SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISU
A-sarja N:o 271

Janne Häyrynen

ARVOPAPERI-MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTTÖ

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 271

Janne Häyrynen

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö

Yliopistollinen väitöskirja, joka Helsingin kauppakorkeakoulun suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi Chydenia-rakennuksen Stora Enso -salissa, Runeberginkatu 22–24, perjantaina 17.3.2006 klo 12.

With an English Summary

SUOMALAINEN LAKIMIESYHDISTYS • HELSINKI

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

Tilausosoite
Suomalainen Lakimiesyhdistys
Kasarmikatu 23 A 17
00130 Helsinki
p. (09) 6120 300
f. (09) 604 668
sly@lakimies.org
www.lakimies.org

Verkkokirjan ISBN 978-951-855-518-9

© 2006 Suomalainen Lakimiesyhdistys ja Janne Häyrynen

ISSN 0356-7206
ISBN 951-855-253-3

Vammalan Kirjapaino Oy, Vammala 2006

Alkusanat

Oikeustieteilijät ovat monesti itse mukana aktiivisina toimijoina tutkimusaiheeseen liittyvien käytännön kysymysten kanssa. Olen itse toiminut Rahoitustarkastuksessa vuodesta 2002 lähtien osallistuen arvopaperimarkkinoiden päivittäiseen valvontatyöhön, minkä lisäksi olen ottanut osaa markkinoiden väärinkäyttöä koskevan eurooppalaisen ja kansallisen sääntelyn valmisteluun. Tutkimuksessa olen kuitenkin pyrkinyt objektiivisuuteen. Lukijoiden arvioitavaksi jää, kuinka hyvin olen onnistunut tavoitteessani.

Tutkimukseni aloittamiseen vaikutti keskeisesti se, että arvopaperimarkkinoihin kohdistuvat väärinkäytökset koettiin yhteiskunnallisesti tärkeäksi tutkimusaiheeksi. Talousrikosten torjuntaan vuonna 1999 myönnetyistä määrärahoista osa suunnattiin arvopaperimarkkinarikosten tutkimukseen. Tuolloin sisäasiainministeriöltä saamani rahoitus mahdollisti kolmeksi vuodeksi päätoimisen tutkimustyön Poliisiammattikorkeakoulussa. Rahoituksen myötä tarjoutui myös mahdollisuus osallistua alan kansainvälisiin konferensseihin ja tutkijaseminaareihin sekä tutustua ulkomaisten arvopaperimarkkinavalvojien toimintaan.

Väitöstyön valmistumiseen ovat myötävaikuttaneet useat henkilöt, joita vain osaa on tässä mahdollista kiittää. Professori Matti Rudanko on työnohjaajani jaksanut kannustaa ja antaa arvokkaita parannusehdotuksia työn eri vaiheissa. Professori Risto Nuolimaa ja professori Matti J. Sillanpää ovat työni esitarkastajina ripeästi ja asiantuntemuksella lukeneet työni käsikirjoituksen. Professori Sillanpää lupautui myös ystävällisesti vastaväittäjäkseni. Erityisen keskeinen vaikutus työlleni on ollut OTT, dosentti Anne Alvesalolla, joka perehdytti ja jaksoi innostavasti opettaa minua etenkin tutkimuksen alkutaipaleella.

Tutkimuksen loppuvaiheessa minua ovat erityisesti auttaneet työtoverini Tanja Ikonen, Jyrki Manninen ja Jarmo Parkkonen Rahoitustarkastuksesta. He kaikki ovat jaksaneet antaa useita asiantuntevia ja erityisesti käytännön näkökulmaa korostavia huomautuksia. OTT, dosentti Janne Kaisto sekä OTT Tero Kurenmaa ovat myös lukeneet käsikirjoitukseni sen eri vaiheissa ja tehneet useita työtä parantaneita huomioita. Professori Raimo Lahti ja lainsäädäntöneuvos Ilkka Harju ovat omalla asiantuntemuksellaan auttaneet ja kannustaneet minua väitöskirjan viimeistelyvaiheessa. Tutkimuksen taloudellisesta tukemisesta kiitän Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiötä, Pörssisäätiötä, Osuuspankkikeskusta sekä Helsingin kauppakorkeakoulun tukisäätiötä. Erityisen kiitoksen haluan lopuksi antaa vanhemmilleni siitä tuesta, jota olen heiltä väitöskirjatyöni aikana ja muulloinkin saanut.

Helsingissä joulun alla 2005

Janne Häyrynen

Sisällys

ALKUSANAT V

SISÄLLYS VII
LÄHTEET XI
LYHENTEET XXIX

1 JOHDANTO 1
1.1 Tutkimuksen kohde ja tavoitteet 4
1.2 Tutkimusaineisto 10

2 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELY 13
2.1 Yleistä 13
2.2 Sääntelyn rakenne 16
2.2.1 Kotimainen normiympäristö 16
2.2.2 EU:n normiympäristö 18
2.2.2.1 Lamfalussy-sääntelyprosessi 20
2.2.2.2 Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 22
2.3 Sääntelyn tavoitteet 23
2.3.1 Epäsymmetrinen informaatio 25
2.3.2 Informaatiosääntely 30
2.4 Sääntelyn kustannukset 34
2.4.1 Informaatiosääntelyn kustannustehokkuus 37
2.4.2 Väärinkäytöskustannukset 42
2.4.3 Valvonnan ja seuraamusten kustannustehokkuus 46
2.5 Sääntelytavoitteiden ristiriita ja kontrollin rajat 52

3 ARVOPAPERIMARKKINARIKOSSÄÄNNÖSTEN TULKINTA 59
3.1 Yleistä 59
3.2 Tunnusmerkistöjen joustavuus ja laillisuusperiaate 60
3.3 Tulkintametodeista 66
3.4 Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin tulkintavaikutus 73
3.5 Teon huolimattomuus ja kielletty riskinotto 75
3.6 Syyksiluettavuus 81
3.6.1 Tahallisuus 82
3.6.2 Tekijän huolimattomuus 84
3.6.3 Törkeä huolimattomuus 86
3.6.4 Erehdyssäännökset vastuuvapausperusteina 87

4 SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ 95
4.1 Yleistä 95
4.2 Tunnusmerkistö 98
4.2.1 Sisäpiirintiedon määritelmä 99
4.2.1.1 Soveltamisala 99
4.2.1.2 Arvopaperiin liittyvä tieto 106
4.2.1.3 Julkistamaton tieto 110
4.2.1.4 Tiedon olennaisuus ja täsmällisyys 115
4.2.1.5 Markkina-analyysit 125
4.2.2 Tekijäpiiri 133
4.2.3 Tekotavat 136
4.3 Hyötymistarkoitus ja sisäpiirintiedon hyväksikäyttö 145
4.3.1 Huomattavien osake-erien kaupat 152
4.3.2 Julkiset ostotarjoukset 156
4.3.3 Omaisuudenhoito 157
4.3.4 Sisäpiiriläisten hankintaohjelmat 159
4.3.5 Yhtiön omien osakkeiden hankinta 162
4.4 Syyksiluettavuus 171
4.4.1 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö (RL 51:1) ja syyksiluettavuus 171
4.4.2 Sisäpiirintiedon käyttö (AML 5:2) ja syyksiluettavuus .. 178
4.5 Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö 183
4.6 Sisäpiirintiedon käytön ennaltaehkäisy 187

5 KURSSIN VÄÄRISTÄMINEN 193
5.1 Yleistä 193
5.2 Tunnusmerkistö 197
5.2.1 Tekijäpiiri 198
5.2.2 Hintatason vääristäminen 199
5.2.3 Tekotavat 200
5.2.3.1 Harhaanjohtavat toimenpiteet 200
5.2.3.2 Totuudenvastaiset tai harhaanjohtavat tiedot 211
5.3 Vääristämis- ja hyötymistarkoitus 215
5.4 Hyväksytyt markkinatavat 222
5.5 Stabilisaatio 226
5.6 Törkeä kurssin vääristäminen 228

6 ARVOPAPERIMARKKINOITA KOSKEVA TIEDOTTAMISRIKOS 231
6.1 Yleistä 231
6.2 Tunnusmerkistö 235
6.3 Arvopaperien markkinointi 237

6.3.1 Markkinoinnin käsite 237
6.3.2 Totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus 239
6.3.3 Kansallisanti-tapaus 245
6.4 Liikkeeseenlaskijan ja arvopaperien tarjoajan tiedonantovelvollisuus ensimarkkinoilla 249
6.4.1 Yleinen tiedonantovelvollisuus 249
6.4.2 Esite 252
6.4.3 Tiedon oikaiseminen 254
6.4.4 Järjestäjän vastuu 255
6.4.5 Due diligence 257
6.4.6 Tiedon olennaisuus 259
6.5 Liikkeeseenlaskijan jatkuva tiedonantovelvollisuus 264
6.5.1 Yleistä tiedonantovelvollisuuksista jälkimarkkinoilla 264
6.5.2 Julkistettavat päätökset ja seikat 266
6.5.3 Tiedon olennaisuus 269
6.5.4 Julkistamisen ajankohta 274
6.5.5 Tiedon julkistamisen lykkääminen 278
6.5.6 Tiedottamisen samanaikaisuus 284
6.5.7 Tietovuodot ja huhujen oikaiseminen 286
6.5.8 Tietojen totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus 287
6.5.9 Tulosvaroitus 292
6.6 Tekijäpiiri ja vastuun kohdentuminen 301
6.7 Syyksiluettavuus 308
6.7.1 Novera-tapaus 315

7 OIKEUSHENKILÖN RANGAISTUSVASTUU 319
7.1 Yleistä 319
7.2 Rangaistusvastuun lähtökohdat 321
7.3 Rangaistusvastuun edellytykset 324
7.3.1 Oikeushenkilön tuottamusvastuu 324
7.3.2 Oikeushenkilön toimintaohjelma 327
7.4 Yhteenveto 331

8 VÄÄRINKÄYTÖSTEN KONTROLLIJÄRJESTELMÄ 335
8.1 Rikosoikeudellisen sääntelyn ongelmia 335
8.2 Hallinnolliset seuraamukset 346
8.2.1 Ratan julkinen huomautus ja varoitus 356
8.2.2 Seuraamusmaksu 360
8.2.3 Hallinnollisten seuraamusten suhde rikosseuraamuksiin 364
8.2.4 Perus- ja ihmisoikeusnäkökulma 370
8.3 Ratan valvontaedellytykset ja tutkintavaltuudet 382

8.3.1 MAD:n valvonta- ja tutkintavaltuudet 385
8.3.2 Ratan erityinen tietojensaantioikeus ja kuulemisoikeus . 386
8.3.3 Perus- ja ihmisoikeusnäkökulma..... 388
8.3.4 Epäilyttävien liiketoimien ilmoitusvelvollisuus..... 397
8.4 Itsesääntely 400

9 YHTEENVETO..... 409

SUMMARY 419

RATKAISUHAKEMISTO 427

ASIAHAKEMISTO..... 431

Lähteet

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989. (Aarnio)

Aarum, Kristin, Normann: The Nordic Countries, Norway, pp. 207–255. In Lau Hansen, Jesper (ed.): Nordic Financial Market Law. The regulation of financial markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden. Copenhagen 2003. (Aarum)

Afrell, Lars – Klahr, Håkon – Samuelsson, Per: The Nordic Countries, Sweden, pp. 257–304. In Lau Hansen, Jesper (ed.): Nordic Financial Market Law. The regulation of financial markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden. Copenhagen 2003. (Afrell – Klahr – Samuelsson)

Akerlof, George A.: An Economic Theorist's Book of Tales. Cambridge University Press. Cambridge, UK 1984. (Akerlof)

Alaimo, James: U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), International Institute – Program on Securities Enforcement and Market Oversight. Washington, D.C. 2003. (Alaimo, SEC 2003)

Alcock, Alistair: The Financial Services and Market Act 2000. A Guide to the New Law. Cornwall 2000. (Alcock)

Alvesalo, Anne: Downsized by Law, Ideology and Pragmatics – policing white collar crime. In Potter, G. (ed.): Controversies in White Collar Crime Crime. Anderson Publishing, Cincinnati 2002. (Alvesalo 2002)

Alvesalo, Anne: Economic crime investigators at work. Policing and Society, Vol. 13, No. 2 2003, pp. 115–138. (Alvesalo 2003)

Alvesalo, Anne – Tombs, Steve: Talousrikostorjunnan rajat. Oikeus 2001, s. 34–55. (Alvesalo – Tombs)

Annola; Vesa: Sisäpiirin kaupankäynnistä erityisesti silmällä pitäen sääntelyn perusteita ja luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kieltoa. Turun yliopisto 1990. (Annola 1990)

Annola, Vesa: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 3–24. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turku 2001. (Annola 2001a)

Annola, Vesa: Sisäpiirin rajat – Sisäpiirin määrittelyn tarpeellisuuden arviointia, s. 19 ss. Teoksessa Annola, Vesa – Herler, Brita (toim.): Oikeustieteen rajoja etsimässä. Juhlajulkaisu Juha Tolonen. Turku 2001. (Annola 2001b)

Annola, Vesa: Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Vaasa 2005. (Annola 2005)

Anttila, Tapio: Pankki, riskit ja sääntely. Helsinki 1996. (Anttila)

Ashworth, Andrew: Is the Criminal Law a Lost Cause. The Law Quarterly Review 2000 Vol. 116, pp. 225–256. (Ashworth)

Asp, Petter: EG:s sanktionsrätt. Ett straffrättsligt perspektiv. Iustus förlag, Uppsala 1998. (Asp)

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990. (Astola)

Backman, Eero: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate, analogia ja Klami, s. 23–30. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti (toim.): Oikeuden tavoitteet ja menettelyt. Muistokirja Hannu Tapani Klamille. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A, Juhlajulkaisut N:o 12. Turku 2003. (Backman)

Bainbridge, Stephen M. – Johnson, Christina J.: Managerialism, Legal Ethics, and Sarbanes-Oxley § 307. University of California, Los Angeles School of Law. Research Paper No. 03-13, September 22, 2003. – http://ssrn.com/abstract=434721. 1.9.2005. (Bainbridge – Johnson)

Beatty, Randolph P. – Bunsis, Howard – Hand, John R. M.: The indirect economic penalties in SEC investigations of underwriters. Journal of Financial Economics 50 (1998), pp. 151–186. (Beatty et al.)

Becker, Gary, S.: Crime and Punishment: An Economic Approach. The Journal of Political Economy, Vol. 76, No. 2 (Mar.–Apr., 1968), pp. 169–217. (Becker)

Beny, Laura, N.: Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence. University of Michigan Law School. The John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper Series. Year 2004, Paper 35. – http://law.bepress.com/umichlwps/olin/art35. 1.9.2005. (Beny)

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

Black, Ashley: Regulating Market Manipulation: Sections 997–999 of the Corporations Law. The Australian Law Journal – 1996, Vol. 70, pp. 987–1010. (Black)

Blanqué, Pascal: Crisis and fraud. Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 11, No. 1, 2003, pp. 60–70. (Blanqué)

Boatright John R.: Ethics in Finance. Blackwell Publishers, Cornwall 1999. (Boatright)

Bologna, Jack – Shaw, Paul: Corporate Crime Investigation. Butterworth-Heinemann, Newton, USA 1997. (Bologna – Shaw)

Braithwaite, John – Drahos, Peter: Global Business Regulation. Cambridge 2000. (Braithwaite – Drahos)

Braithwaite, John – Fisse, Brent: On the Plausibility of Corporate Crime Control. In Geis, Gilbert – Meier, Robert F. – Salinger, Lawrence M. (eds): White-Collar Crime. Classic and Contemporary Views. The Free Press, New York 1995. (Braithwaite – Fisse)

Brickey, Kathleen F.: From Enron to WorldCom and Beyond: Life and Crime After Sarbanes-Oxley, 81 Washington University Law Quarterly 357 (2003). – http://law.wustl.edu/WULQ/81-2/Brickey.pdf. 1.9.2005. (Brickey)

Bronfman, Corine – Lehn, Kenneth – Schwartz, A.: US Securities Markets Regulation: Regulatory Structure. In Steil, Benn (ed.): International Financial Market Regulation. John Wiley & Sons Ltd, Chichester, England 1995. (Bronfman et al.)

Capps, David – Linsley, Sam; The Financial Services Authority's new approach to regulation. Journal of Financial Regulation and Compliance – Vol. 9 No. 3, August. Henry Stewart Publications 2001. (Capps et al.)

Clark, Michael E.: Hamstrung or properly calibrated? Federalism and the appropriate role of government in the post-Sarbanes-Oxley world. International Journal of Disclosure and Governance, Vol. 1, No. 4, 2004, pp. 385–412. (Clark)

Coffee, John C.: What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's. Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 214. January 20, 2003. – http://www.law.columbia.edu. 1.9.2005. (Coffee)

Coleman, J. W.: The Criminal Elite. Understanding White Collar Crime. St. Martins Press, New York 1998. (Coleman)

Croall, Hazel: Combating Financial Crime: Regulatory Versus Crime Control Approaches. Journal of Financial Crime, Vol. 11, No. 1, 2003, pp. 45–55. (Croall)

De La Cuesta, José Luis: Concurrent national and international criminal jurisdiction and the principle 'ne bis in idem' General report. International Review of Penal Law, Vol. 73, pp. 707–736. XVII International Congress of Penal Law, June, 1.–4. 2003 Berlin. (De La Cuesta)

Donaldson, William H.: Testimony Concerning Implementation of the Sarbanes-Oxley Act of

2002, September 9, 2003. – http://www.sec.gov/news/testimony/090903tswhd.htm. 1.9.2005. (Donaldson)
Duchac, Jonathan: The dilemma of bright line accounting rules and professional judgement: Insights from special purpose entity consolidation rules. International Journal of Disclosure and Governance, Vol. 1, No. 4, 2004, pp. 324–338. (Duchac)
Eadie, James: Market Abuse and the European Convention on Human Rights. Journal of International Financial Markets, Volume 3 / Issue 2, May 2001. Sweet & Maxwell Ltd, pp. 74–78. (Eadie)
Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press, 4th printing, Cambridge 1998. (Easterbrook – Fischel)
Eide, Erling: Economics of Criminal Behavior 2000. – http://allserv.rug.ac.be/~gdegeest/8100book.pdf. 1.9.2005. (Eide)
Ervo, Laura: Oikeudenmukainen oikeudenkäynti. Vantaa 2005. (Ervo)
Fabozzi, Frank J. – Modigliani, Franco – Ferri, Michael G.: Foundations of Financial Markets and Institutions. New Jersey, USA 1994. (Fabozzi – Modigliani – Ferri)
Ferrarini, Guido: Exchange Governance and Regulation: An Overview, s. 245 ss. In Ferrarini, Guido (ed.): European Securities Markets. The Investment Services Directive. Kluwer Law International Ltd 1998. (Ferrarini 1998)
Ferrarini, Guido A.: The European Market Abuse Directive. Common Market Law Review 41, pp. 711–741, 2004. (Ferrarini 2004)
Finch, V.: Corporate governance and Cadbury: Self-regulation and alternatives. Journal of Business Law, January 1994, pp. 51–62. (Finch)
Forsbom, Jan: Hyvän tavan vastainen menettely meklaritoiminnassa. Lakimies 4/1990, s. 435–457. (Forsbom)
Foster, Hilton L: U. S. Securities and Exchange Commission (SEC), International Institute – Program on Securities Enforcement and Market Oversight, Washington, D. C. 2003. (Foster, SEC 2003)
Friedland, John H.: The need for an accounting court revisited: Supplementing SEC accounting enforcement actions. International Journal of Disclosure and Governance, Vol. 1, No. 3, 2004, pp. 238–259. (Friedland)
Friedrichs, David O.: Trusted Criminals. White Collar Crime in Contemporary Society. Wadsworth Publishing Company, Belmont 1996. (Friedrichs)
Frände, Dan: Kirjallisuusarvostelu teoksesta Koponen, Pekka: Talousrikokset rikos- ja rikosprosessioikeuden yhtymäkohdassa. Lakimies 5/2004, s. 938–948. (Frände 2004)
Frände, Dan: Yleinen rikosoikeus. Suom. Wahlberg, Markus. Helsinki 2005. (Frände 2005)
Gale, Michael – Gale, Sarah – Scanlan, Gay: Fraud and the plc. Butterworths, Hampshire 1999. (Gale et al.)
Garoupa, Nuno: The economics of harmonizing law enforcement. In Marciano, Alain – Josselin, Jean-Michel (eds): The Economics of Harmonizing European Law. Cornwall 2002. (Garoupa)
Gilligan, George P.: Policing the Markets: Structures and Policies. Journal of Financial Crime – Vol. 6 No. 4, May 1999. Henry Stewart Publications. (Gilligan 1999)
Gilligan, George P.: Regulating against White-Collar Crime in the Financial Services Sector. Journal of Financial Crime – Vol. 8 No. 1, August 2000. Henry Stewart Publications. (Gilligan 2000)
de Graaff, H. J.: Insider Abuse: A Plea for Criminalisation. Journal of Financial Crime – Vol. 7 No. 2, November 1999. Henry Stewart Publications. (de Graaff)
Granfelt, O. Hj.: Lärobok i straffprocessrätt. Första häftet. Helsingfors 1925. (Granfelt)
Gray, Joanna: Human rights challenge to SFA disciplinary procedures; Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 9, No. 4, 2001, pp. 373–384. (Gray)

Hahko, Paula – Sirén, Saara – Vaihekoski, Mika: Kansallisten osakemarkkinoiden merkitys sijoittajille ja yrityksille. Teoksessa Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle. Suomen Pörssisäätiö ja LTT-Tutkimus Oy. Helsinki 2001. (Hahko – Sirén – Vaihekoski)

Halme, Liisa: Pankkisääntely ja valvonta. Oikeuspoliittinen tutkimus säästöpankkien riskinotosta. Tutkimuksia E:15, 1999. Suomen Pankki, Helsinki 1999. (Halme 1999a)

Halme, Liisa: Rakenteet ja rationaalisuus pankkien riskinotossa. Lakimies 3/1999, s. 426–430. (Halme 1999b)

Harju, Ilkka: Rahoitus ja rahoitusmarkkinat. Teoksessa Kirsti Rissanen – Manne Airaksinen – Johan Bärlund – Martti Castrén – Ilkka Harju – Jyrki Jauhiainen – Timo Kaisanlahti – Antti Kivivuori – Petri Kuoppamäki – Jukka Mähönen – Seppo Villa – Thomas Wilhelmsson: Yritysoikeus. – http://www.wsoypro.fi. 1.5.2005. (Harju)

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

Haussila, Petri: Yhtiön ja yhtiön johdon velvollisuudet ja vastuu arvopaperimarkkinoilla, s. 245–323. Teoksessa Aalto-Setälä, Ilkka et al.: Yrityksen ja yhteisön vastuuriskit. Pieksämäki 2002. (Haussila).

Healy, Paul M. – Palepu, Krishna G.: Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. Journal of Accounting and Economics 31 (2001), pp. 405–440. (Healy – Palepu)

Heinonen, Olavi: Peruskäsitteet, s. 45 ss. Teoksessa Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: Rikosoikeus. 2. painos. Juva 2002. (Heinonen)

Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka: 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. (Heinonen – Koskinen)

Hemmo, Mika: Vahingonkorvauksen määräytymisestä sopimussuhteissa. Siviilioikeudellinen tutkimus. Vammala 1994. (Hemmo)

Herbst, Jonathan – McCaw, Katie: Market abuse: Statutory exceptions and defences – What protection is available? Journal of Financial Regulation and Compliance – Vol. 9 No. 2, June 2001. (Herbst et al.)

Hidén, Paulus: Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Vantaa 2002. (Hidén)

Hirvonen, Ahti – Niskakangas, Heikki – Wahlroos, Juha: Hyvä hallitustyöskentely. WSOY, Helsinki 1997. (Hirvonen – Niskakangas – Wahlroos)

Holmström, Bengt: Ajatuksia arvopaperimarkkinoiden kehityksestä ja kehittämisestä, s. 43–63. Teoksessa Markkatalous maailmalla – Tohtori Jaakko Lassilan 60-vuotisjuhlakirja. Porvoo 1988, (Holmström)

Holmström, Bengt – Kaplan, Steven N.: The State of U. S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong ?. Finance Working Paper No. 23/2003, September 2003. – http://ssrn.com/abstract_id=441100. 1.9.2005. (Holmström – Kaplan)

Hoppu, Kari: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Vantaa 2004. (Hoppu)

Huhtamäki, Ari: Luotonantajavastuu. Jyväskylä 1993. (Huhtamäki 1993a)

Huhtamäki, Ari: Hyvästä tavasta arvopaperiemissiota liikkeellelaskettaessa. Teoksessa Ari Saarnilehto (toim.): Hyvän tavan vastaisuudesta. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku 1993. (Huhtamäki 1993b)

Huovinen, Sakari: Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Jyväskylä 2004. (Huovinen)

Huovinen, Sakari: Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena. Lakimies 5/2005, s. 768–780. (Huovinen 2005)

Huttunen, Allan: Kansallisannista. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Yhteisöoikeudellisia kirjoituksia III. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku 2003. (Huttunen)

Häyhä, Juha: Oikeustaloustiede ja sopimusoikeus, s. 160 ss. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Helsinki 1996. (Häyhä)
Häyrynen, Janne: Arvopaperien liikkeeseenlasku ja rikosoikeudellinen vastuu. Teoksessa Alvesalo, Anne – Lahti, Raimo (toim.): Kirjoituksia talousrikollisuudesta II. Helsinki 1999. (Häyrynen 1999)
Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinarikollisuus. Teoksessa Jokinen, Anne – Häyrynen, Janne – Alvesalo, Anne: Yritykset talousrikollisuuden uhreina. Espoo 2002. (Häyrynen 2002)
Häyrynen, Janne: Sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisy sisäpiiriläisten näkökulmasta. Business Law Forum [tulossa 2006]. (Häyrynen 2006)
Ikäheimo, Seppo: Communication in the Share Markets. Turku 1996. (Ikäheimo)
Jaatinen, Heikki: Oikeushenkilön rangaistusvastuu. Helsinki 2000. (Jaatinen)
Jacobson, Hans – Lycke, Johan: Marknadsmissbruksdirektivet och dess genomförande i Sverige. Europarättslig tidsskrift 2/2005, s. 303–318. (Jacobson – Lycke)
Jareborg, Nils: Straffrättens ansvarslära. Uppsala 1994. (Jareborg 1994)
Jareborg, Nils: Allmän kriminalrätt. Göteborg 2001. (Jareborg 2001)
Johansson, Lars – Knopp, Mikael: Insynshandel pä den svenska aktiemarknaden – generar insynspersoner abnormala avkastningar? (Julkaisematon opinnäytetyö.) Lunds Universitet 2005. (Johansson – Knopp)
Jokela, Antti: Uudistuva rikosprosessi. Tampere 2000. (Jokela)
Jokinen, Anne – Häyrynen, Janne – Alvesalo, Anne: Yritykset talousrikollisuuden uhreina. Espoo 2002. (Jokinen – Häyrynen – Alvesalo)
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. Henry Stewart Publications. (Jones – Johnstone)
Jonkka, Jaakko: Eräitä näkökohtia perusoikeuksien toteutumisesta erityisesti rikosprosessissa. Lakimies 8/1998, s. 1255–1270. (Jonkka 1998)
Kaisanlahti, Timo: Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta – erityisesti kurssimanipulaatiosta markkinoiden toimintaa silmällä pitäen. Lakimies 7–8/1995, s. 1280–1307. (Kaisanlahti 1995)
Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki 1999. (Kaisanlahti 1999)
Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka: Oikeustaloustiede – Johdantoa lähestymistapoihin ja käsitteisiin. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Helsinki 1996. (Kanniainen – Määttä – Timonen)
Karjalainen, Jarkko – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki. 2. painos. Helsinki 2004. (Karjalainen – Parkkonen)
Karpoff, Jonathan M. – Lee, Dale Scott – Martin, Gerald: ”The Cost of Cooking the Books”. December 17, 2004. – http://ssrn.com/abstract=652121. 1.9.2005. (Karpoff et al.)
Kasanen, Juha: Ilmoitusvelvollisten osakeomistus ja -kaupat Helsingin Pörssissä. Helsinki 1999. (Kasanen)
Kauppi, Heikki – Hyytinen, Ari: Rahoitusmarkkinoiden merkitys Suomen makrotaloudelle. Teoksessa Kansallisten arvopaperimarkkinoiden merkitys Suomelle. Suomen Pörssisäätiö ja LTT-Tutkimus Oy. Helsinki 2001. (Kauppi – Hyytinen)
Klami, Hannu Tapani: Finalistinen oikeusteoria. Turun yliopiston yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja A: 19:1980. Turku 1980. (Klami)
Knuts, Mårten: Kursmanipulation i omvandling. JFT 5/2004, s. 559–588. (Knuts)
Koponen, Pekka: Talousrikokset rikos- ja rikosprosessioikeuden yhtymäkohdassa. Vammala 2004. (Koponen)
Koponen, Pekka – Sahavirta, Ritva: Kirjanpitorikokset, s. 51–79. Teoksessa Lahti, Raimo – Koponen, Pekka (toim.): Uudistuva talousrikosoikeus. Saarijärvi 2004. (Koponen – Sahavirta)
Korva, Mika: Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena. Lakimies 3/2004, s. 432–454. (Korva)

Koskinen, Hannu E.: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus. Saarijärvi 1999. (Koskinen 1999)

Kurenmaa, Tero: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Jyväskylä 2003. (Kurenmaa)

Lahti, Raimo: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe: Varallisuus- ja talousrikossäännökset, I–III. Lakimies 3/1991, s. 258–290; Lakimies 7/1991, s. 873–901 ja Lakimies 8/1991, s. 1168–1201. (Lahti 1991)

Lahti, Raimo: Muuttuva rikollisuus – uudistuva rikosoikeus, s. 5 ss. Teoksessa Hirvonen, Ari (toim.): Kohti 2000-luvun rikosoikeutta. Helsinki 1994. (Lahti 1994)

Lahti, Raimo: Kohti 2000-luvun rikosoikeutta. Lakimies 6/1995, s. 935 ss. (Lahti 1995)

Lahti, Raimo: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä ja sen sääntelystä. Lakimies 8/1998, s. 1271–1284. (Lahti 1998)

Lahti Raimo, Kohti kansainvälistä ja eurooppalaista kriminaalipolitiikkaa? Lakimies 6–7/1999, s. 1123–1133. (Lahti 1999)

Lahti, Raimo: Concurrent national and international criminal jurisdiction and the principle of 'ne bis in idem'. International Review of Penal Law (Vol. 73), pp. 901–911. XVII International Congress of Penal Law, June, 1–4. 2003 Berlin. (Lahti 2003)

Lahti, Raimo: Talousrikosoikeuden yleisistä opeista, s. 3–16. Teoksessa Lahti, Raimo – Koponen, Pekka (toim.): Uudistuva talousrikosoikeus. Saarijärvi 2004. (Lahti 2004)

Langevoort, Donald C.: Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms), 146 U. Penn. L. Rev. 1997, pp. 101–172. (Langevoort 1997)

Langevoort, Donald C.: Cross-Border Insider Trading. Journal of Financial Crime, – Vol. 8 No. 3, February 2001. Henry Stewart Publications. (Langevoort 2001)

Langevoort, Donald C.: Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation. Georgetown University Law Center 2002 Working Paper Series in Business, Economics, and Regulatory Law Working Paper No. 305241.
– http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=305241. 1.9.2005. (Langevoort 2002)

Lappi-Seppälä, Tapio: Miksi rikosoikeus?, s. 19–82. Teoksessa Hirvonen, Ari (toim.): Kohti 2000-luvun rikosoikeutta. Helsinki 1994. (Lappi-Seppälä 1994)

Lappi-Seppälä, Tapio: Rikosoikeustutkimus, kriminaalipoliittinen orientaatio – ja metodi, s. 189–218. Teoksessa Häyhä, Juha (toim.): Minun metodini. Helsinki 1997. (Lappi-Seppälä 1997)

Lappi-Seppälä, Tapio: Kriminaalipolitiikka – rikosoikeuspolitiikka. Lakimies 8/1998, s. 1285–1308. (Lappi-Seppälä 1998)

Lappi-Seppälä, Tapio: 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. (Lappi-Seppälä 2002)

La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. W.: Law and Finance. Journal of Political Economy, Volume 106, Number 6, December 1998, pp. 1113–1155. (La Porta et al. 1998)

La Porta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A. – Vishny, R. W.: Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics 58 (2000), pp. 3–27. (La Porta et al. 2000)

Larsson, Paul: Hvitere enn hvittsnippkriminalitet. En studie av reguleringen av kriminalitet i verdipapirmarkedet. Rapport nr 49 i Forskningprogrammet om okonomisk kriminalitet. Norges forskningsråd. Oslo 2001. (Larsson 2001a)

Larsson, Paul: Hunting Ghosts: The Control of White-Collar Crime in the Securities Market. Appelgren, L. – Sjögren, H. (eds): Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt. Smedjebacken 2001. (Larsson 2001b)

Lastra, Rosa M.: The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe. Columbia Journal of European Law. Vol 10, 2003, pp. 49–67. (Lastra)

Lau Hansen, Jesper: Informationsmisbrug. En analyse af de centrale bestemmeser i borsrettens informationsregime. Kobenhavn 2001. (Lau Hansen 2001)

Lau Hansen, Jesper: Introduction, pp. 19–73. In Lau Hansen, Jesper (ed.): Nordic Financial Market Law. The regulation of the financial Markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden. Copenhagen 2003. (Lau Hansen 2003a)

Lau Hansen, Jesper: The Nordic Countries, pp. 77–130. In Lau Hansen, Jesper (ed.): Nordic Financial Market Law. The regulation of financial markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden. Copenhagen 2003. (Lau Hansen 2003b)

Lauriala, Jari: Kontrolli, riski ja informaatio. Helsinki 2001. (Lauriala)

Lave, Lester B.: Benefit-cost Analysis: Do the Benefits Exceed the Costs?, pp. 104–143. In Hahn, Robert W. (ed.): Risks, Costs, and Lives Saved: Getting better Results from Regulation, Chapter 6, Oxford University Press, New York and AEI Press, Washington D.C. 1996, (Lave)

Lee, Chun I. – Rosenthal, Leonard – Gleason, Kimberly: Effect of Regulation FD on Asymmetric Information. Financial Analysts Journal May/June 2004, pp. 79–89. (Lee – Rosenthal – Gleason)

Lomnicka, Eva: Preventing and Controlling the Manipulation of Financial Markets: Towards a Definition of "Market manipulation". Journal of Financial Crime – Vol. 8 No. 4, June 2001. Henry Stewart Publications. (Lomnicka)

Länsineva, Pekka: Perusoikeudet ja varallisuussuhteet. Jyväskylä 2002. (Länsineva)

Löfmarck, Madeleine: Börsen och Straffrätten. Festskrift till Sveriges Advokatsamfund 1887–1987. Rättsvetenskapiga studier. Faköping 1987. (Löfmarck 1987)

Löfmarck, Madeleine: Insiderbrott och svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige. Stockholm 1988. (Löfmarck 1988)

Maassen, Gregory F. – van den Bosch, Frans A. J. – Volberda, Henk: The importance of disclosure in corporate governance self-regulation across Europe: A review of the Winter Report and the EU Action Plan. International Journal of Disclosure and Governance, Vol. 1, No 2, 2004, pp. 146–159. (Maassen – van den Bosch – Volberda)

Magnusson, Marika: Grov oaktsamhet vid missbruk av insiderinformation, s. 171–198. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turku 2001. (Magnusson)

Malkamäki, Markku: Rahoitusmarkkinoiden tehokkuuskäsitteet, s. 28–44. Teoksessa Malkamäki, Markku – Martikainen, Teppo (toim.): Rahoitusmarkkinat. Jyväskylä 1990. (Malkamäki)

Malmivaara, Tero: Omien osakkeiden hankinta – intressit ja sääntely. EDILEX, Edita Publishing Oy 2002. – http://www.edilex.fi/metadata/212.pdf. 1.9.2005. (Malmivaara)

Manninen, Jyrki: Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi – ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa. Defensor Legis N:o 2/2003, s. 254–272. (Manninen)

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. Henry Stewart Publications. (McCusker)

Melander, Sakari: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset. Lakimies 6/2002, s. 938–961. (Melander 2002)

Melander, Sakari: Rikosoikeuden harmonisointi Euroopan unionissa – harmonisointiteoreettisia näkökulmia. Lakimies 2/2005, s. 214–233. (Melander 2005)

Moberg, Krister – Samuelsson, Per: Börsrätt. Stockholm 1989. (Moberg – Samuelsson)

Mäenpää, Olli: Hallinto-oikeus. Juva 1997. (Mäenpää)

Mähönen, Jukka: Arvopaperimerkintään perustuva vahingonkorvaus – kommentoitu oikeustapaus. Oikeustieto 5/2002, s. 8–11. (Mähönen 2002)

Mähönen, Jukka: Taloustiede lain tulkinnassa. Lakimies 1/2004, s. 49–64. (Mähönen 2004)

Mäkelä, Kaisa: Talouselämän rikokset, rikosoikeus ja kriminaalipolitiikka. Empiirinen ja rikosoikeusteoreettinen tutkimus rauenneista konkursseista. Helsinki 2001. (Mäkelä)

Mäntysaari, Petri: Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja. Vantaa 2001. (Mäntysaari 2001)
Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiö toimijana. Porvoo 2002. (Mäntysaari 2002)
Määttä, Kalle: Näkökulmia rikostaloustieteeseen. Teoksessa Määttä, Kalle – Kanniainen, Vesa (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Helsinki 1998. (Määttä 1998)
Määttä, Kalle: Regulaatioteorian perusteita. s. 21–42. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 3. Helsinki 1999. (Määttä 1999)
Määttä, Kalle: Oikeudellisen sääntelyn tutkimus – lastuja sääntelyteoriasta. Oikeus 2002 (31); 2: 132–142. (Määttä 2002)
Määttä, Kalle: Uusi kilpailunrajoituslaki. Helsinki 2004. (Määttä 2004)
Määttä, Kalle – Pihlajamäki, Heikki: Rikoksen hinta. Taloustieteellinen näkökulma rikosoikeushistoriaan. Saarijärvi 2003. (Määttä – Pihlajamäki)
Newkirk, Thomas C. – Robertson, Melissa A.: Insider Trading – A U. S. Perspective. 16th International Symposium on Economic Crime. Jesus College, Cambridge, England, September 19, 1998. (Newkirk – Robertson)
Nieminen, Marko: Oikeushenkilön rangaistusvastuu arvopaperimarkkinarikoksesta, s. 199–236. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turku 2001. (Nieminen)
Noe, Christopher F.: Voluntary disclosures and insider transactions; Journal of Accounting and Economics 27 (1999), pp. 305–326. (Noe)
Nuolimaa, R. O.: Osakeyhtiöoikeudellisen tutkimuksen näkymät. Lakimies 6–7/1998, s. 1065–1078. (Nuolimaa)
Nuotio, Kimmo: Taloudellisen rikollisuuden arviointi yleisten oppien kannalta. Lakimies 6/1995, s. 950 ss. (Nuotio 1995)
Nuotio, Kimmo: Teko, vaara, seuraus. Rikosvastuun filosofiasta, kriminaalipolitiikasta ja lainopillisista perusteista. Helsinki 1998. (Nuotio 1998a)
Nuotio, Kimmo: Onko hyökkäys paras puolustus? Defensiivistä ja offensiivista kriminalisointipolitiikkaa. Lakimies 8/1998, s. 1341–1354. (Nuotio 1998b)
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 2002)
Nuotio, Kimmo: Euroopan unioni kriminaalipolitiikan tekijänä – järkevän kriminaalipolitiikan päätepiste? Lakimies 7–8/2003, s. 1213–1235. (Nuotio 2003)
Nuutila, Ari-Matti: Rikosoikeudellinen huolimattomuus. Jyväskylä 1996. (Nuutila 1996)
Nuutila, Ari-Matti: Rikoslain yleinen osa. Jyväskylä 1997. (Nuutila 1997)
Nuutila, Ari-Matti: Rangaistuksella uhkaaminen ja rangaistukseen tuomitseminen perusoikeuksien valossa, s. 165–178. Teoksessa Länsineva, Pekka – Viljanen, Veli-Pekka (toim.): Perusoikeuspuheenvuoroja. Turun yliopisto, Turku 1998. (Nuutila 1998)
Ogus, Anthony: Regulation. Legal Form and Economic Theory. Oxford 1994. (Ogus 1994)
Ogus, Anthony I: Rethinking Self-regulation, Oxford Journal of Legal Studies, 15 (1), Spring 1995, pp. 97–108. In Ogus, Anthony I (ed.): Regulation, Economics and the Law. Cornwall 2001. (Ogus 1995)
Ohisalo, Jussi: Talousrikosprosessin teoriaa ja käytäntöä, s. 17–48. Teoksessa Lahti, Raimo – Koponen, Pekka (toim.):Uudistuva talousrikosoikeus. Saarijärvi 2004. (Ohisalo)
Oker-Blom, Max: Bakom rätten. En rättsekonomisk argumentationsmodell. Joensuu 2002. (Oker-Blom 2002)
Oker-Blom, Max: Sanktioner mot insideraffärer ? – en regleringsteoretisk approach. JFT 2/2003, s. 240–250. (Oker-Blom 2003)
Painilainen, Joni: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö kurssiriippuvuustapauksissa. Lakimies 5/2004, s. 843–861. (Painilainen)

Paredes, Troy A.: Symposium Foreward – After the Sarbanes-Oxley Act: The Future of the Mandatory Disclosure System. Washington University in St. Louis School of Law, Faculty Working Papers Series, Paper No. 03-10-04, October 21, 2003. – http://ls.wustl.edu/Academics/Faculty/Workingpapers/index.html. 1.9.2005. (Paredes)

Pellonpää, Matti: Euroopan ihmisoikeussopimus. Jyväskylä 2005. (Pellonpää)

Png, Cheong Ann: Financial Services Regulation and Liability of Corporations. Journal of Financial Crime, – Vol. 8 No. 1, 2000, pp. 47–59. Henry Stewart Publications. (Png)

Podgor, Ellen S. – Israel, Jerold H.: White Collar Crime in a Nutshell. West Publishing Co., St. Paul 1997. (Podgor – Israel)

Punch, Maurice: Dirty Business – Exploring Corporate Misconduct, Analysis and Cases. London 1996. (Punch)

Pöyhönen, Juha: Uusi varallisuusoikeus. Helsinki 2000. (Pöyhönen)

Pöysti, Tuomas: Tehokkuus, informaatio ja eurooppalainen oikeusalue. Helsinki 1999. (Pöysti)

Raitio, Juha: Johdatus Euroopan integraation historiaan ja eurooppaoikeuteen. Helsinki 2005. (Raitio 2005a)

Raitio, Juha: Suhteellisuusperiaate eurooppaoikeudessa, Defensor Legis N:o 2/2005, s. 357–366. (Raitio 2005b)

Rapakko, Timo: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki – Jyväskylä 1990. (Rapakko)

Rautio, Ilkka: 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 (Rautio)

Reichman, Nancy: Regulating Risky Business: Dilemmas in Security Regulation. Law and Policy 13, 1991. In Levi, Michael (ed.): Fraud: Organization, Motivation and Control Volume II. The Social, Administrative and Criminal Control of Fraud. Dartmouth Publishing Company Limited. Hants, UK 1999. (Reichman 1991)

Reichman, Nancy: Insider Trading. In Tonry, Michael – Reiss, Albert J. Jr.: Beyond the Law. Crime in Complex Organizations. The University of Chicago Press, Chicago 1993. (Reichman 1993)

Ribstein, Larry E.: Market vs. Regulatory Response to Corporate Fraud: A Critique of the Sarbanes-Oxley Act of 2002. University of Illinois College of Law, Illinois Law and Economics Working Papers Series, Working Paper No. LE02-008, September 2002.
– http://ssrn.com/abstract id=332681. 1.9.2005. (Ribstein)

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

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. Henry Stewart Publications. (Rider 1999)

Rider, Barry A. K.: The Control of Insider Trading – Smoke and Mirrors! Journal of Financial Crime – Vol. 7 No. 3, January 2000. Henry Stewart Publications. (Rider 2000)

Rider, Barry A. K.: Financial Regulation and Supervision after 11th September, 2001; Journal of Financial Crime, Vol. 10, No. 4, 2003, pp. 336–358. (Rider 2003)

Riley, C. A.: Public Companies. In Milman, David (ed.): Regulating Enterprise. Law and Business Organisation in the UK. Hart Publishing, Oxford, UK 1999. (Riley)

Rosas, Allan: Tolknings- och tillämpningsproblem i mötet mellan nordisk och internationell juridisk metod. Det 37. nordiske juristmøde Reykjavik 18.–20. August 2005.
– http://www.congress.is/njm2005. 1.10.2005. (Rosas)

Rudanko, Matti: Pankkiasiakkaan ja pankin oikeussuoja. Helsinki 1995. (Rudanko 1995)

Rudanko, Matti: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki 1998. (Rudanko 1998)

Rudanko, Matti: Juridiikka ja liikkeenjohdon strategiat. Liiketaloudellinen aikakauskirja (LTA) 3/1999, s. 332–337. (Rudanko 1999)
Rudanko, Matti: Yritysjuridiikka – kauppaoikeutta vai liiketaloutta? Lakimies 7–8/2004, s. 1225–1243. (Rudanko 2004)
Salminen, Markku: Velallisen rikos. Helsinki 1998. (Salminen)
Samuelsson, Per: Information och ansvar. Göteborg 1991. (Samuelsson 1991)
Samuelsson, Per: Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan. Svensk Juristtidning 2002, s. 873–893. (Samuelsson 2002)
af Sandeberg, Catarina: Prospektansvaret. Caveat emptor eller caveat venditor? Stockholm 2001. (af Sandeberg 2001)
af Sandeberg, Catarina: Marknadsmissbruk – insiderbrott och kursmanipulation. Stockholm 2002. (af Sandeberg 2002)
af Sandeberg, Catarina: Strikt ansvar vid insiderbrott – administrativa sanktioner för effektivare brottsbekämpning. Juridisk Tidskrift 2002/2003, s. 869–884 (af Sandeberg 2003a)
af Sandeberg, Catarina: From Caveat Emptor to Caveat Venditor – the Winding Road to Prospectus Liability in the Scandinavian Countries. Journal of Business Law, March 2003, s. 91–101. (af Sandeberg 2003b)
Schmidt, Hartmut: Insider Regulation and Economic Theory. In Hopt, Klaus – Wymeersch, Eddy (eds): European Insider Dealing – Law and Practice. Butterworths, London 1991. (Schmidt)
Scott, James – Xu, Peter: Some Insider Sales Are Positive Signals. Financial Analyst Journal, May/June 2004, Volume 60, Number 3. (Scott – Xu)
Segerman, Mari: Vastuun kohdentaminen arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen osalta – erityisesti listautumisantien yhteydessä, s. 237–257. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turku 2001. (Segerman)
Shapiro, Susan, P.: The Road not Taken: The Elusive Path to Criminal Prosecution for White-Collar Offenders. Law & Society Review, Volume 19, No 2 (1985). In Levi, Michael (ed.): Fraud: Organization, Motivation and Control Volume II. The Social, Administrative and Criminal Control of Fraud. Dartmouth Publishing Company Limited. Hants, UK 1999. (Shapiro)
Shavell, Steven: The Optimal Structure of Law Enforcement, Journal of Law and Economics, XXXVI (1, Part 2), April 1993, pp. 255–287. In Ogus, Anthony I (ed.): Regulation, Economics and the Law. Cornwall, 2001. (Shavell)
Shleifer, Andrei – Vishny, Robert W.: A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance 52. Vol L II 1997, pp. 737–783. (Shleifer – Vishny)
Siitari-Vanne, Eija: Hallintolainkäytön tehostaminen. Jyväskylä 2005. (Siitari – Vanne)
Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta. Jyväskylä 1994. (Sillanpää 1994)
Sillanpää, Matti J.: Arvopaperimarkkinoiden pelisäännöistä. Lakimies 2/1995, s. 215–220. (Sillanpää 1995)
Sillanpää, Matti J.: The Nordic Countries, Finland, pp. 131–161. In Lau Hansen, Jesper (ed.): Nordic Financial Market Law. The regulation of financial markets in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden. Copenhagen 2003. (Sillanpää 2003)
Siltala, Raimo: Oikeudellinen tulkintateoria. Jyväskylä 2004. (Siltala)
Slapper, Gary – Tombs, Steve: Corporate Crime. Pearson Education Limited 1999, Essex, UK. (Slapper – Tombs)
Snider, Laureen: The Regulatory Dance: Understanding Reform Processes in Corporate Crime. International Journal of the Sociology of Law 1991, pp. 209–236. (Snider)
Steil, Benn: Introduction: Effective Public Policy in a World of Footloose Finance. In Steil, Benn (ed.): International Financial Market Regulation. John Wiley & Sons Ltd. Chichester, England 1995. (Steil)
Steinberg, Marc I.: Insider Trading, Selective Disclosure And Prompt Disclosure: A Comparative

Analysis. University of Pennsylvania Journal of International Economic Law. Vol. 22. No. 3, pp. 635–676. (Steinberg)
Stout, Lynn A.: The Investor Confidence Game. University of California, Los Angeles School of Law. Research Paper No. 02–18. – http://ssrn.com/abstract_id=322301. 1.9.2005. (Stout)
Ståhlberg, Kaarina: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisen kannalta. Muutamia käytännön havaintoja. Defensor Legis N:o 5/2000, s. 731 ss. (Ståhlberg 2000)
Ståhlberg, Kaarlo L.: Petoksesta. Vammala 1964. (Ståhlberg 1964)
Syyrilä, Jarkko: Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. Defensor Legis N:o 2/2002, s. 259 ss. (Syyrilä 2002)
Syyrilä, Jarkko: Regulators' Dilemma: Hedge Funds for the Public? Journal of International Banking Law and Regulation, Vol. 18 Issue 3 2003, pp. 95–101. (Syyrilä 2003)
Szockyj, Elisabeth: Insider Trading. The SEC Meets Carl Karcher. Annals of the American Academy of Political and Social Science, 525, (January 1993), pp. 46–58. In Geis, Gilbert – Meier Robert F. – Salinger, Lawrence M. (eds): White-Collar Crime. Classic and Contemporary Views. The Free Press. New York 1995. (Szockyj)
Tala, Jyrki: Oikeussääntelyn määrä ja vaihtoehdot. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen julkaisuja 163. Helsinki 1999. (Tala 1999)
Tala, Jyrki: Lakien vaikutukset. Lakiuudistusten tavoitteet ja niiden toteutuminen lainsäädäntöteoreettisessa tarkastelussa. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen julkaisuja 177. Helsinki 2001. (Tala 2001)
Tapani, Jussi: Petos liikesuhteessa. Talousrikosoikeudellinen tutkimus. Jyväskylä 2004. (Tapani 2004)
Tapani, Jussi: Oikeustapauskommentti KKO:64. Omaisuutta koskevan viranomaiskiellon rikkominen. Rangaistava teko. Laillisuusperiaate. Lakimies 1/2005, s. 128–146. (Tapani 2005)
Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Helsinki 1997. (Timonen 1997)
Timonen, Pekka: Oikeustaloustiede – mitä se on? Lakimies 1/1998, s. 100–114. (Timonen 1998)
Timonen, Pekka: Corporate Governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Helsinki 2000. (Timonen 2000)
Timonen, Pekka: Oikeustapauskommentti KKO 2000:82. Lakimiesuutiset 1/2001. (Timonen 2001)
Tiner, John: FSA Enforcement Conference 6th September 2004, Speech by John Tiner. – http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2004/SP193.shtml. 1.9.2005. (Tiner)
Toiviainen, Heikki: Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Jyväskylä 2002. (Toiviainen 2002)
Toiviainen, Heikki: Esitevastuusta rahoitusmarkkinoilla. Lakimies 4/2005, s. 562–582. (Toiviainen 2005)
Tolonen, Hannu: Oikeuslähdeoppi. Vantaa 2003. (Tolonen 2003)
Tolonen, Kari: Talousrikossäännösten tulkinta, erityisesti velallisen rikoksissa. Poliisiammattikorkeakoulun tutkimuksia 9. Poliisiammattikorkeakoulu, Espoo 2000. (Tolonen 2000)
Tolvanen, Matti: Tieliikennerikokset. Helsinki 1999. (Tolvanen 1999)
Tolvanen, Matti: Hallinnolliset maksut vähäisten tieliikenteen rikkomusten sanktioina. Lakimies 2/2002, s. 194–218. (Tolvanen 2002)
Tomperi, Ilkka: Liquidity Effects, Timing and Reasons for Open-Market Share Repurchases. Vaasan yliopisto 2004. (Tomperi)
Träskman, Per Ole: Vad gör vi med den europeiska kriminalpolitiken? SvJT 2005, s. 859–875. (Träskman)
Tuomola, Kari: Arvopaperimarkkinarikosten erityiskysymyksiä, s. 259–290. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti ja Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turku 2001. (Tuomola)
Turtiainen, Matti: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Helsinki 2004. (Turtiainen)
Uche, Chibuike, Ugochukwu: The Theory of Regulation: A review article. Journal of Financia Regulation and Compliance, Vol. 9, No. 1, 2001, pp. 67–80. (Uche)

Ugeux, Georges: Towards global convergence in corporate governance: An assessment of the current situation. International Journal of Disclosure and Governance, Vol. 1, No. 4, 2004, pp. 339–354. (Ugeux)
Van Cleef, Carol R. – Silets, Harvey M. – Motz, Patrice: Does the Punishment Fit the Crime? Journal of Financial Crime Vol. 12, No. 1, 2004, pp. 56–65. (Van Cleef – Silets – Motz)
Vento, Harri: Maksukyvyttömyys ja konkurssi rangaistavuuden edellytyksinä. Tutkimus konkurssirikoksista historian ja rikosoikeuden yleisten oppien valossa. Jyväskylä 1994. (Vento 1994)
Vento, Harri: Kielletty ja sallittu menettely pankkitoiminnassa. Lakimies 4/1998, s. 539–567. (Vento 1998)
Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeuksien soveltamisala, s. 111–156. Teoksessa Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeudet. Juva 1999. (Viljanen)
Virolainen, Jyrki: Rikosprosessioikeus I. Rovaniemi 1998. (Virolainen)
Virolainen, Jyrki – Pölönen, Pasi: Rikosprosessin perusteet. Rikosprosessioikeus I. Jyväskylä 2003. (Virolainen – Pölönen 2003)
Virolainen, Jyrki – Pölönen, Pasi: Rikosprosessin osalliset. Rikosprosessioikeus II. Porvoo 2004. (Virolainen – Pölönen 2004)
Virta, Erja: Talousrikollisuuden kuva tutkimuksen ja tiedonhallinnan näkökulmasta. Empiirisenä aineistona Talouden varjopuoli -julkaisuun liittyvät seurantatutkimukset. Turun yliopisto. Turku 2002. (Virta)
Vuorenpää, Mikko: Asianomistajan oikeudet rikosprosessilaissa. Helsinki 1999. (Vuorenpää 1999)
Vuorenpää, Mikko: Syyttäjä ja rikosoikeuden tavoitteet, s. 299–312. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti (toim.): Oikeuden tavoitteet ja menettelyt. Muistokirja Hannu Tapani Klamille. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. A, Juhlajulkaisut N:o 12. Helsinki 2003. (Vuorenpää 2003)
Vuorinen, Sami: Talousrikosten tutkinta. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen julkaisuja 184. Helsinki 2002. (Vuorinen)
Walker, Rebecca S.: The effect of recent US legislation and rule making on corporate compliance and ethics programmes. International Journal of Disclosure and Governance. Vol. 1, No 2, 2004, pp. 138–145. (Walker)
Wilhelmsson, Thomas: Suomen kuluttajansuojajärjestelmä. Yleinen osa. Vammala 1991. (Wilhelmsson)
Wesser, Erik: ”Har du varit ute och shoppat, Jacob ?”: En studie av Finansinspektionens utredning av insiderbrott under 1990-talet. Sociologiska institutionen, Lunds universitet 2001. (Wesser)
Wisbey, Gay: Examining the new market abuse regime. Journal of Financial Regulation and Compliance – Vol. 8 No. 3, September 2000. (Wisbey)
Wuolijoki, Sakari: Hyvä pankki- ja vakuutustapa. Saarijärvi 2003. (Wuolijoki)
Yeager, P. C.: Management, Morality, and Law: Organizational Forms and Ethical Deliberations. Pearce, Frank – Snider, Laureen (eds): Corporate Crime: Contemporary Debates. University of Toronto Press, Toronto 1995. (Yeager)

Virallislähteet ja itsesääntely

Arvopaperipörssin säännöt, sisäpiiriohje 28.10.1999. (Pörssin sisäpiiriohje)
Arvopaperipörssin säännöt, HEX Oyj – Keskuskauppakamari – Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto: Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (Corporate Governance). Joulukuu 2003. (Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä)
Arvopaperipörssin säännöt, listayhtiöt 27.9.2004 (Pörssin säännöt)

Arvopaperipörssin säännöt, arvopaperien kaupankäyntisäännöt, versio 1.5 – toukokuu 2005. (Pörssin kaupankäyntisäännöt)
Arvopaperipörssin säännöt, omien osakkeiden hankinta 1.7.2005. (Pörssin säännöt, omien osakkeiden hankinta)
Arvopaperivälittäjien yhdistys ry:n (APVY) jäsenyhteisöjen henkilökunnan sisäpiiri- ja kaupankäyntiohje 1.3.2004. (APVY:n sisäpiiriohje)
Hallituksen esitys (HE) 66/1988 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen ensimmäisen vaiheen käsittäviksi rikoslain ja eräiden muiden lakien muutoksiksi. (HE 66/1988)
Hallituksen esitys (HE) 157/1988 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. (HE 157/1988)
Hallituksen esitys (HE) 162/1991 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kilpailunrajoituksista. (HE 162/1991)
Hallituksen esitys (HE) 318/1992 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi. (HE 318/1992)
Hallituksen esitys (HE) 293/1994 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. (rauennut). (HE 293/1994)
Hallituksen esitys (HE) 7/1996 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi. (HE 7/1996)
Hallituksen esitys (HE) 89/1996 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 89/1996)
Hallituksen esitys (HE) 6/1997 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeudenkäyttöä, viranomaisia ja yleistä järjestystä vastaan kohdistuvia rikoksia sekä seksuaalirikoksia koskevien säännösten uudistamiseksi. (HE 6/1997)
Hallituksen esitys (HE) 1/1998 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi Suomen Hallitusmuodoksi. (HE 1/1998)
Hallituksen esitys (HE) 56/1998 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 56/1998)
Hallituksen esitys (HE) 209/1998 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. (HE 209/1998)
Hallituksen esitys (HE) 254/1998 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. (HE 254/1998)
Hallituksen esitys (HE) 53/2002 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle eräiden rikoslain talousrikossäännösten ja eräiden niihin liittyvien lakien muuttamiseksi. (HE 53/2002)
Hallituksen esitys (HE) 31/2003 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle keskinäisestä oikeusavusta rikosasioissa Euroopan unionin jäsenvaltioiden välillä tehdyn yleissopimuksen ja keskinäistä oikeusapua rikosasioissa koskevan eurooppalaisen yleissopimuksen varauman peruuttamisen hyväksymisestä sekä niihin liittyviksi laeiksi. (HE 31/2003)
Hallituksen esitys (HE) 137/2004 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 137/2004)
Hallituksen esitys (HE) 209/2004 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle Rahoitustarkastuksesta annetun lain sekä kirjanpitolain 8 luvun 1 ja 2 §:n muuttamisesta. (HE 209/2004)
Hallituksen esitys (HE) 38/2005 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 38/2005)
Hallituksen esitys (HE) 109/2005 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. (HE 109/2005)
Komiteanmietintö (KM) 1976:72. Rikosoikeuskomitean mietintö. Helsinki 1976. (KM 1976:72)
Komiteanmietintö (KM) 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki, suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö. Helsinki 1987. (KM 1987:44)

Komiteanmietintö (KM) 1989:36. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla, arvopaperikauppakomitean II osamietintö. Helsinki 1989. (KM 1989:36)
Komiteanmietintö (KM) 1991:48. Yhdentyvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö. Helsinki 1991. (KM 1991:48)
Komiteanmietintö (KM) 1992:32. Osakeyhtiölakitoimikunnan mietintö. Helsinki 1992. (KM 1992:32)
Lakivaliokunnan lausunto (LaVL) 1/2003 koskien valtioneuvoston kirjelmää ehdotuksesta neuvoston puitepäätökseksi ne bis in idem -periaatteen soveltamisesta rikosasioissa (U 2/2003 vp). (LaVL 1/2003)
Lakivaliokunnan mietintö (LaVM) 28/1998: Hallituksen esitys rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. (LaVM 28/1998)
Lakivaliokunnan mietintö (LaVM) 28/2002: Hallituksen esitys rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi. (LaVM 28/2002)
Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu (OLJ) 2/1988: Lausunnot arvopaperikauppakomitean I osamietinnöstä. Tiivistelmä. (OLJ 2/1988)
Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu (OLJ) 3/1993. Arvopaperimarkkinarikokset: Rikoslakiprojektin ehdotus. (OLJ 3/1993)
Oikeusministeriön (OM) työryhmämietintöjä 2003:4. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö. (OM:n työryhmämietintö 2003:4)
Oikeusministeriön (OM) työryhmämietintöjä 2005:3. Selvitys ryhmäkanteesta. (OM:n työryhmämietintö 2005:3)
Perustuslakivaliokunnan lausunto (PeVL) 17/2004: Hallituksen esitys laiksi rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta ja laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (PeVL 17/2004)
Perustuslakivaliokunnan lausunto (PeVL) 4/2005: Hallituksen esitys laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (PeVL 4/2005)
Perustuslakivaliokunnan mietintö (PeVM) 25/1994: Hallituksen esitys perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta. (PeVM 25/1994)
Rahoitustarkastuksen kannanotto K/42/2002/PMO. Arvopaperimarkkinalain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tulkintaa, 11.2.2002. (Ratan kannanotto K/42/2002/PMO)
Rahoitustarkastuksen lausunto 12.9.1997, dnro 8/264/97. (Ratan lausunto 12.9.1997, dnro 8/264/97)
Rahoitustarkastuksen lausunto 11.9.2001, dnro 17/280/2001. (Ratan lausunto 11.9.2001, dnro 17/280/2001)
Rahoitustarkastuksen lausunto 1.3.2002, dnro 5/280/2002. (Ratan lausunto 1.3.2002, dnro 5/280/2002)
Rahoitustarkastuksen ohje nro 201.2 arvopaperien markkinoinnissa noudatettavasta menettelystä, 16.3.1994. (Ratan ohje 201.2)
Rahoitustarkastuksen ohje nro 201.12 arvopaperitoimintojen erottamisesta, 16.6.1998. (Ratan ohje 201.12)
Rahoitustarkastuksen ohje nro 201.7 sijoituspalvelun tarjoamisessa noudatettavista menettelytavoista, 25.11.1998. (Ratan ohje 201.7)
Rahoitustarkastuksen standardi 5.2a. Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi. Antopäivä 19.10.2004. (Ratan standardi 5.2a)
Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b. Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus. Antopäivä 19.10.2004. (Ratan standardi 5.2b)
Rahoitustarkastuksen standardi RA 2.1. Epäilyttävien arvopaperikauppojen ja muiden liiketoimien ilmoittaminen Rahoitustarkastukselle. Antopäivä 10.6.2005. (Ratan standardi RA 2.1)
Rahoitustarkastuksen standardi 5.3. Sisäpiiri-ilmoitukset ja -rekisterit. Antopäivä 16.8.2005. (Ratan standardi 5.3)

Rahoitustarkastuksen tiedote 31.8.2000 (VieL/6/2000). (Ratan tiedote 31.8.2000)
Rahoitustarkastuksen tiedote 25.6.2001 (VieL/7/2001). (Ratan tiedote 25.6.2001)
Rahoitustarkastuksen tiedote 6/2003. Miten sisäpiirintiedon väärinkäyttöä voidaan ehkäistä ennalta listayhtiöiden sisäpiirin kaupankäynnissä? (Rata tiedottaa 6/2003)
Suomen Pankkiyhdistys: Säästäminen ja luotonkäyttö. Marraskuu 2004. (Suomen Pankkiyhdistys 2004)
Suomen Pörssisäätiö: Kotitalouksien säästämistutkimus 2003. (Suomen Pörssisäätiö 2003)
Talousvaliokunnan lausunto (TaVL) 30/1998: Hallituksen esitys rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. (TaVL 30/1998)
Talousvaliokunnan mietintö (TaVM) 4/2005: Hallituksen esitys laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (TaVM 4/2005)
Talousvaliokunnan mietintö (TaVM) 9/2005; Hallituksen esitys laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (TaVM 9/2005)
Valtakunnansyyttäjänviraston (VKS) yleinen ohje syyttäjille syyttämättä jättämisestä erityisesti yleissäännösten nojalla. Annettu 20.1.2000. (VKS 2000:1)
Valtakunnansyyttäjänviraston (VKS) yleinen ohje syyttäjille esitutkinnan rajoittamisesta. Annettu 20.1.2000. (VKS 2000:3)
Valtiovarainministeriön asetus (VMA) 23.6.2005/452 arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitetusta esitteestä. (VMA 452/2005)
Valtiovarainministeriön asetus (VMA) 14.7.2005/538 eräistä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 a §:ssä tarkoitetuista esitteistä. (VMA 538/2005)
Valtiovarainministeriön työryhmämietintö (VM) syyskuu, 2005. Esitevastuutyöryhmän mietintö. (Esitevastuutyöryhmän mietintö)
Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita (VM) 1998:3. Arvopaperimarkkinat 2000. (VM 1998:3)
Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita (VM) 21/98. Hyvä käyttäytyminen arvopaperimarkkinoilla. (VM 21/98)
Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita (VM) 10/2004. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin täytäntöönpano. (VM 10/2004)

Euroopan unioniin liittyvät virallislähteet

Committee of European Securities Regulators (CESR): CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, December 2002. Ref: CESR/02.089d. (CESR's Advice 2002)
Committee of European Securities Regulators (CESR): CESR's Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive, August 2003. Ref: CESR/03-212c. (CESR's Advice 2003)
Committee of European Securities Regulators (CESR): CESR's Feedback Statement. CESR Market Abuse Consultation, Feedback Statement, December 2002 (Ref. CESR/02-287b). (CESR's Feedback Statement 2002)
Committee of European Securities Regulators (CESR): CESR's Feedback Statement. Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive, Feedback Statement, April 2005 (Ref. CESR/05-274). (CESR's Feedback Statement 2005)
Committee of European Securities Regulators (CESR): CESR's Guidance. Market Abuse Directive – Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive (Ref. CESR/04-505b). (CESR's Guidance 2005)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta. Annettu 28.5.2001. (Kodifiointidirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö). Annettu 28.1.2003. (MAD)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta. Annettu 4.11.2003. (EsiteD)

Euroopan yhteisöjen komission ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö). KOM(2001) 281 lopullinen, 2001/0118 (COD), Bryssel 30.5.2001. (Komission ehdotus 30.5.2001/ KOM(2001) 281 lopullinen)

Euroopan yhteisöjen neuvoston direktiivi 79/279/ETY arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamista koskevien vaatimusten yhteensovittamisesta. Annettu 5.3.1979. (Listalleottodirektiivi)

Euroopan yhteisöjen neuvoston direktiivi 89/592/ETY sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta. Annettu 13.11.1989. (Sisäpiiridirektiivi)

Euroopan yhteisöjen neuvoston direktiivi 93/22/ETY sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla. Annettu 10.5.1993. (Sijoituspalveludirektiivi)

Komission asetus (EY) N:o 2273/2003 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta takaisinosto-ohjelmille ja rahoitusvälineiden vakauttamiselle myönnettävien poikkeuksien osalta. Annettu 22.12.2003. (Komission takaisinostoasetus)

Komission asetus (EY) N:o 809/2004 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta. Annettu 29.4.2004. (Komission esiteasetus)

Komission direktiivi 2003/124/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta. Annettu 22.12.2003. (Komission määritelmädirektiivi)

Komission direktiivi 2003/125/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sijoitussuositusten asianmukaisen esittämisen ja eturistiriitoja koskevien tietojen julkistamisen osalta. Annettu 22.12.2003. (Komission sijoitussuositusdirektiivi)

Komission direktiivi 2004/72/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta hyväksyttyjen markkinakäytäntöjen, hyödykejohdannaisia koskevan sisäpiiritiedon määrittelemisen, sisäpiiriluettelojen laatimisen, johtohenkilöiden arvopaperikaupoista ilmoittamisen ja epäilyttävistä arvopaperikaupoista ilmoittamisen osalta. Annettu 29.4.2004. (Komission kolmas direktiivi)

Ulkomaiset virallislähteet

Brottsförebyggande rådet (BRÅ): Ekobrott – utvecklingen av några centrala brottstyper. (BRÅ-rapport 2002:1)

The Code for Crown Prosecutors. Crown Prosecution Service 2004. – http://www.cps.gov.uk. 1.9.2005. (The Code for Crown Prosecutors)

The Financial Services Authority (FSA): Enforcement manual, July 2003, FSA Handbook. (FSA Enforcement manual)

The Financial Services Authority (FSA): Enforcement Law Conference: Power, Accountability and Co-operation in the Enforcement Process. 6.11.2003. London. (FSA 2003)

The Financial Services Authority (FSA): Policy Statement 05/3: Implementation of the Market Abuse Directive, The Financial Services Authority, March 2005. (FSA 2005)
The Financial Services Authority (FSA): The Code of Market Conduct. FSA Handbook. June 2005. (The Code of Market Conduct)
The Financial Services Authority (FSA): The Market Abuse Directive (Disclosure Rules) Instrument 2005. FSA Handbook. June 2005. (The Market Abuse Directive (Disclosure Rules) Instrument 2005)
The Financial Services Authority (FSA): The Model Code (R), Listing Rules 9 Annex 1. FSA Handbook. June 2005. (FSA Model Code)
The Financial Services Authority (FSA): Enforcement process review. Report and recommendations. July 2005. (FSA Report 2005)
The Financial Services Authority (FSA): FSA Financial Penalties. –http://www.fsa.gov.uk/Pages/doing/regulated/law/focus/penalties.shtml. 1.9.2005. (FSA Financial Penalties)
The Financial Services Authority (FSA): FSA Mediation Scheme. – http://www.aci-adr.com/FSAmediationscheme.htm. (FSA Mediation Scheme)
HM Treasury: UK Implementation of the EU Market Abuse Directive (Directive 2003/6/EC). A consultation document. June 2004. (HM Treasury)
International Organisation of Securities Commissions (IOSCO): Investigating and prosecuting market manipulation. Technical Committee of the International Organisation of Securities Commissions. May 2000. (IOSCO 2000)
International Organisation of Securities Commissions (IOSCO): Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organisation of Securities Commissions. February 2002. (IOSCO 2002)
International Organisation of Securities Commissions (IOSCO): Insider Trading. How Jurisdictions Regulate It. Report of the Emerging Markets Committee of the International Organisation of Securities Commissions. March 2003. (IOSCO 2003)
Regeringens proposition 2004/05:142. Marknadsmissbruk. 17.3.2005. (prop. 2004/05:142)
SOU 2001:25 Skattetillägg m.m., Finansdepartementet, Statens offentliga utredningar. (SOU 2001:25)
SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet, Finansdepartementet, Förtroendekommittén, Statens offentliga utredningar. (SOU 2004:47)

Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki
APVY	Arvopaperivälittäjien yhdistys ry
BRÅ	Brottsförebyggande rådet (Ruotsi)
CESR	Committee of European Securities Regulators
DL	Defensor Legis
EIS	Euroopan ihmisoikeussopimus
EIT	Euroopan ihmisoikeustuomioistuin
ESC	European Securities Committee
ETA	Euroopan talousalue
ETL	esitutkintalaki
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
FI	Finansinspektionen (Ruotsi)
FSA	Financial Services Authority (Yhdistynyt kuningaskunta)
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000 (Yhdistynyt kuningaskunta)
HE	hallituksen esitys (eduskunnalle)
HO	hovioikeus
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
JVK	joukkovelkakirjalaina
KHO	korkein hallinto-oikeus
KKO	korkein oikeus
KL	kauppalaki
KM	komiteanmietintö
KPS	YK:n kansalaisoikeuksia ja poliittisia oikeuksia koskeva kansainvälinen yleissopimus
KSL	kuluttajansuojalaki
KäO	käräjäoikeus
LaVL	lakivakiokunnan lausunto
LaVM	lakivakiokunnan mietintö
LM	Lakimies
MAD	Market Abuse Directive (Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi)
MBO	Management buy-out
MO	markkinaoikeus
MT	markkinatuomioistuin
OLJ	oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu

OM	oikeusministeriö
OTC	Over the counter
OYL	osakeyhtiölaki
PeVL	perustuslakivaliokunnan lausunto
PKL	pakkokeinolaki
prop.	Regeringens proposition (Ruotsi)
Rata	Rahoitustarkastus
RataL	laki Rahoitustarkastuksesta
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)
SOU	Statens offentliga utredningar (Ruotsi)
SOX	Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 (Sarbanes-Oxley Act, USA)
SRL	sijoitusrahastolaki
TaVL	talousvaliokunnan lausunto
VKS	Valtakunnansyyttäjänvirasto
VM	valtiovarainministeriö
VMA	valtiovarainministeriön asetus
VVK	vaihtovelkakirjalaina

1 Johdanto

Arvopaperimarkkinoiden yhteiskunnallinen merkitys sekä yritystoiminnan rahoituskanavana että kotitalouksien säästämismuotona on kasvanut voimakkaasti. Arvopaperimarkkinat ovat laajentuneet kattamaan koko maailmantalouden ja omistuspohjaltaan koko yhteiskunnan. Arvopaperimarkkinoita on myös viime vuosina leimannut maailmantalouden kasvava epävarmuus, joka on ilmennyt muun muassa markkinoiden kurssiheilahtelujen voimakkaana lisääntymisenä. Epävarmuus on vähentänyt sekä uusien yhtiöiden listautumishalukkuutta että sijoittajien valmiutta tarjota yhtiöille niiden toiminnan edellyttämää rahoitusta. Epävarmuutta rahoitusmarkkinoiden toiminnassa ovat aiheuttaneet myös erilaiset häiriöt, kuten markkinoilla ilmenneet väärinkäytökset. Näistä räikeimpinä esimerkkeinä ovat suurten kansainvälisten pörssiyhtiöiden kirjanpitoskandaalit.

Myös Suomessa markkinoiden luotettavuus on viime vuosina joutunut aika ajoin koetukselle. Voimakkaan nousukauden aikana, 1990-luvun loppupuolella, listautuneet pörssiyhtiöt antoivat markkinoille usein hyvinkin optimistisia tulevaisuudennäkymiä, joita taloudellisen suhdanteen käännyttyä seurasi yllättäviä tulosvaroituksia. Taloudellista laskusuhdannetta ja yrityksen taloudellisia vaikeuksia ei kyetty havaitsemaan riittävän ajoissa. Syynä saattoi usein olla yhtiön johdon haluttomuus tiedottaa yhtiönsä ja siten myös oman toimintansa ”epäonnistumisesta”. Tulosvaroitusten aiheuttamat voimakkaat kurssiromahdukset sekä eräisiin tapauksiin liittyneet yhtiön johdon ”oikea-aikaiset” osakkeiden myynnit aiheuttivat myös epäilyjä mahdollisista väärinkäytöksistä. Sisäpiiriläiset omaavat luonnollisesti aina muita markkinoilla toimivia osapuolia parempaa ja yksityiskohtaisempaa tietoa yhtiönsä tilasta ja kiusaus tietojen hyväksikäyttöön on suuri.

Yritysten pääoman saannin varmistamiseksi on yhteiskunnalla vahva intressi luoda kilpailukykyiset ja luotettavat arvopaperimarkkinat. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi on katsottu tärkeäksi kehittää *kansainvälisiä sijoittajia* houkutteleva markkinaympäristö ja heidän etujaan suojaava sääntelystruktuuri. Osakesijoittamisen yleistyessä *kotitalouksien* säästämismuotona on korostettu myös heidän asemaansa turvaavaa sääntelyä arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperimarkkinat ja niillä tapahtuvat häiriöt koskettavat tänä päivänä yhteiskuntaa kuitenkin laajasti. Arvopaperimarkkinoiden luotettavuus, markkinoilla noudatettavien menettelytapojen rehellisyys sekä arvopaperimarkkinoiden asema turvallisena sijoitusvaihtoehtona ovat saaneet viime aikoina yhä korostuneemman merkityksen.

Arvopaperimarkkinoilla ilmitulleet väärinkäytökset ja skandaalit ovat aiheuttaneet epäilyksiä arvopaperimarkkinoiden valvontajärjestelmän toimivuutta kohtaan. Markkinoiden nopea muuttuminen ja toiminnan kansainvälistyminen ovat asettaneet lisääntyneitä vaatimuksia valvontaviranomaisten kyvylle reagoida riittävän nopeasti ja tehokkaasti sekä kansainvälisesti uskottavalla tavalla markkinoilla tapahtuviin häiriöihin.[1] Rahoitus- ja arvopaperilainsäädännön uudistuksille tyypilliseen tapaan skandaalit ovat aiheuttaneet myös sääntelyilmapiirin kiristymisen.[2] Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan uudelleenarvioinnille on myös ollut poliittisesti kysyntää.[3] Vaarana voi kuitenkin olla se, että säännösten tiukentaminen ja niiden tehokkaampi valvonta jäävät ainoastaan lyhytaikaiseksi ja skandaalin jälkiaaltojen vaimentuessa sekä taloudellisten suhdanteiden kääntyessä nousuun sääntelyrutiinit palaavat jälleen ennalleen.[4]

---

1 HE 175/2002 s. 23.

2 Ks. myös Ugeux s. 353 ja Brickey s. 20, joiden mukaan nimenomaan arvopaperimarkkinoita koskevien rikosoikeudellisten sanktioiden säätäminen on lisääntynyt useissa maissa viime vuosina. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ns. Sarbanes–Oxley-lakiin sisällytettiin uudet ankarat rikosoikeudelliset seuraamukset. Aikaisemmin arvopaperimarkkinoilla tapahtuneet väärinkäytökset olivat olleet rangaistavia lähinnä yleisten petossäännösten perusteella. Vankeusrangaistusasteikkoja arvopaperipetoksesta nostettiin enimmillään 20–30 vuoteen. Samoin sakkorangaistuksen enimmäismäärä nostettiin luonnollisten henkilöiden osalta 5 miljoonaan dollariin ja oikeushenkilöiden osalta 25 miljoonaan dollariin.

3 Talouselämään ja erityisesti rahoitusmarkkinoihin kohdistuvaa sääntelyä on katsottu mm. pääomien ulosvirtaamisen ehkäisemiseksi yhteiskunnassa vältettävän niin kauan kuin jokin ulkoinen paine pakottaa lainsäätäjän puuttumaan tilanteeseen. Hyvänä esimerkkinä on Euroopan neuvoston hyväksymän sisäpiiridirektiivin valmistelu, joka kesti aikanaan 13 vuotta ennen sen voimaantuloa 1989. Nimenomaan 1980–luvun loppupuolella sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa ilmenneiden sisäpiiriskandaalien katsottiin vaikuttaneen merkittävästi direktiivin lopulliseen voimaansaattamiseen. Ks. Rider 2000 s. 239, Newkirk – Robertson s. 7–8 ja Snider s. 209 ss.

Ks. myös Gilligan 1999 s. 362, jonka mukaan rahoitusmarkkinoihin kohdistettava ankara sääntely on usein katsottu skandaalien jälkeen välttämättömäksi ja poliittisesti suotavaksi. Osasyynä tälle Gilligan pitää sitä, että skandaalien ja väärinkäytösten seurauksena väärinkäytösten uhrit ja yleisö syyttävät tapahtuneesta usein ennemminkin järjestelmän toimivuudesta vastuussa olevaa valtiota, eikä niinkään väärinkäytöksiin syyllistyneitä yksittäisiä henkilöitä tai yrityksiä.

Ks. myös Uche s. 68, Coffee s. 3 ja Paredes s. 3, jotka katsovat sääntelyn kiristymisen lähes aina aiheutuneen erilaisten markkinakuplien puhkeamisen ja niiden yhteydessä ilmenneiden skandaalien seurauksena.

Ks. myös Clark s. 386 ja Paredes s. 1 ss., jossa Sarbanes–Oxley-lainsäädäntöä kritisoidaan siitä, että se laadittiin liian nopeasti sekä väärinkäytösskandaaleista johtuneiden poliittisten paineiden että markkinoiden samanaikaisen voimakkaan laskusuhdanteen vuoksi, ottamatta kuitenkaan tarkemmin selvää tapahtuneiden väärinkäytösten syistä.

4 Ks. Snider s. 211 ja 224–227, Rider 2000 s. 239 ja Jones – Johnstone s. 118. Ks. taloudellisten petosskandaalien ja taloudellisten kriisien välisestä yhteydestä myös Blanqué s. 60 ss. Blanguén mukaan rahoitusmarkkinoilla ilmenevät luottokuplat, petosskandaalit ja niistä aiheutuvat kriisit saavat alkuna yleisen taloudellisen nousukauden aikana ja lopulta paljastuvat vasta talouden laskusuhdanteessa. Syynä tähän on Blanquén mukaan se, että viranomaiset ovat nousukaudella liian ”hölläkätisiä”, eivätkä ymmärrä noususuhdanteessa tekemiensä päätösten jälkiseurauksia. Blanqué s. 65–66.

Suomi on kulkenut arvopaperimarkkinoiden volyymissa ja sääntelyssä pitkään jälkijunassa. Arvopaperimarkkinoiden tasapuolisuutta ja luotettavuutta edistettiin aina 1980-luvun lopulle ainoastaan markkinoiden *itsesääntelyllä*. Lainsäädäntötasolla asiaan kiinnitettiin huomiota vasta 1980-luvun loppupuolella talouden voimakkaassa noususuhdanteessa. Suomen arvopaperimarkkinoiden voimakkaan kasvun ja niiden taloudellisen ja yhteiskunnallisen merkittävyyden vuoksi katsottiin välttämättömäksi luoda niitä sääntelevä lainsäädäntö. 1990-luvun taitteessa voimaan tulleeseen arvopaperimarkkinalainsäädäntöön sisällytettiin myös rangaistussäännökset, joilla haluttiin ehkäistä ja sanktioida markkinoiden luottamusta heikentävät ja eettisesti tuomittavat menettelytavat. Kriminalisoinneilla haluttiin vahvistaa sijoittajien luottamusta siihen, että arvopaperisäästämisen riskit perustuvat pelkästään arvopaperit liikkeeseen laskeneiden yritysten taloudelliseen kannattavuuteen eivätkä arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen tai siellä toimivien tahojen eettiseltä kannalta epäilyttäviin toimiin.[5]

Ks. myös Coffee s. 25–27 ja Stout s. 38–40, joiden mukaan viimeisten kahden vuosikymmenen aikana Yhdysvalloissa arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä ja valvonnassa tapahtunut deregulaatio edisti huomattavasti listayhtiöiden johdon ja markkinoilla toimivien ammattimaisten osapuolten väärinkäytöksiä. Tällaisia toimenpiteitä katsotaan erityisesti olleen arvopaperipetosten vanhentumisaikojen lyhentäminen, avunanto- ja vahingonkorvaussäännöksien lieventäminen, arvopaperipetoksiin liittyvien ryhmäkanteiden edellytyksien tiukentaminen, tilintarkastajien vastuun lieventäminen sekä ns. turvasatamasäännöksen vahvistaminen listayhtiöiden esittämien tulevaisuuden ennusteiden osalta. Vrt. Ribstein s. 20 ja s. 37 ss., joka suhtautuu kriittisemmin kyseisten lakimuutosten aiheuttamaan vastuuriskin lievenemiseen.

Ks. myös Rider, jonka mukaan skandaaleista johtuneet sääntelyuudistukset ovat painottuneet voimakkaasti tulevia riskejä ehkäisevien menettelytapojen kehittämiseen (prudential procedures), eikä lähes lainkaan väärinkäytösten jälkikäteiseen valvontaan, tutkimiseen sekä niitä koskevien seuraamusten kehittämiseen. Vastaavasti arvopaperimarkkinoiden valvojien prioriteeteissa säännösten jälkikäteinen tosiasiallinen toimeenpano on usein (Yhdysvaltoja lukuun ottamatta) ollut toissijainen. Säännösten toimeenpanoon (enforcement) osoitetut valvojien resurssit ovat myös sekä määrältään että laadultaan tyypillisesti äärimmäisen rajoitetut. Rider 2003 s. 336–338.

Ks. myös Alvesalo – Tombs s. 44–45, jossa talousrikollisuuden torjunnan ongelmaksi yleisesti katsotaan sen väliaikaisuus ja lyhytjännitteisyys. Näkemyksen mukaan talousrikollisuuden ottaminen kriminaalipoliittiselle agendalle on harvinaista ja kriminologisen tiedon valossa sen poistuminen sieltä on todennäköinen lopputulos. Tutkijoiden mukaan yritykset torjua talousrikollisuutta kriminaalipolitiikan keinoin ovat mahdollisia silloin, kun *huoli kyseisestä rikollisuuden muodosta saavuttaa tarpeeksi korkean poliittisen päätöksenteon tason*. Kontrollimyönteisyyttä edeltää monesti jonkinasteinen yleinen painostus tai legitimiteettikriisi, joka johtuu esimerkiksi huomattavien, korkeassa asemassa olevien henkilöiden tekemien talousrikosten paljastumisesta.

Ks. ibid. s. 34, jossa myös osin arvostellaan suomalaisia talousrikollisuuden ja harmaan talouden vastaisia torjuntaohjelmia siitä, että kontrollia on kohdennettu vain rajattuihin talousrikoksiin. Torjuntaohjelmassa ei esimerkiksi ole otettu huomioon arvopaperimarkkinarikollisuutta.

[5] Ks. HE 157/1988 s. 3–6 ja KM 1987:44 s. 261 ja 277–278. Ks. myös KM 1992:32 s. 563, jossa rikosvastuun katsottiin olevan tarpeen siksi, että arvopaperimarkkinarikosten tekijöillä on usein perusteltu syy olettaa, etteivät he joudu missään tapauksessa täysimääräiseen siviilioikeudelliseen vastuuseen teoistaan siitä syystä, että vahingon ja sen määrän toteen näyttäminen on käytännössä hyvin vaikeaa.

Tämän ei vielä kuitenkaan katsottu riittävän, vaan rikoslain kokonaisuudistuksen yhteydessä kyseiset rangaistussäännökset koettiin tarpeelliseksi uudistaa. Vakavimpien arvopaperimarkkinarikosten siirtämistä rikoslakiin puollettiin kyseisten rikosten yhteiskunnallisen merkittävyyden vuoksi. Rangaistusseuraamusten samanaikaisella koventamisella haluttiin korostaa hylättävimpien menettelytapojen paheksuttavuutta.[6] Rangaistussäännösten uudistamisella pyrittiin ennen kaikkea vaikuttamaan arvopaperimarkkinoilla toimivien asenteisiin ja parantamaan yleistä *luottamusta* arvopaperimarkkinoita kohtaan. Tavoite oli siten ensisijaisesti ennaltaehkäisevä. Väärinkäytösten paheksuttavuuden korostamisella haluttiin lisätä luottamusta arvopaperimarkkinoidemme puolueettomuuteen myös maamme ulkopuolella.[7]

Koska arvopaperimarkkinoita koskeva lainsäädäntö on Suomessa suhteellisen nuorta, ovat myös arvopaperimarkkinarikokset vielä verraten tuore ilmiö. Lainsäädäntöön sisällytetyt kriminalisoinnit sekä samaan ajankohtaan osunut taloudellinen taantuma ja pörssiyhtiöiden taloudelliset vaikeudet toivat vasta 1990-luvun alkupuolella arvopaperimarkkinarikokset yleiseen tietoisuuteen. Markkinoiden sääntelyn ja valvonnan tehostumisen myötä arvopaperimarkkinoilla ilmenneet väärinkäytökset ovat tämän jälkeen saaneet osakseen kasvavaa julkisuutta.

1.1 TUTKIMUKSEN KOHDE JA TAVOITTEET

Tutkimuksen kohteena ovat *arvopaperimarkkinoilla ilmenevät väärinkäytökset ja niiden sääntely*. Tutkimusongelmana on selvittää, mitä arvopaperimarkkinoilla ilmenevät rikokset ja väärinkäytökset ovat[8], miksi ja miten niitä on nykyisin

---

6 HE 254/1998 s. 17.

7 HE 254/1998 s. 5. Uudistus oli tarkoitus toteuttaa rikoslakiprojektin asettaman talousrikostyöryhmän ehdotuksen pohjalta jo vuonna 1994. Työryhmän ehdotuksen pohjalta annettu hallituksen esitys kuitenkin raukesi eduskuntavaalien johdosta. Uudistus viipyi vielä verraten pitkään uudistettujen rangaistussäännöksien tullessa lopulta voimaan 1.6.1999. Ks. yleisesti asian valmistelusta HE 254/1998 s. 17–18.

8 Arvopaperimarkkinoita koskevilla *rikoksilla* tarkoitetaan tässä tutkimuksessa yksinomaan RL 51 luvussa säädettyjä arvopaperimarkkinarikoksia, kun taas arvopaperimarkkinoita koskevilla *väärinkäytöksillä* viitataan laajemmin erityisesti sellaisiin markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä säädettyihin tekoihin ja laiminlyönteihin, joita ei kaikilta osin ole säädetty rikosoikeudellisesti rangaistavaksi. Arvopaperimarkkinoita koskeviin väärinkäytöksiin voidaan lukea myös arvopaperimarkkinalainsäädännössä käytetyt rikkomussäännökset.

Eräät markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä asetetut väärinkäyttösäännökset on kuitenkin rajattu tutkimuksen ulkopuolelle joko tutkimusekonomisista syistä tai tutkimusteeman kannalta vähemmän olennaisina. Tällaisia säännöksiä ovat muun muassa sijoitussuositusten esittämiseen sekä listayhtiöiden johdon arvopaperikauppojen ilmoitusvelvollisuuksiin liittyvät säännökset.

säännelty sekä miten niitä tulevaisuudessa tulisi säännellä ja ennaltaehkäistä. Tutkimuksen selkein painopiste on arvopaperimarkkinoita koskevien rikos- ja väärinkäytössäännösten lainopillisessa tulkinnassa. Toisena keskeisenä tutkimuskohteena on pyrkiä arvioimaan rikosoikeusjärjestelmän toimivuutta ja merkitystä arvopaperimarkkinoilla ilmenevien väärinkäytösten rankaisemisessa ja ennaltaehkäisemisessä. Tässä yhteydessä tarkastellaan myös Rahoitustarkastuksen (Rata) ja markkinoiden itsesääntelyn asemaa väärinkäytösten valvonnassa ja ennaltaehkäisyssä. Kolmantena tutkimuksen pääkohteena on arvioida uuden markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (MAD) aiheuttamia muutoksia Suomen arvopaperimarkkinalainsäädännön sisältöön.[9]

Tutkimuksen *luku 1* sisältää yleisen johdatuksen tutkimuksen aihepiiriin. Luvussa esitetään myös tutkimuksen kohde ja tavoitteet sekä tutkimuksessa käytetty aineisto. *Luvussa 2* tarkastellaan markkinoiden sääntelyn rakennetta ja tavoitteita. Tässä yhteydessä arvioidaan arvopaperimarkkinoiden toiminnalle asetettuja keskeisiä vaatimuksia ja samalla markkinoiden sääntelyn tavoitteita – markkinoiden *tehokkuutta* ja *luottamusta*. Markkinainformaatioon kohdistuvaa sääntelyä perustellaan markkinoiden tehokkuuden ohella epäsymmetrisestä informaatiosta johtuvien väärinkäytösten ehkäisemisellä. Tutkimuksen kohteena erityisesti olevat *sisäpiirintiedon väärinkäyttö*, *kurssin vääristäminen* sekä *arvopaperimarkkinoita koskevat tiedottamisrikokset* aiheutuvat juuri markkinoilla vallitsevasta epäsymmetrisestä informaatiosta ja sen hyväksikäytöstä. Kyseisten rikossäännösten tavoitteena todetaan olevan pyrkimys suojella markkinoita sekä siellä toimivia sijoittajia ehkäisemällä informaation epäsymmetriaa ja sen aiheuttamia väärinkäytön riskejä. Jaksossa tuodaan esiin arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja erityisesti informaatiosääntelyn perusteita yleisesti ja kunkin väärinkäytöstyypin osalta erikseen.

Luvussa 2 käytetään myös oikeustaloustieteellisiä ja yritysjuridisia näkökohtia osana argumentaatiota, ennen kaikkea kuvaamalla lainsäädännön ja sen valvonnan merkitystä taloudelliseen toimintaan vaikuttavana osatekijänä. Oikeustaloustieteellinen näkökulma on välttämätön tarkasteltaessa markkinoilla luonnostaan vallitsevaa informaatioasymmetriaa ja sen hyödyntämisen ehkäisemistä ja rajoittamista sääntelyn keinoin. Tutkimuksessa hyödynnetään angloamerikkalaista mutta myös kotimaista oikeustaloustieteellistä keskustelua arvopaperi-

---

Vastaavasti RL:n arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikossäännöstä (RL 51:5) tutkimuksessa käsitellään ainoastaan lähinnä listayhtiöiden ensimarkkinoilla noudatettavien tiedonantovelvollisuuksien sekä ns. jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta. Tutkimuksen ulkopuolelle on siten jätetty listayhtiöiden säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen, osakkeenomistajien liputusvelvollisuuteen sekä julkisiin ostotarjouksiin ja lunastusvelvollisuuksiin liittyvät aihealueet.

[9] Tutkimustehtävä on osin sama kuin Kurenmaalla s. 5 ss., jonka tutkimuksen tavoitteena oli selvittää sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen sisältöä ja sen tulkintaa sekä viranomaisten ja erityisesti Ratan tehtäviä väärinkäytösten selvittämisessä.

markkinoiden sääntelyn tavoitteina olevista markkinoiden tehokkuudesta ja luottamuksesta (oikeudenmukaisuudesta). Esimerkin oikeustaloustieteellisestä keskustelusta tarjoaa sisäpiirinkaupankäynti ja sen sääntelyn osin oikeustaloustieteelliset perusteet. Oikeustaloustieteellinen argumentointi otetaan huomioon myös arvioitaessa tiedonantovelvollisuuksien ja niiden noudattamisen taloudellista merkitystä markkinoilla.

Tutkimuksen yritysjuridinen näkökulma tulee puolestaan esiin tarkasteltaessa sijoittajansuojan ja oikeudellisen sääntelyn merkitystä listayhtiöiden intressien turvaamisessa. Kyseinen näkökulma tulee myös esiin tutkimuksen myöhemmissä luvuissa, joissa markkinoiden väärinkäytöksien ennaltaehkäisyä käsitellään osana markkinoilla toimivien yritysten ja yritysjohdon ennakollista riskienhallintaa. Väärinkäytösriskien minimointia osana markkinoilla toimivien yritysten riskienhallintaa tarkastellaan erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäytön ja tiedottamisrikosten osalta. Markkinoiden väärinkäytöksistä aiheutuvien vastuuriskien kontrollointia tarkastellaan myös markkinoilla toimivien yritysten mahdollisesti laatimien toimintaohjelmien näkökulmasta.[10]

Luvussa 2 tarkastellaan myös markkinoiden sääntelyn ja erityisesti niiden informaatiosääntelyn *kustannustehokkuutta*. Tutkimuksessa muun muassa tuodaan esiin, ettei informaatiokustannusten lisääminen pörssiyhtiöiden liiketoiminnan organisoinnissa, ylläpitämisessä ja valvonnassa ole yhtiöille pelkästään kustannuserä, vaan sitä kautta saavutettava tehokkuuden ja luottamuksen kasvu yhtiötä kohtaan heijastuu yhtiön alentuneina kustannuksina pääoman keräämisessä markkinoilta. Listayhtiöiden kykyyn kerätä kustannustehokasta pääomaa markkinoilta vaikuttavat myös markkinoilla ilmenevät väärinkäytökset sekä väärinkäyttöä ehkäisevien säännösten valvonnan tosiasiallinen tehokkuus. Luvussa arvioidaan myös lähinnä rikostaloustieteellisestä näkökulmasta markkinoiden valvonnan ja seuraamusten kustannustehokkuutta.[11]

Luvun lopussa pyritään myös osoittamaan markkinoiden sääntelyn ja sen tavoitteiden mahdollisia ristiriitoja ja riippuvuussuhteita. Lähtökohtaisesti markkinoiden sääntelyssä voidaan usein katsoa olevan kyse tietystä jännitteestä markkinoiden tehokkuutta ja luottamusta (oikeudenmukaisuutta) edistävän sääntelyn välillä.[12] Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn keskeinen päätarkoitus

---

[10] Ks. yritysjuridiikan tutkimuksen tavoitteista Rudanko 2004 s. 1243, jonka mukaan tavanomaista oikeusdogmatiikkaa edustaa yritysjuridiikassa yritysten juridisen toimintaympäristön ”liikennesääntöjen” kartoitus. Näkökulma ei Rudangon mukaan tosin tällöinkään ole tuomioistuimen tai vielä vähemmän lainsäätäjän, vaan yrityksen. Tavoitteena on liiketoiminnan suunnittelu siinä mielessä, että sääntelyn (juridisten sanktioiden) aiheuttamat kustannukset voitaisiin optimoida.

[11] Ks. rikostaloustieteen käsitteestä Määttä 1998 s. 115–116.

[12] Ks. Rudanko 1998 s. 5, jonka tutkimuksen kohteena todetaan olevan myös sen jännitteen, joka vallitsee toisaalta rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta ja luotettavuutta koskevien vaatimusten ja toisaalta erilaisten oikeussuojanäkökohtien ja markkinoiden laatua koskevien korostusten välillä.

on turvata markkinoiden tehokkuus, mutta tehokkuus väitetään kuitenkin saavutettavan vain, mikäli sijoittajilla ja muilla markkinaosapuolilla on luottamus markkinoiden rehellisyyteen. Demokraattiset arvot, kuten tasa-arvo ja turvallisuus, on nykyisin nähty yhä selkeämmin myös arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä yksilöiden asemaa suojaavina elementteinä. Sääntelyllä pyritään turvaamaan myös kyseisten arvojen toteutuminen. Rikosoikeudellisten sääntöjen tulkinnassa on lopulta kyse rikostunnusmerkistöjen takana olevien suojeluobjektien määrittelystä, joiden tavoitteet palautuvat markkinoiden yleisiin tavoitteisiin.

Luvussa 3 käsitellään arvopaperimarkkinarikossäännösten tulkintaan liittyviä kysymyksiä. Luvussa pyritään tuomaan esiin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöstä johtuvia ominaispiirteitä, jotka on otettava huomioon yksittäisten arvopaperimarkkinarikossäännösten tulkinnassa. Kyseisiin rikossäännöksiin liittyvät tulkintalähteet, eri tulkintatavat sekä -ongelmat on haluttu käsitellä jo ennen kuin siirrytään arvopaperimarkkinarikosten varsinaiseen lainopilliseen tulkintaosuuteen (luvut 4–6). Luvussa arvioidaan ennen kaikkea markkinoiden toimintavapauden edellyttämän joustavan ja siten myös tulkinnanvaraisen sääntelyn aiheuttamia ongelmia sekä markkinoilla toimivien osapuolten oikeusvarmuuden mutta toisaalta myös rikosvastuun käytännön toteutumisen näkökulmasta. Tässä yhteydessä käsitellään myös rikosoikeudellisen *laillisuusperiaatteen* merkitystä säännösten tulkintaa ohjaavana tekijänä.

Luvussa arvioidaan myös rikossäännöksillä suojeltavien oikeushyvien merkitystä yksittäisten säännösten tulkinnassa. Rikossäännöksillä suojeltavat oikeushyvät liittyvät sekä yksilöllisten oikeushyvien suojaamiseen (sijoittajien omaisuudensuoja) mutta myös laajemmalla yhteiskunnallisella tasolla tiettyjen talouspoliittisten päämäärien turvaamiseen (markkinoiden luotettavuus). Luvussa tuodaan esiin erityisesti teleologisen tulkintametodin käytettävyys arvopaperimarkkinarikossäännösten tulkinnassa.

Luvussa pyritään osoittamaan myös tulkinnanvaraisten rikossäännösten merkitys teon huolimattomuuden ja kielletyn riskinoton sisältöä arvioitaessa. Arvopaperimarkkinarikosten verraten avointen tunnusmerkistötekijöiden vuoksi on rangaistavan menettelyn ja kielletyn riskinoton sisältöä kyettävä täsmentämään laajemmin kyseistä toimintaympäristöä koskevista säännöksistä käsin. Rikosoikeuden ulkopuolisille, kuten Ratan ja pörssin normeille voidaan myös antaa merkitystä määriteltäessä rikosoikeudellisesti kielletyn menettelyn rajoja. Luvussa käsitellään myös rikosoikeudelliseen syyksiluettavuuteen liittyviä rikosoikeuden yleisiä oppeja ja rangaistusvastuun poistavia erehdyssäännöksiä. Tutkimuksen myöhemmissä luvuissa (luvut 4–6) keskitytään syyksiluettavuuden edellytyksiin kunkin tunnusmerkistön osalta vielä erikseen.

Tutkimuksen *pääluvuissa 4–6* metodi on lainopillinen ja analyysi keskittyy arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen tulkintaan ja syste-

matisointiin. Kohteena on siten jaksoittain sisäpiirintiedon väärinkäyttö (luku 4), kurssin vääristäminen (luku 5) ja arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos (luku 6). Luvuissa käsitellään kunkin tunnusmerkistön osalta erikseen tekijäpiiriä, tekotapoja ja muita objektiivisia tunnusmerkistötekijöitä sekä tämän jälkeen syyksiluettavuuden edellytyksiä. Kunkin luvun yhteydessä arvioidaan myös MAD:n aiheuttamia muutoksia kyseisten säännösten sisältöön ja pyritään systematisoimaan AML:n väärinkäytössäännösten ja RL:n tunnusmerkistöjen keskinäinen suhde sekä niiden soveltamisedellytysten eroavaisuudet. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa luvussa käsitellään myös Suomen rikosoikeuden ja AML:n kansainvälistä soveltamisalaa koskevia kysymyksiä. Samoin kyseisessä luvussa tarkastellaan sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisyä erityisesti sisäpiiriläisten näkökulmasta.

Tutkimuksen *luvussa 7* selvitetään oikeushenkilön rangaistusvastuun sisältöä ja merkitystä arvopaperimarkkinarikoksiin liitettävänä seuraamusvaihtoehtona. Arvioitavana on se, missä määrin oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevalla instituutiolla kyetään edistämään arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön yleisiä tavoitteita. Tutkimuksessa väitetään oikeushenkilön rangaistusvastuun tarjoavan tehokkaan keinon markkinoilla toimivien yhteisöjen vastuun kehittämiselle. Yhtiöön itseensä kohdistettavalla vastuulla voidaan luoda yrityksille tehokas kannustin kehittää eri ennaltaehkäisykeinoja, joilla kyetään minimoimaan yritysten toiminnassa aiheutuvia väärinkäytöksiä. Jaksossa arvioidaan oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytyksistä erityisesti ns. oikeushenkilön tuottamusvastuuta.

Tutkimuksen *luvussa 8* arvioidaan arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöksiin kohdistuvan sääntelyn ja valvonnan toimivuutta. Luvussa tuodaan esiin markkinoiden rikosoikeudelliseen sääntelyyn ja kontrolliin liittyviä ongelmia. Tutkimusongelmana on selvittää, miten markkinoilla ilmeneviin väärinkäytöksiin tulisi puuttua, jos rikosoikeusjärjestelmä ei siihen yksistään tutkimuksessa esitetyllä tavalla näytä riittävän tehokkaasti pystyvän. Sääntöjen tehokkuuden väitetään riippuvan pitkälti siitä, miten niiden noudattamista kyetään käytännössä valvomaan. Tutkimuksen kriminaali- tai oikeuspoliittinen näkökulma ilmenee pyrkimyksenä selvittää vaihtoehtoisia, erityisesti *hallinto-oikeudellisia,* keinoja arvopaperimarkkinoita koskevien väärinkäytössäännösten tavoitteisiin pääsemiseksi. Tarkoituksena on tuoda esiin myös kustannustehokkuuden näkökulma arvopaperimarkkinoita koskevan seuraamusjärjestelmän kehittämiseksi. Tutkimuksessa arvioidaan erityisesti hallinto-oikeudellisten seuraamusvaihtoehtojen soveltamisedellytyksiä. Tutkimuksessa tarkastellaan myös niitä muutoksia, joita MAD on aiheuttanut arvopaperimarkkinoita koskevalle seuraamusjärjestelmälle. Luvussa esitetyt tutkimustulokset koskevat sekä rikosoikeudellisen että toisaalta hallinnollisen seuraamusjärjestelmän merkitystä arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn tavoitteiden toteuttamisessa.

Sisällöltään tulkinnanvarainen sekä tavoitteiltaan osin ristiriitaiseksi koettu lainsäädäntö aiheuttaa tiettyjä vaikeuksia myös markkinoiden valvojalle. Rata joutuu käytännössä vaikeiden kysymysten eteen valvoessaan markkinoilla ilmeneviä menettelytapoja ja päättäessään siitä, onko jokin toiminta yksittäistapauksessa katsottava norminvastaiseksi vai ei. Ratan tehdessä käytännössä lähes kaikki arvopaperimarkkinarikoksia koskevat tutkintapyynnöt poliisiviranomaiselle se tosiasiassa käyttää samalla poikkeuksellista viranomaisharkintavaltaa sen suhteen, katsotaanko jokin tietty menettely markkinoillamme lainvastaiseksi ja lopulta jopa rikolliseksi. Luvussa arvioinnin kohteeksi nostetaan erityisesti Ratalla käytössä olevat seuraamus- ja valvontavaltuudet, jotka voivat aiheuttaa ongelmia myös perus- ja ihmisoikeuksien näkökulmasta. Ratan suorittaessa sekä arvopaperimarkkinarikosten alustavaa (esi)tutkintaa että antaessa havaitsemistaan väärinkäytöksistä itse hallinnollisia seuraamuksia nousevat arvioinnin kohteeksi erityisesti Euroopan ihmisoikeussopimuksen (EIS) 6 ja 7 artiklat ja niiden viranomaistoiminnalle asettamat velvollisuudet ja rajoitukset.

Luvun lopuksi arvioidaan itsesääntelyn merkitystä arvopaperimarkkinoilla sekä vertaillaan viranomaissääntelyn ja itsesääntelyn etuja ja haittoja markkinoiden luotettavuuden edistämisessä. Kun arvioidaan markkinoiden luotettavuutta sekä erityisesti sijoittajien oikeussuojaa arvopaperimarkkinoilla, olisi hyvä tarkastella markkinoiden toimintaympäristössä käytössä olevien eri oikeussuojavaihtoehtojen toimivuutta kokonaisuudessaan. Tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan perehdytä arvopaperimarkkinoilla käytettävissä oleviin siviilioikeudellisiin oikeussuojakeinoihin.[13] Tutkimuksen luku 9 sisältää tutkimuksen yhteenvedon, jossa esitetään keskeiset tutkimustulokset.

---

[13] Ks. Rudanko 1998 s. 1 ss., jossa tarkastelun näkökulma on nimenomaan siviilioikeudellinen. Rudanko on tutkinut siviilioikeudellisten oikeuskeinojen kuten vahingonkorvauksen ja sopimuksen pätemättömyyden soveltamista arvopaperimarkkinoilla. Rudangon mukaan siviilioikeudelliset seuraamukset ovat arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä syrjässä elinkeino-, rikos- ja yhtiöoikeudellisten sääntelykeinojen valtavirrasta. Kyseisen tutkimuksen tavoitteena on siten muun muassa selvittää siviilioikeudellisen sääntelyn roolia rahoitusmarkkinoilla.

Siviilioikeudellisten seuraamusten ja etenkin vahingonkorvauksen merkityksen osana sijoittajansuojaa ja arvopaperimarkkinoiden seuraamusjärjestelmää on Suomen arvopaperimarkkinoilla todettu olevan rajoittunut. Ks. Rudanko 1998 s. 353 ss., Hidén s. 2 ja Korva s. 432–433. Ks. myös TaVM 9/2005, jossa AML:n vahingonkorvaussäännöksen katsotaan olevan osin tulkinnanvarainen, eikä enää vastaavan arvopaperimarkkinoiden nykysääntelyä. Ks. vahingonkorvausoikeudellisesta esitevastuusta ja sen ongelmista Esitevastuutyöryhmän mietintö 2005 sekä pohjoismaiden osalta laajemmin af Sandeberg 2001.

1.2 TUTKIMUSAINEISTO

Tutkimuksen pääluvuissa (4–6) on kyse käytännöllisestä (rikos)lainopista, jossa tukeudutaan pääosin tavanomaiseen oikeuslähdeoppiin ja tulkintatraditioon.[14] Rikoslain tunnusmerkistöjä ja AML:n väärinkäyttösäännöksiä tulkitaan lain säännösten, lainvalmisteluaineiston, oikeuskäytännön, oikeuskirjallisuuden sekä Ratan määräysten, ohjeiden ja päätösten perusteella. Kotimaisen oikeuskirjallisuuden ja oikeuskäytännön vähäisyydestä johtuen luvuissa 4–6 painottuu lainvalmisteluaineiston merkitys tulkintalähteenä. Lain esitöiden merkitystä oikeuslähteenä korostaa osaltaan myös se, että arvopaperimarkkinoita koskevat väärinkäyttösäännökset on hiljattain uudistettu, eikä niistä poikkeavaa oikeuskäytäntöä ole ehtinyt vielä muodostua.

Suomessa on arvopaperimarkkinarikosten osalta toistaiseksi annettu vain n. 15 lähinnä alioikeustason tuomioistuinratkaisua, minkä vuoksi huomiota on kiinnitetty myös syyttämättäjättämispäätöksiin. Syyttämättäjättämispäätösten käyttöä tutkimusaineistona perustellaan pyrkimyksellä tuoda esiin sekä säännösten sisältöön liittyviä tulkintaongelmia että näytön arviointiin liittyviä ongelmia, joita rikosoikeudellisen vastuun toteuttamiseen käytännössä on liittynyt. Tutkimuksessa käsiteltyjä oikeustapauksia ja syyttämättäjättämispäätöksiä ei kuitenkaan esitetä voimassa olevan oikeuden sisältöä määrittelevinä oikeuslähteinä.

Tavanomaisen tulkintatradition ohella tutkimuksessa pyritään osin korostamaan reaalisten argumenttien merkitystä säännösten tulkinnassa. Teleologisen laintulkintametodin avulla tutkimuksessa pyritään löytämään lainsäädännön tarkoitusta palvelevia tulkintavaihtoehtoja.[15] Tutkimuksen rikoslainopillisessa osuu-

---

[14] Tavanomaiselle tai vallitsevalle oikeuslähdeopille ominaisena voidaan pitää kirjoitetun lainsäädännön keskeistä merkitystä. Esimerkiksi Aarnio on tunnetussa kolmijaottelussaan lähtenyt siitä, että kirjoitettu laki on – maan tavan ohella – vahvasti velvoittava lähde, johon juridisessa argumentoinnissa on pakko vedota. Heikosti velvoittavia lähteitä (lainvalmisteluaineisto/lainsäätäjän tarkoitus ja ennakkoratkaisut) argumentoinnissa on yleensä käytettävä, ellei niiden sivuuttamiseen ole perusteltua syytä. Sallittuihin oikeuslähteisiin (esim. lainopillinen kirjallisuus, oikeusvertailu, yleiset oikeusperiaatteet ja reaaliset/teleologiset argumentit) puolestaan voidaan turvautua, mikäli niiden käyttö perustellaan. Ks. Aarnio s. 220–247. Ks. myös Siltala s. 375–376 ja Tolonen 2003 s. 27.

Erilaisia käsitystapoja voidaan esittää siitä, mikä on heikkojen ja sallittujen oikeuslähteiden asema suhteessa toisiinsa ja kirjoitettuun lainsäädäntöön. Tässä tutkimuksessa suuri merkitys on reaalisilla argumenteilla, joihin myös oikeustaloustieteelliset näkökohdat voidaan lukea. On syytä panna merkille, että Aarnion kolmijaottelu on peräisin ajalta ennen nykyistä integraatiokehitystä. Muun muassa Siltala s. 377 on kiinnittänyt huomiota siihen, että Aarnion malli ei ota lainkaan kantaa eurooppaoikeudellisen normiston oikeudelliseen ratkaisuarvoon. Tässä tutkimuksessa juuri EU-normiston tulkinta-arvoa voidaan pitää korostuneena, suomalaisen arvopaperimarkkinalainsäädännön pohjautuessa paljolti yhteisön säädöksiin.

[15] Oikeuslähteiden käyttö painottuu tutkimuksessa usein oikeustaloustiedepainotteisten reaalisten argumenttien hyödyntämiseen. Ks. taloustieteen tuottamien tuloksien merkityksestä reaaliargu-

dessa käytetään myös kriminaalipoliittisia argumentteja. Tulkintasuosituksia pyritään perustelemaan säännösten tavoitteista ja eri tulkintavaihtoehtojen arvioiduista vaikutuksista käsin.[16] Säännösten tulkinnassa painottuvat osin teleologisen tulkintametodin ja reaaliargumenttien vastapainona myös erityisesti EIS:sta johdettavien perus- ja ihmisoikeusargumenttien, kuten esimerkiksi laillisuusperiaatteen käyttö. Tässä tarkoituksessa tutkimuksessa hyödynnetään Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen (EIT) tekemiä ratkaisuja. Perusoikeusmyönteistä tulkintaa on käytetty etenkin Ratan valvonta- ja seuraamusvaltuuksia käsittelevässä luvussa.

Tutkimuskohteen toimintaympäristön ollessa voimakkaasti kansainvälinen on välttämätöntä tarkastella ja verrata kansallisen normiston sisältöä ja suhdetta kansainväliseen sääntelyyn. Tutkimuksen rajaus on kuitenkin tehty niin, että tutkimuksen kansainvälinen näkökulma rajoittuu pääsääntöisesti MAD:n ja sen nojalla annettujen komission säädösten analysointiin ja niiden Suomen lainsäädäntöön tuomiin muutoksiin. Tutkimuksen pääasiallinen tiedonintressi on siten suomalaisen sääntelyn sisällössä MAD:n implementoinnin seurauksena. EU:n jäsenvaltioiden on lokakuuhun 2004 mennessä ollut saatettava MAD:n liittyvät säädökset kansallisesti voimaan. Tästä syystä tutkimuksessa ei ole pidetty tarkoituksenmukaisena tehdä oikeusvertailua ennen MAD:n implementointia eri jäsenmaissa voimassa olleista arvopaperimarkkinarikos- ja väärinkäyttösäännöksistä.[17] Kyseistä rajausta puoltaa myös tutkimuskohteen laajuus, minkä vuoksi oikeusvertailevaa osuutta ei ole voitu sisällyttää eri väärinkäyttötyyppejä käsitteleviin lukuihin.[18] Tutkimuksessa on kuitenkin hyödynnetty ulkomaisia tuomioistuinratkaisuja sekä erityisesti Englannin valvontaviranomaisen (FSA) antamia hallinnollisia seuraamuspäätöksiä. Muiden EU:n jäsenvaltioiden tuomioistuinratkaisujen sekä valvontaviranomaisten antamien seuraamuspäätösten merkitys oikeuslähteenä tulee tulevaisuudessa korostumaan jäsenvaltioiden lain-

---

mentteina esim. Timonen 1997 s. 127–130 sekä toisin Mähönen 2004 s. 49 ss., joka kyseenalaistaa taloustieteellisen argumentaation roolin pelkkinä reaalisina argumentteina laintulkinnassa. Ks. talouspainotteisen oikeustieteen tarjoamien argumenttien hyödynnettävyydestä myös Sillanpää 1994 s. 18 ja 31.

[16] Ks. Lappi-Seppälä 1997 s. 196–197, jonka mukaan tulkinnassa kriminaalipoliittinen orientaatio merkitsee ensinnäkin tulkintasuositusten sitomista ja yhdistämistä tietoon säännösten tavoitteista (ratio legis -tulkinta). Toiseksi kriminaalipoliittinen orientaatio ilmenee Lappi-Seppälän mukaan huomion kiinnittämisenä tulkintavaihtoehtojen arvioituihin vaikutuksiin (reaaliset argumentit tulkintaperusteina).

[17] Huomattava osa jäsenvaltioista on kuitenkin viivästynyt MAD:n implementoinnille asetetusta aikarajasta ja olettanut implementoinnin tapahtuvan vuoden 2005 kuluessa.

[18] Tutkimuksessa kuitenkin joissain yhteyksissä verrataan suomalaisten säännösten sisältöä erityisesti Englannissa ja Ruotsissa omaksuttuihin ratkaisuihin MAD:n implementoinnin seurauksena.

Ks. sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikossäännösten kansainvälisestä oikeusvertailusta Kurenmaa passim.

säädännön perustuessa markkinoiden väärinkäytösten osalta samaan EU-normistoon.

Koska arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn sekä markkinoilla ilmeneviin väärinkäytöksiin liittyvät ongelmat ovat luonteeltaan kansainvälisiä, on ulkomaisella lähdeaineistolla kuitenkin merkitystä myös Suomen arvopaperimarkkinoiden sääntelyä arvioitaessa. Tutkimuksessa perehdytään aiheen kannalta relevanttiin ulkomaiseen – erityisesti yhdysvaltalaiseen ja englantilaiseen sekä pohjoismaiseen – lähdeaineistoon. Painottuneesti angloamerikkalaisena pidettävän lähdeaineiston valintaperusteena on kyseisten markkinoiden kehittyneisyys ja sääntelyn pitkä perinne. MAD:n säännökset ovat myös saaneet paljon vaikutteita yhdysvaltalaisesta ja englantilaisesta sääntelystä, minkä vuoksi kyseisten maiden säännöksiä ja niiden perusteita voidaan osin käyttää hyväksi myös Suomessa MAD:n nojalla implementoitujen säännösten tulkinnassa.[19] Suoria tulkintasuosituksia pelkän ulkomaisen lähdekirjallisuuden tai ulkomaisten lainsäädäntöratkaisujen perusteella ei kuitenkaan luonnollisesti voida tehdä. Ulkomaista lähdeaineistoa on hyödynnetty erityisesti sääntelyn tavoitteita koskevassa luvussa (luku 2). Tarkasteltaessa rikosoikeudellisen ja hallinnollisen seuraamusjärjestelmän systematiikkaa (luku 8) painottuu myös yhdysvaltalaisen ja englantilaisen lähdeaineiston merkitys, koska kyseisissä maissa hallinnollisella sääntelyllä rikosoikeudellisen sääntelyn rinnalla on pitkät perinteet.[20]

---

[19] Ks. vastaavasti tilinpäätösnormien osalta Koskinen 1999 s. 45.

[20] Tutkimuksessa esitellään ainoastaan lyhyesti lähinnä Englannin ja Yhdysvaltojen valvonta- ja seuraamusjärjestelmää, mutta ei syvällisemmin vertailla kyseisten oikeusjärjestelmien tai oikeussääntöjen sisältöä suhteessa suomalaiseen järjestelmään.

2 Arvopaperimarkkinoiden sääntely

2.1 YLEISTÄ

Suomen rahoitusmarkkinat ovat kahden viime vuosikymmenen aikana kokeneet merkittävän rakennemuutoksen. Pääomamarkkinoiden rakenteellinen muutos on näkynyt ennen kaikkea yritysten siirtymisessä varainhankinnassa yleisörahoituksen puoleen sekä suuntautumisena kansainvälisille markkinoille. Osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoiden merkitys yritysten rahoituksessa on kasvanut voimakkaasti aina 1980-luvun loppupuolelta lähtien. Luottolaitosten osuus yritysten rahoituksen tarjoajina on suhteellisesti vähentynyt yritysten hakiessa niin vierasta kuin omaa pääomaa arvopaperimarkkinoilta. Kehityksen kannalta merkittävä tekijä on ollut myös kotitalouksien varallisuuden jatkuva kasvu, jonka seurauksena kotitalouksien arvopaperisäästäminen on merkittävästi kasvanut.[1]

Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön muutokset sekä niiden kansantaloudellisen että yhteiskunnallisen merkittävyyden kasvu ovat aiheuttaneet lukuisia muutostarpeita myös arvopaperikauppaa koskevassa lainsäädännössä. Pääomamarkkinoiden vapautumisen, kansainvälistymisen sekä niiden nopean kasvun seurauksena muutokset ovat olleet laaja-alaisia ja muutostahti on ollut ripeä. Pääomamarkkinoiden globalisoituminen ja Suomen EU-jäsenyys ovat aiheuttaneet sen, että kyseisiä lakeja on lukuisia kertoja uudistettu ja markkinoiden nopeasta muutostahdista johtuvia uudistuksia on yhä vireillä.[2]

Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn painopiste on Euroopan unionissa valmistellun lainsäädännön kansallisen täytäntöönpanon ohella keskittynyt Suomen arvopaperimarkkinoiden kilpailukyvyn turvaamiseen.[3] Sääntelyn tavoittee-

---

[1] Katso rahoitusmarkkinoiden rakennemuutoksesta HE 175/2002 s. 21–22, Kauppi – Hyytinen s. 10–26 ja VM 1998:3 s. 12–16, 30–31 ja s. 52.

[2] Euroopan yhdentymiskehitykseen liittyvien velvoitteiden vaikutuksista Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntöön ks. esim. HE 318/1992 ja HE 209/1998.

Pääomamarkkinoiden vapauttamisesta ja kansainvälisten pääomaliikkeiden viimeaikaisesta kehityksestä ks. esim. Harju kohta IV.3.

[3] Suomalaisen arvopaperimarkkinalainsäädännön rakentamisen ajoittuessa 1980-luvun loppupuolelle, leimasi 1990-luvun lainsäädäntöuudistuksia EU-direktiivien kansallinen täytäntöönpano. Nykyisen kansallisen arvopaperimarkkinastrategian ja sitä tukevan lainsäädännön lähtökohtana on pidetty Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen kilpailukyvyn parantamista. Ks. VM 1998:3 s. 60 ja 67–68. Arvopaperimarkkinat 2000-työryhmä katsoi myös kansallisen lainvalmistelun liikkumatilan kasvavan, koska direktiivit ovat sisällöltään joustavia kehysnormistoja. Tämän vuoksi työryhmä katsoi olevan tarpeen selvittää perusteellisesti direktiivien kansallisen täytäntöönpanon tosiasiallista vähimmäisvaatimustasoa ja etsiä järjestelmällisesti direktiivien sisällön

na on turvata suomalaisten yritysten mahdollisuudet saada sekä ulkomaista että kotimaista pääomaa suomalaisilta arvopaperimarkkinoilta kilpailukykyiseen hintaan.[4] Kansainvälisen kilpailukyvyn turvaaminen on erityisen tärkeää pienille markkinapaikoille, jollaiseksi myös Helsingin Pörssi yhä lukeutuu. Helsingin Pörssissä noteerattujen yhtiöiden markkina-arvosta on ulkomaisten sijoittajien omistuksessa noin 50 % ja toisaalta Helsingin Pörssissä toimivien ulkomaisten välittäjien markkinaosuus on lähes 70 % pörssin kokonaisvaihdosta.[5] Näillä mittareilla mitattuna Helsingin Pörssiä on pidetty yhtenä maailman kansainvälisimmistä pörsseistä.[6] Tämä on asettanut pörssin kilpailukyvyn ja toimintaedellytykset varsin riippuvaisiksi ulkomaisten sijoittajien suhtautumisesta pörssin houkuttelevuuteen markkinapaikkana.[7] Suomalaisen normiympäristön on edellytetty tarjoavan ulkomaisille sijoittajille myös kansainvälisesti kilpailukykyisen sijoittajansuojan.[8]

---

joustokohtia. Markkinoiden kilpailukyvyn kehittämiseksi oli työryhmän mukaan pyrittävä parempaan ja toimivampaan direktiivien kansalliseen täytäntöönpanoon kuin muissa jäsenvaltioissa. Ks. VM 1998:3 s. 97–98.

Työryhmän näkökulman voidaan jossain määrin katsoa olevan ristiriidassa EU:n asettamien tavoitteiden tasolla ainakin siten, että EU:n tavoitteena on pyrkiä eri jäsenvaltioiden mahdollisimman yhdenmukaiseen säännöstasoon ja myös säännösten mahdollisimman yhdenmukaiseen tulkintaan. Samalla EU:n tavoitteena on edistää EU:n rahoitusmarkkinoiden kansainvälistä kilpailukykyä esimerkiksi suhteessa Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoihin.

4 Ks. myös esitedirektiivin implementointia koskevan lakiuudistuksen perustelut HE 38/2005 s. 5 ss. ja 18–20, joiden mukaan rahoitusmarkkinoilta hankittava rahoitus ei enää suurelta osin perustu yritysten kotimaisilta markkinoilta hankittavaan rahoitukseen. Perustelujen mukaan kansainvälisten emissioiden merkitys, joissa pääomaa hankitaan samanaikaisesti useammasta maasta, on edelleen kasvanut. Esityksen, kuten mainitun direktiivinkin, tavoitteena on edesauttaa rajat ylittäviä arvopaperiemissioita, mikä puolestaan tehostaa suomalaisten yritysten mahdollisuuksia rahoituksen hankkimiseen kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta.

5 Etävälittäjien, ulkomaisten sivukonttoreiden ja sivuliikkeiden (67,2 %) sekä ulkomaisessa omistuksessa olevien suomalaisten sijoituspalveluyritysten (15,3 %) vaihto-osuus oli Helsingin pörssissä vuonna 2004 yhteensä jopa 82,5 %. Lähteet: Rata, http://www.hex.com ja http://www.apk.fi. Ks. myös Kauppi – Hyytinen s. 17.

6 Ks. Hahko – Sirén – Vaihekoski s. 71. Koska ulkomaisen arvopaperiomistuksen määrä lasketaan pääosin hallintarekisteröidyn omistuksen perusteella, ei kuitenkaan voida täydellä varmuudella arvioida sitä, kuinka suuri osuus hallintarekisteröidystä arvopaperiomistuksesta on tosiasiassa suomalaisten sijoittajien hallinnassa.

7 Ks. myös Harju kohta IV.3, jonka mukaan pörssin kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien kilpailukykyisyys ja tehokas hinnoittelu ovat välttämättömiä ehtoja sille, etteivät sijoittajat vaihda markkinapaikkaa.

8 Pörssin sijaintipaikassa vallitsevan vahvan sijoittajansuojan ja tehokkaan oikeusjärjestelmän on katsottu lisäävän yritysten listautumishalukkuutta ja kiinnostusta kyseistä pörssiä kohtaan. Ks. Kauppi – Hyytinen s. 51–53. Markkinapaikkojen keskinäisessä kilpailussa on korostettu sääntelyn selkeyttä ja tehokkuutta sekä markkinoiden kustannustehokkuutta niin sijoittajien, liikkeeseenlaskijoiden kuin sijoituspalveluiden tarjoajien näkökulmasta. Ks. KM 1991:48 s. 67. Ks. myös Sillanpää 1995 s. 217, jonka mukaan suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälistyminen edellyttää säännöstasolla kansainvälisen kehityksen seuraamista ja säännösten ja niiden tulkintaperiaatteiden yhdenmukaistamista sekä sääntelyn saattamista sijoittajien asettamat edellytykset täyttäväksi.

Arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen kasvattaminen on saanut uusia haasteita myös markkinoiden kotimaisen omistajarakenteen muutoksesta. Arvopaperisijoittaminen on pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna lisääntynyt kotitalouksien säästämismuotona. Suorien arvopaperisijoitusten ohella sijoitusrahastojen sekä eläke-, henki-, säästö- ja sijoitusvakuutusten kautta tapahtuva säästäminen on yleistynyt ja on samalla lisännyt kotitalouksien sijoitusvarallisuuden kanavoitumista arvopaperimarkkinoille.[9] Ulkomaisen sijoituspääoman lisäksi on Suomen arvopaperimarkkinastrategiassa kiinnitetty huomiota suomalaisten kotitalouksien arvopaperisäästämisen edistämiseen osana rahoituksen allokoitumisprosessin tehostamista.[10] Arvopaperimarkkinalain säännöksistä heijastuu selkeästi tavoite suojata markkinoilla toimivien ”ei-ammattimaisten” sijoittajien asemaa markkinoilla.

Kyseessä on tietoinen yhteiskuntapoliittinen tavoite. Markkinoiden tehokkaan toiminnan edistämiseksi arvopaperien omistuspohjan sekä markkinoilla toimivien osapuolten määrän tulisi olla mahdollisimman suuri.[11] Tiedoiltaan ja taidoiltaan heterogeenisen kotimaisen sijoittajajoukon suojaaminen ja sen luottamuksen säilyttäminen ovat asettaneet markkinoiden sääntelylle kuitenkin yhä vaikeampia haasteita.[12] Markkinoiden on kyettävä houkuttelemaan sijoitusympäristönä myös kotimaisia – niin pieniä kuin suuria – sijoittajia. Kansallisten markkinoiden yleinen luotettavuus ja tehokkuus vaikuttavat sijoittajien valmiuteen tehdä kotimaisia arvopaperimarkkinoita suosivia valintoja vaihtoehtoina muille kansallisille sijoitusinstrumenteille tai ulkomaille suuntautuville sijoituksille.[13]

Arvopaperimarkkinarikoksia koskevan uudistusehdotuksen yhteydessä Eduskunnan talousvaliokunta katsoi ulkomaisten sijoittajien äkillisen poistumisen markkinoilta voivan jo yksinään aiheuttaa vakavia seurauksia suomalaisille arvopaperimarkkinoille ja mahdollisesti myös koko rahoitusjärjestelmälle. TaVL 30/1998. Ks. myös VM 1998:3 s. 53, jossa kansallisilla imagotekijöillä arvopaperimarkkinastrategian kehittämisessä todetaan olevan merkitystä.

9 Ks. kotitalouksien rahoitusvarallisuuden jakautumisen ja arvopaperiomistuksen kehityksestä Suomen Pankkiyhdistys 2004 s. 21–26 ja Suomen Pörssisäätiö 2003. Suomalaiset kotitaloudet omistivat v. 2004 suomalaisista listayhtiöistä 18,7 % ja ulkomaiset sijoittajat 47,3 %.

Vrt. Holmström – Kaplan s. 14 ja Stout s. 35, joiden mukaan esimerkiksi Yhdysvalloissa osakeomistuksesta lähes puolet on yksityissijoittajien hallussa.

Ks. kotitalouksien sijoitusvarallisuuden muutoksesta ja sijoitusrahastosäästämisen kasvusta Suomessa myös Harju – Syyrilä s. 22–28 ja Syyrilä 2002 s. 260.

10 VM 1998:3 s. 57–58.

11 Boatright s. 39.

12 Ks. myös Rautio s. 1490, joka katsoo markkinoiden viimeaikaisen kehityksen ja omistuspiirin laajentumisen aiheuttaneen tarpeen huomioida entistä voimakkaammin markkinoille hakeutuneiden piensäästäjien edut.

Ks. myös Harju – Syyrilä s. 5–6 ja 42–43, Syyrilä 2002 s. 260 ja Syyrilä 2003 s. 95 ss, joissa tuodaan esiin sijoitusrahastolain (SRL) peruslähtökohtana oleva piensijoittajien suojaaminen.

13 Holmström s. 45–49.

Tavallisten yksityissijoittajien rooli voi myös esimerkiksi kotimaisten pk-yritysten listautumisprosessien onnistumisessa olla merkittävä. Kyseisillä yhtiöillä ei usein ole mahdollisuuksia saada vieraan pääoman ehtoista rahoitusta kansainvälisiltä tai kotimaisilta velkamarkkinoilta. Koska sekä ulkomaiset että suuret kotimaiset instituutiosijoittajat ovat usein haluttomia sijoittamaan pieniin ja epälikvideihin kotimaisiin yhtiöihin, voi pk-yritysten rahoituksen saanti riippua olennaisesti juuri kotimaisten piensijoittajien luottamuksesta markkinoihin.[14]

2.2 SÄÄNTELYN RAKENNE

2.2.1 Kotimainen normiympäristö

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn rakenne on meillä kansainväliseen tapaan toteutettu jakamalla se viranomaissääntelyyn ja itsesääntelyyn. Arvopaperimarkkinoita koskevan viranomaissääntelyn rungon muodostavat lähinnä arvopaperimarkkinalaki (495/1989), sijoitusrahastolaki (48/1999), laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988), laki sijoituspalveluyrityksistä (579/1996), laki arvo-osuusjärjestelmästä (826/1991) sekä laki arvo-osuustileistä (827/1991). Kyseisten lakien ohella arvopaperimarkkinoiden viranomaissääntely perustuu lakia alemmantasoisiin säännöksiin. Rahoitustarkastuksen (Rata) määräyksissä ja ohjeissa[15] sekä valtiovarainministeriön päätöksissä ja asetuksissa täsmennetään ja täydennetään laissa asetettuja velvoitteita.

Ratalain 4 §:n mukaan Rata antaa lain soveltamisen kannalta tarpeellisia määräyksiä niin kuin laissa erikseen säädetään. Ratan norminantovallan rajat on annettu siinä materiaalisessa lainsäädännössä, jossa itse määräyksenantovaltuutus on annettu. Ratan sääntelytehtävänä on antaa lakia täsmentäviä säännöksiä esimerkiksi sijoittajansuojaa sekä markkinaosapuolien toimintavelvoitteita koskevissa kysymyksissä. Lisäksi Ratan tehtävänä on antaa valvontatyönsä suorittamisen kannalta keskeisiä teknis- ja täytäntöönpanoluonteisia määräyksiä ja oh-

---

[14] Ks. myös Kauppi – Hyytinen s. 52–53 sekä Hahko – Sirén – Vaihekoski s. 148–153. Ks. myös Shleifer – Vishny s. 772, jossa juuri tehokkaan piensijoittajien oikeudellisen suojaamisen on katsottu mahdollistaneen nuorten amerikkalaisten yhtiöiden pääoman keräämisen osakemarkkinoilta muita maita paremmin.

[15] Rata uudistaa parhaillaan määräyskokoelmaansa, jonka yhteydessä luovutaan erillisestä luottolaitostoiminnan ja pääomamarkkinatoiminnan sääntelystä ja siirrytään aihealuekohtaiseen sääntelyyn. Aihealueittaisia määräysten ja ohjeiden kokonaisuuksia kutsutaan standardeiksi. Standardeihin on yhdistetty niin oikeudellisesti sitova kuin yleisohjetyyppinen, suositusluonteinen norminanto. Uusilla standardeilla kumotaan vähitellen vanhan määräys- ja ohjekokoelman määräykset ja ohjeet. Lähde: http://www.rahoitustarkastus.fi.

jeita.[16] Sitovien määräysten lisäksi Rata antaa ohjeita ja kannanottoja erilaisista lainsäädäntöön ja markkinoiden hyvään tapaan liittyvistä kysymyksistä. Ratan ohjeita tai kannanottoja ei voida katsoa oikeudellisesti sitoviksi, sillä ne eivät perustu lainsäädännössä suoraan asetettuun valtuutukseen.

Viranomaissääntelyn ohella markkinoiden sääntelyä on katsottu tarpeelliseksi täydentää markkinoiden itsesääntelyllä.[17] Itsesääntely perustuu osin viranomaisten vahvistamiin itsesääntelynormeihin. Pörssin itsesääntelynormit koostuvat arvopaperipörssin säännöistä listayhtiöille, muun julkisen kaupankäynnin säännöistä listayhtiöille, arvopaperien kaupankäyntisäännöistä, sisäpiiriohjeesta, Corporate Governance -suosituksesta, tiedotteiden nimeämissuosituksesta, omien osakkeiden hankintaa koskevista ohjeista, markkinatakausohjeesta sekä kurinpitolautakunnan säännöistä. Pörssin sääntöjen lisäksi itsesääntelyyn kuuluu esimerkiksi Arvopaperivälittäjien yhdistyksen säännöt.[18]

Markkinoiden sääntelyn rakennetta noudattaen myös markkinoiden valvonta on jaettu viranomaisten ja itsesääntelyorgaanien suorittamaan valvontaan.[19] Rata toimii arvopaperimarkkinoita pääasiallisesti valvovana viranomaisena. Sen tehtävänä on valvoa markkinoilla toimivien toiminnan lainmukaisuutta.[20] Ratan tehtäväksi on laissa asetettu velvollisuus valvoa muun muassa arvopapereiden liikkeeseenlaskua ja niillä tapahtuvaa kaupankäyntiä. Kyseisessä tehtävässä on

---

[16] VM 1998:3 s. 82.

[17] Itsesääntelyssä on katsottu muun muassa määrättävän niistä menettelytavoista, joilla ehkäistään lain tai hyvän tavan vastainen menettely. Lisäksi itsesääntelyssä voidaan luoda lain säännöksiä ankarampia normeja, koska lain säännökset ovat luonteensa mukaisesti vähimmäissääntöjä. Itsesääntelyn turvin voidaan myös lainsäädäntöä paremmin sopeutua arvopaperimarkkinoiden uusiin kehityspiirteisiin ja tarpeisiin. Ks. arvopaperimarkkinoiden itsesääntelystä yleisesti HE 157/1988 s. 17–18 ja 32.

Ks. itsesääntelyn asemasta ja merkityksestä väärinkäytösten kontrollissa ja ennaltaehkäisyssä tarkemmin jäljempänä luku 8.4.

[18] Itsesääntelyä ovat myös muun muassa arvopaperikeskuksen säännöt. Suomen Pörssisäätiön antamia ns. ”eettisiä normeja” voidaan myös pitää itsesääntelyyn kuuluvina.

[19] Ks. arvopaperimarkkinoiden valvonnan jakautumisesta Ratan, Valtiovarainministeriön sekä markkinapaikkojen kesken Karjalainen – Parkkonen s. 364–375.

[20] Ks. yleisesti HE 157/1988 s. 5–6. RataL 3 §:n mukaan Rahoitustarkastuksen tehtävänä on valvoa sen valvottaviksi säädettyjen ja muiden rahoitusmarkkinoilla toimivien toimintaa niin kuin RataL:ssa ja muualla laissa säädetään. Rata ohjaa lisäksi rahoitusmarkkinoilla toimivia noudattamaan toiminnassaan hyviä menettelytapoja sekä edistää tietämystä rahoitusmarkkinoista.

RataL 4 §:n toimintatapasäännöksen nojalla Rata suorittaa tehtäväänsä muun muassa valvomalla, että Ratan valvottaviksi säädetyt noudattavat rahoitusmarkkinoita koskevia säännöksiä ja niiden nojalla annettuja määräyksiä sekä sääntöjään ja toimilupansa ehtoja.

Ks. myös AML 7:1.1 momentti, jonka mukaan: ”Tämän lain 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 valvoo rahoitustarkastus.”

katsottu olevan kyse laillisuusvalvonnasta, johon kuuluu myös epäiltyjen arvopaperimarkkinarikosten alustava tutkiminen.[21] Ratan tehtäväksi on myös säädetty seurata ja arvioida sen valvottavien taloudellista asemaa, johtamis-, valvonta- ja riskienhallintajärjestelmiä, toimintaedellytyksiä sekä toimintaympäristön muutoksia sekä edistää hyvien menettelytapojen noudattamista arvopaperimarkkinoilla. Lisäksi Ratan tehtävänä on osallistua rahoitusjärjestelmän lainvastaisen hyväksikäytön estämiseen.[22]

Itsesääntelynormien noudattamista valvovat lähtökohtaisesti itsesääntelynormeja antaneet osapuolet. Esimerkiksi pörssin tehtävänä on markkinoilla tapahtuvan kaupankäynnin valvonta siltä osin, että pörssissä käytävässä kaupankäynnissä noudatetaan pörssin toiminnasta annettuja säännöksiä ja määräyksiä sekä pörssin omia sääntöjä. Pörssi voi antaa myös kurinpitoseuraamuksia omien säännöstensä rikkomisesta. Rata on kuitenkin osaltaan velvollinen valvomaan tiettyjen pörssin antamien säännösten noudattamista.[23] Ratan tehtävänä on myös valvoa, että sen valvottaviin kuuluvat itsesääntelyelimet noudattavat niille laissa erikseen asetettuja tehtäviä. Pörssin on esimerkiksi huolehdittava riittävän ja luotettavan valvonnan järjestämisestä pörssin toiminnasta annettujen säännösten ja määräysten sekä pörssin sääntöjen ja hyvän tavan noudattamisen turvaamiseksi.[24]

2.2.2 EU:n normiympäristö

Euroopan yhteismarkkinat ovat muuttaneet yritysten toimintaympäristöä merkittävästi. Euroopan unioni on – tavoitteidensa mukaisesti – pyrkinyt luomaan yhtenäisen ja kilpailukykyisen markkina-alueen jäsenvaltioidensa arvopaperikaupalle. Yksi sisämarkkinaohjelman keskeisistä osista on ollut osakeyhtiömuotoisten yritysten ja niiden rahoituksen sääntelyn yhdenmukaistaminen siten, että eri maissa toimivat ja niistä rahoitustaan hankkivat yritykset noudattavat samoja pelisääntöjä.[25] EU:n sääntelypolitiikkana arvopaperimarkkinoiden osalta on pitkään ollut minimiharmonisointi, jolloin direktiivit ovat asettaneet kansalliselle sääntelylle ainoastaan tietyt vähimmäisvaatimukset. EU-direktiivit ovat velvoittaneet jäsenvaltioita saavuttamaan direktiivissä asetetut tavoitteet tai päämäärät,

---

[21] HE 175/2002 s. 42.

[22] Ks. Ratan tehtävistä tarkemmin RataL 4 §.

[23] AML 7:1:n mukaan Rata on velvollinen valvomaan AML:n nojalla annettujen säännösten sekä julkista kauppaa koskevien sääntöjen ja ohjeiden noudattamista. Näin ollen pörssin julkista kauppaa koskevien sääntöjen sekä pörssin AML 3:4:n perusteella antamien sääntöjen noudattamisen valvomisesta ovat vastuussa sekä pörssi että Rata.

[24] Ks. AML 3:6.1,1.

[25] Ks. laajemmin esim. Timonen 1997 s. 2.

mutta ovat jättäneet kansallisen lainsäätäjän harkintaan kyseisten tavoitteiden saavuttamiseksi tarvittavat normatiiviset keinot.[26] Minimiharmonisoinnin seurauksena jäsenvaltioille on jäänyt mahdollisuus kilpailla keskenään kansallisesti tehokkaimmasta ja kilpailukykyisimmästä sääntelyrakenteesta.[27] Suomen lainsäädännössä on pääosin seurattu direktiivien määrittämää vähimmäistasoa.[28]

Eurooppalaisessa rahoitusmarkkinalainsäädännössä on viimeisten vuosien aikana siirrytty yhä tiiviimpään säännösten harmonisointiin. Unionin tavoitteena on luoda eurooppalaisesta markkinaympäristöstä kilpailukykyinen suhteessa muihin markkinoihin.[29] Nykyinen EU:n sääntelypolitiikka on samalla siirtynyt kohti sääntelyn maksimiharmonisointia.[30] Jäsenvaltioille ja niiden markkinapaikoille jäänee – EU:n yhtenäistämistavoitteesta huolimatta – kuitenkin yhä liikkumatilaa oman kilpailukykyisen arvopaperikaupan sääntelyssä.[31] Direktiiveissä on tarkoituksella jätetty tiettyjen asioiden tai tavoitteiden hoitamiselle vaihtoehtoisia tapoja.

---

[26] EY:n perustamissopimuksen 249 art. 3 kohdan mukaan direktiivi velvoittaa saavutettavaan tulokseen nähden jokaista jäsenvaltiota, jolle se on osoitettu, mutta jättää kansallisten viranomaisten valittavaksi muodon ja keinot. Direktiivien tavoite on siten lähentää lainsäädäntöä mutta ei täysin yhtenäistää sitä.

Ks. myös esim. Timonen 1997 s. 118, Mäntysaari 2001 s. 8 ja Tolonen 2003 s. 113–114.

[27] Ks. ”competition among rules” -käsitteestä esim. Steil s. 8–9. Ks. myös esim. Sillanpää 1994 s. 17 siinä mainittuine viitteineen.

[28] Ks. esim. HE 318/1992 s. 5 ja VM 1998:3 s. 97–98.

[29] Esim. MAD:n mukaan Euroopan komission on direktiivin mukaisesti täytäntöönpanovaltuuksiaan käyttäessään muun muassa edistettävä EU:n rahoitusmarkkinoiden kansainvälistä kilpailukykyä. Ks. MAD:n johdantolause 43.

[30] Hyvänä esimerkkinä tästä on maksimiharmonisointia noudattava uusi esitedirektiivi, jossa jäsenvaltioille ei ole jätetty mahdollisuutta tehdä kansallisia poikkeuksia. Maksimiharmonisointi katsottiin tarpeelliseksi muun muassa siksi, että aiemmin voimassa olleissa listalleottoesite- ja tarjousesitedirektiiveissä noudatettu vähimmäisharmonisoinnin periaate ja jäsenvaltioiden toisistaan poikkeavat tulkinnat heikensivät Euroopan sisämarkkinoiden kehittämistä Ks. HE 38/2005 s. 5, 14 ja 21.

Ks. rahoitusmarkkinoiden sääntelystä ja kilpailukyvystä esim. Steil s. 1–14. Steil katsoo markkinoiden sääntelyn voivan olla myös riskitekijä ja rajoite eri markkinoiden ja markkinapaikkojen väliselle keskinäiselle kilpailulle ja sen tehokkuudelle. Steil katsoo säännösten harmonisoinnin voivan johtaa myös markkinoiden tehokkuuden ja vakauden heikkenemiseen, mikäli harmonisoitavien sääntöjen implementoinnissa epäonnistutaan.

Ks. myös Riley s. 77–78, jossa kyseenalaistetaan nykyisin vallitseva rahoitusjärjestelmien harmonisoinnin etusija suhteessa niiden kilpailuedellytysten turvaamiseen. Ks. myös Lau Hansen 2003a s. 56, jonka mukaan harmonisointitavoitteesta ei olla yksimieleisiä toisten halutessa täydellistä säännösten harmonisointia ja toisten kilpailun säilyttämistä kansallisten oikeusjärjestelmien kesken.

[31] Ks. VM 1998:3 s. 47, jossa sisämarkkina- ja rahoituspalveludirektiivien erilaisten kansallisten sovellusten todetaan kuitenkin voivan muodostua myös esteeksi sisämarkkinoiden tehokkaalle toiminnalle ja kansainväliselle kilpailulle rahoitusmarkkinoilla.

Euroopan yhteisön viralliseen toimivaltaan ei ole katsottu kuuluvan jäsenvaltioita sitovien rikosoikeudellisten säännösten antamisen. Eurooppalaisessa kriminaalipolitiikassa on kuitenkin kuljettu kohti tietynlaista lähentymistä ja yhdentymistä.[32] EY:llä on myös toimivalta antaa sellaisia normeja, joiden rikkomisen tehokkaaseen sanktiointiin jäsenvaltiot voidaan velvoittaa.[33] Jäsenvaltioille asetetut sanktiointivelvoitteet voidaan täyttää myös muilla kuin rikosoikeudellisilla sanktioilla. Yhteisöllä on toimivalta säätää yhteisön tavoitteiden toteuttamisessa tarpeellisista hallinnollisista sanktioista eli niin sanottu hallintorikosoikeus kuuluu esteettä yhteisön toimivaltaan.[34] Esimerkkinä tästä on MAD, joka velvoittaa jäsenvaltioita säätämään direktiivin nojalla annettujen säännösten rikkomisesta hallinnollisia toimenpiteitä ja seuraamuksia, sen kuitenkaan rajoittamatta rikosoikeudellisten seuraamusten käyttöä (14 art.).

2.2.2.1 Lamfalussy-sääntelyprosessi

EU:n rahoitusmarkkinoita koskevassa lainsäädäntöprosessissa on nykyisin siirrytty ns. *Lamfalussy*-prosessin mukaiseen lainsäädäntötekniikkaan, joka perustuu nelitasoiseen lähestymistapaan.[35] Nelitasoisen lähestymistavan tasot ovat:

(1) *Yleisperiaatteet*. Euroopan parlamentin ja neuvoston yhteispäätösmenettelyssä hyväksymät direktiivit tai asetukset on tarkoitettu ns. kehys- tai puitesäädöksiksi, jotka rajoittuvat ainoastaan laajoihin yleisperiaatteisiin (*framework principles*).

(2) *Täytäntöönpanotoimenpiteet*. Kyseisiä direktiivejä täydennetään yksityiskohtaisemmilla teknisluonteisilla säännöksillä ns. *komitologiamenettelyä* noudattaen. Komitologiamenettelyssä annetut ns. teknisluonteiset täytäntöönpanotoimenpiteet (*implementing measures*) perustuvat direktiivissä annettuihin erillisiin valtuutuksiin. Euroopan komissio antaa Euroopan ar-

---

[32] Lahti 1999 s. 1130, Lahti 2004 s. 11, Nuotio 2003 s. 1224–1235, Melander 2005 s. 230–233 ja Träskman s. 859 ss.

Ks. myös Pöysti, jonka mukaan perinteinen käsitys siitä, ettei yhteisöllä ole suoraa lainsäädäntötoimivaltaa rikos- ja rikosprosessioikeudessa, on harhaanjohtava. Euroopan intergraatio on yhä laajemmalti alkanut kohdistua rikosoikeuteen ja integraation tehokkuustavoitteet ja laajempi oikeuden globalisaatio murtavat näin perinteistä käsitystä valtiollisesta suvereniteetista. Ks. Pöysti s. 34–36, 267 ss. ja 291–293.

[33] Nuotio 2002 s. 160–161 ja Melander 2005 s. 215–216. Ks. myös Pöysti s. 262, jonka mukaan tehokkaiden, suhteellisten ja vakuuttavien rangaistusten vaatimus koskee yhtä lailla sekä yhteisön perustamissopimusten että yhteisön asetusten ja direktiivien vastaisia tekoja.

[34] Pöysti s. 269. Pöystin s. 274 mukaan jäsenvaltioiden rikosoikeudellista suvereniteettia kunnioittava toimivaltajärjestely luo merkittäviä paineita rangaistusluonteisten hallinnollisten sanktioiden käyttöön.

[35] Kyseinen lähestymistapa on pantu täytäntöön v. 1999 hyväksytyn EU:n rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman puitteissa. Ks. Lastra s. 62 ss., Manninen s. 254–256 ja Lau Hansen 2003a s. 32–37.

vopaperikomitean (ESC)[36] päätösten mukaisesti säännökset joko komission direktiiveinä tai asetuksina. Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea (CESR)[37] avustaa komissiota kyseisten säännösten laatimisessa.

(3) Viranomaisyhteistyö. Tasolla kolme käsitellään valvontaviranomaisten käytäntöjen ja toimintatapojen yhdenmukaistamista sekä kehitetään niiden välistä yhteistyötä. Tasolla kolme CESR antaa myös jäsenvaltioiden valvontaviranomaisille suosituksia EY-säädösten yhtenäisestä tulkinnasta ja soveltamisesta.[38]

(4) Säännösten noudattamisen valvonta. Tasolla neljä komissio valvoo sitä, että jäsenvaltiot ovat saattaneet tason 1 ja 2 EY-säädökset kansallisesti voimaan ja että niitä noudatetaan (*enforcement*).[39]

Kyseisen sääntelytekniikan tavoitteena on tehdä yhteisön arvopaperilainsäädännön sääntelyprosessista nopeampi, tehokkaampi ja avoimempi.[40] Komitologiamenettelyä käyttämällä pyritään varmistamaan se, että markkinoita koskevat teknisemmät ja yksityiskohtaisemmat säännökset voidaan pitää markkinoiden ja niiden valvonnan kehityksen tasolla.[41] Kehityksen taustalla on myös rahoitus-

---

[36] Komissio perusti kesäkuussa 2001 Euroopan arvopaperikomitean (European Securities Committee, ESC), jonka jäseninä ovat jäsenvaltioiden valtiovarainministeriöiden edustajat ja jonka pääasiallinen tarkoitus on toimia Euroopan arvopaperimarkkinoiden sääntelykomiteana. Ks. tarkemmin Manninen s. 264.

[37] Komissio perusti samassa yhteydessä Euroopan arvopaperikomitean kanssa myös Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten komitean (Committee of European Securities Regulators, CESR). CESR korvasi aiemman valvontaviranomaisten välisen epävirallisen yhteistyöfoorumin FESCO:n. CESR:n tehtävänä on avustaa komissiota tason 2 täytäntöönpanotoimia koskevissa ehdotuksissa. Ks. tarkemmin Manninen s. 264–267. Ks. myös Lastra s. 63, joka korostaa sitä, ettei komission säädäntövaltaa ole delegoitu arvopaperikomitealle, vaan komissio hyväksyy komitologiasäännökset tasolla 2.

[38] CESR:n tehtävänä on edistää kansallisten valvontaviranomaisten välistä yhteistyötä. CESR myös antaa jäsenilleen ohjeita, suosituksia ja standardeja asioista, jotka tasolla 1 tai 2 on jätetty jäsenvaltioiden harkintaan tai, joita tasot 1 tai 2 eivät lainkaan kata. CESR:n antamilla ohjeilla, suosituksilla ja standardeilla ei kuitenkaan ole jäsenvaltioissa sitovaa oikeusvaikutusta, sillä ainoastaan tasot 1 ja 2 ovat jäsenvaltioita sitovaa EY-oikeutta. Ks. tarkemmin Manninen s. 267–268

[39] Ks. Lastra s. 62 ja laajemmin Manninen s. 268–269.

[40] Ks. esim. Syyrilä 2002 s. 262 ja Manninen s. 257–258.

[41] Sääntelyprosessin aiottu nopeutuminen perustuu ensinnäkin siihen, että poliittisessa yhteispäätösmenettelyssä voidaan keskittyä teknisten yksityiskohtien sijasta olennaisiin poliittisluonteisiin sääntelykysymyksiin ja -periaatteisiin (core principles). Toiseksi täytäntöönpanotoimenpiteiden päivittäminen markkinoiden kehitystä vastaavaksi on komitologiamenettelyssä toteutettuna huomattavasti nopeampaa kuin yhteispäätösmenettelyssä. Ks. Manninen s. 259 ja Lastra s. 62–64, joka myös kritisoi sitä, että sääntelyn laadun ja demokraattisuuden sekä toisaalta sääntelyn nopeutta ja joustavuutta korostavien tarpeiden välillä on voimakas jännite. Lastran mukaan sääntelyprosessin tavoitteena olevat joustavuuden ja nopeuden tavoitteet eivät myöskään välttämättä toteudu tarkoitetulla tavalla, erityisesti Euroopan parlamentin puutteellisen vaikutusvallan vuoksi sääntelyn sisällön osalta. Esim. MAD:n osalta parlamentti teki toista sataa muutosehdotusta komission alkuperäiseen direktiiviehdotukseen.

markkinoiden edelleen syvenevä integraatio, joka ilmenee muun muassa rajat ylittävien yritysjärjestelyjen lisääntymisenä.[42] Kyseisellä prosessilla pyritään myös tiivistämään kansallisten valvontaviranomaisten yhteistyötä. Sääntelyprosessin läpinäkyvyyttä pyritään lisäämään kuulemalla eri osapuolia sekä Euroopan laajuisesti että kansallisesti.

2.2.2.2 Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi

Euroopan parlamentti ja neuvosto antoivat uuden markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (MAD) vuoden 2003 alussa.[43] MAD on ensimmäinen direktiivi, joka on säädetty uuden Lamfalussy-prosessin mukaisessa lainsäädäntöjärjestyksessä. MAD:n keskeisenä tavoitteena on arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden turvaaminen, jonka on katsottu olevan edellytys yhdentyneille ja tehokkaille rahoitusmarkkinoille.[44] Direktiivin tarvetta on perusteltu sillä, että yhteisön lainsäädäntö markkinoiden luotettavuuden suojelemiseksi on ollut epätäydellinen. MAD:n yhteydessä kumotun sisäpiiridirektiivin katsottiin yksistään osoittautuneen riittämättömäksi väärinkäytössäännösten toimeenpanemiseksi koko EY:n tasolla. Lakisääteisten vaatimuksien vaihdellessa eri jäsenvaltioissa katsottiin markkinoilla toimivien osapuolien olevan epävarmoja käsitteistä, määritelmistä ja säännösten toimeenpanosta. Joissakin jäsenvaltioissa ei myöskään ollut lainkaan säännöksiä markkinoiden manipuloinnin ja harhaanjohtavien tietojen levittämisen kieltämiseksi.[45]

MAD:lla on haluttu varmistaa vastuunjaon, säännösten soveltamisen sekä valvonnan yhteistyön puitteiden olevan samat kaikkialla yhteisössä. Direktiivillä on pyritty varmistamaan myös eri jäsenvaltioiden valvontaviranomaisten organi-

---

[42] HE 175/2002 s. 24.

[43] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2003/6/EY) sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) perustuu Euroopan komission rahoitusmarkkinoita koskevaan toimintasuunnitelmaan (Financial Services Action Plan), joka on tarkoitus panna täytäntöön vuoden 2005 loppuun mennessä.

Komissio on antanut MAD:n nojalla kolme täytäntöönpanodirektiiviä ja yhden täytäntöönpanoasetuksen. Nämä ovat (1) komission direktiivi 2003/124/EY sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän johdosta (*komission määritelmädirektiivi*), (2) komission direktiivi 2003/125/EY sijoitussuositusten asianmukaisen esittämisen ja eturistiriitoja koskevien tietojen julkistamisen osalta (*sijoitussuositusdirektiivi*), (3) komission direktiivi 2004/72/EY hyväksyttyjen markkinakäytäntöjen, hyödykejohdannaisia koskevan sisäpiiritiedon määrittelemisen, sisäpiiriluettelojen laatimisen, johtohenkilöiden arvopaperikaupoista ilmoittamisen ja epäilyttävistä arvopaperikaupoista ilmoittamisen osalta (*komission kolmas direktiivi*) sekä (4) komission asetus (EY) N:o 2273/2003 takaisinosto-ohjelmille ja rahoitusvälineiden vakauttamiselle myönnettävien poikkeusten osalta (*komission takaisinostoasetus*).

[44] Ks. MAD:n toinen johdantolause. Ks. MAD:n taustasta ja tavoitteista myös Kurenmaa s. 85–87.

[45] MAD:n johdantolause 11.

soinnin ja valvontavaltuuksien riittävyys. MAD:n tavoitteen voidaan siten keskeisesti katsoa olevan ennaltaehkäistä markkinoiden väärinkäyttöä nimenomaan tehostamalla väärinkäytössäännösten toimeenpanoa. Yhtenäisen väärinkäytössääntelyn seurauksena markkinaosapuolet voivat myös paremmin arvioida markkinoiden väärinkäyttöön liittyvät riskit koko Euroopan alueella. Myös väärinkäytösten kohteeksi joutumisen todennäköisyyden on näin oletettu olevan eri jäsenvaltioissa yhtenäisempi.[46] MAD:lla ei kuitenkaan ole tarkoitettu yhtenäistää Euroopan yhteisön jäsenmaiden kansallisia rikosoikeudellisia säännöksiä. Direktiivi koskee ainoastaan hallinnollisia säännöksiä ja niiden toimeenpanemiseksi tarpeellisia hallinnollisia toimenpiteitä ja seuraamuksia.[47]

2.3 SÄÄNTELYN TAVOITTEET

Rahoitusmarkkinoiden perustehtävä on allokoida varoja rahoitusylijäämäisiltä talousyksiköiltä rahoitusalijäämäisille mahdollisimman alhaisin kustannuksin. Kyseisen tehtävän suorittamiseksi rahoitusmarkkinat välittävät informaatiota, hinnoittelevat erilaiset rahoitusmuodot, parantavat rahoitusinstrumenttien likviditeettiä ja antavat sijoittajille mahdollisuuden riskien hajauttamiseen ja vähentämiseen.[48] Vastaavasti arvopaperimarkkinoiden tehtäviksi osana rahoitusmarkkinoita voidaan mainita 1) riskin jakamisen mahdollistaminen, 2) pääomien keräämisen mahdollistaminen ja 3) yritysten tarkkailun ja valvonnan mahdollistaminen.[49] Markkinoiden sääntelyllä pyritään edistämään ja turvaamaan edellä mainittujen perustehtävien mahdollisimman tehokas toteutuminen. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn keskeiset tavoitteet on liitetty sekä markkinoiden tehokkuuden ja läpinäkyvyyden edistämiseen että sijoittajien suojan ja markkinoiden yleisen luotettavuuden parantamiseen.[50] Vastaavasti rahoitusvalvonnan yleiseksi tavoitteeksi on määritelty luottamuksen ylläpitäminen rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Tavoitteen saavuttamisen on katsottu edellyttävän, että rahoitusmarkki-

---

[46] Ks. MAD:n johdantolauseet ja Ferrarini 2004 s. 711, 718 ja 741.

[47] Tämän voidaan katsoa johtuvan luonnollisesti siitä, ettei EY:n toimivaltaan kuulu jäsenvaltioita sitovien rikosoikeudellisten normien antaminen mutta myös siitä, että hallinnolliset (seuraamus)säännökset on katsottu rikosoikeudellisia sääntöjä tehokkaammiksi sääntelykeinoiksi markkinoiden väärinkäytösten sääntelyssä.

[48] Ks. rahoitusmarkkinoiden tehtävistä esim. Malkamäki – Martikainen s. 28–30, Fabozzi – Modigliani – Ferri s. 6–7, Sillanpää 1994 s. 67 ja Anttila s. 19.

[49] Ks. esim. Holmström s. 45–49, Fabozzi – Modigliani – Ferri s. 308, Sillanpää 1994 s. 70–75, Kaisanlahti 1995 s. 1296–1299, Timonen 1997 s. 184 ss., Rudanko 1998 s. 206 sekä Huovinen s. 3.

[50] Ks. esim. HE 157/1988 s. 3, KM 1987:44 s. 30–31, HE 254/1998 s. 4 ja Karjalainen – Parkkonen s. 1–3.

noiden toiminta säilyy vakaana ja tehokkaana ja että rahoitusmarkkinoilla toteutuu riittävä asiakkaan- ja sijoittajansuoja.[51]

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja niiden valvonnan tavoitteena on siten lisätä yritysten mahdollisuuksia hankkia investointeihinsa edullista oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta.[52] Tämän tavoitteen saavuttamiseksi sääntelyllä on pyrittävä edistämään rahoitusta tarjoavien eli niin institutionaalisten sijoittajien kuin kotitalouksien sijoitushalukkuutta. Sijoittajien investointihalukkuus edellyttää luottamusta sekä markkinoiden puolueettomaan että markkinoiden tehokkaaseen toimintaan.[53] Sääntelyä tarvitaan sekä markkinoilla ilmenevän te-

---

[51] HE 175/2002 s. 7. Ratan suorittama rahoitusmarkkinoiden valvonta voidaan myös jakaa markkinoiden vakauden ja markkinoiden luotettavuuden valvontaan. Vakavaraisuusvalvonnan tehtävänä on ennen kaikkea rahoitusmarkkinoiden yleisen vakauden ja Ratan valvottavien vakavaraisuuden valvonta. Markkinoiden luotettavuuden turvaamisessa valvonnan painopisteenä on markkinoilla noudatettavien menettelytapojen valvonta sekä väärinkäytösten ehkäiseminen. Ratan valvontatehtävä toisaalta markkinoiden vakauden ja toisaalta markkinoiden sekä siellä toimivien osapuolten toiminnan luotettavuuden turvaamisessa ja sijoittajien suojaamisessa voi myös olla ristiriitainen. Esimerkkinä kyseisestä tilanteesta voisi olla pankin järjestämä emissio, jonka yhteydessä ilmenneisiin ehkä sinänsä vähäisempiin väärinkäytösepäilyihin puuttuminen julkisesti voisi vaarantaa koko emission toteutumisen ja siten mahdollisesti aiheuttaa vakavan kriisin koko pankin olemassaololle. Ääritilanteessa pankin taloudellisten toimintaedellytysten turvaaminen ja siten koko markkinoiden vakauden ylläpitäminen voivat ajaa yksittäisten sijoittajien oikeussuojaan turvaamiseen liittyvien intressien edelle.

Ratalakia uudistettaessa markkinoiden luotettavuuden tavoitetta korostettiin. Ratan toiminnan keskeiseksi tavoitteeksi nostettu luottamuksen säilyttäminen rahoitusmarkkinoita kohtaan katsottiin nimenomaisesti suppeammaksi kuin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kokonaistavoitteena oleva rahoitusmarkkinoiden tehokas ja häiriötön toiminta. Ratan toiminnan tavoitetta ei nähty tarkoituksenmukaiseksi laissa kytkeä tällaisiin muihin tavoitteisiin, kuten markkinoiden tehokkuuteen, koska useiden, osin ehkä keskenään vastakkaisten toiminnan yleisten tavoitteiden asettaminen saattaisi vaikeuttaa Ratan toiminnan yleisen tarkoituksenmukaisuuden arviointia ja siten Ratan toiminnan yleistä valvontaa. Tällaisten muiden tavoitteiden ei myöskään katsottu olevan Ratan tehtävän kannalta yhtä keskeisiä kuin eräiden muiden viranomaisten toiminnassa. Sen takia yleisluonteisia, esimerkiksi kilpailu- ja kuluttaja-asioihin tai rikollisuuden torjuntaan liittyviä tavoitteita ja tehtäviä ei nähty tarkoituksenmukaiseksi nimenomaisesti kytkeä Ratan toimintaa keskeisesti ohjaavaan tavoitteen määrittelyyn. Ks. HE 175/2002 s. 27–28.

[52] Ks. myös HE 137/2004 s. 7 ja 44, joissa yleisen luottamuksen osakkeiden jälkimarkkinoiden toimintaan katsotaan olevan perusedellytys, jotta liikkeeseenlaskijat pystyvät hankkimaan kilpailukykyisesti pääomaa markkinoilta.

[53] Hopun s. 98 mukaan sijoittajien luottamus ei tarkoita pelkästään sitä, että markkinoilla noudatetaan lainsäädäntöä, vaan se edellyttää eettisesti hyväksyttävää käytöstä markkinoiden osapuolilta myös silloin, kun lainsäädäntö on tulkinnanvarainen. Lisäksi sijoittajien luottamukseen voidaan Hopun mukaan katsoa kuuluvan, että sijoittajat voivat luottaa jonkin tahon tehokkaasti puuttuvan markkinoilla tapahtuviin väärinkäytöksiin sekä pyrkivän myös jatkuvasti kehittämään markkinoiden toimintaympäristöä ja sääntelyä.

Ks. myös Huovinen s. 4, jonka mukaan markkinoiden toimivuus edellyttää luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen.

Ks. myös Annola 2005 s. 58 ja 335, jonka mukaan sääntelyn keskeinen tavoite on markkinoiden tehokkuuden ja puolueettomuuden lisääminen. Markkinoita koskeva luottamus muodostuu odotuksesta markkinoiden tehokkaaseen ja puolueettomaan toimintaan.

hottomuuden että epäoikeudenmukaisuuksien korjaamiseen. Sääntelyä voidaan perustella myös intressikonfliktien ehkäisemisellä ja niiden aiheuttaman luottamuksen heikentymisen rajoittamisella.[54] Markkinoiden tehokkuuden ja luotettavuuden turvaamisessa keskeisin merkitys on sillä, kuinka hyvin markkinoille tyypillistä ominaispiirrettä – informaation epäsymmetrisyyttä ja sen hyväksikäyttöä – kyetään sääntelyllä ehkäisemään ja rajoittamaan.

2.3.1 Epäsymmetrinen informaatio

Merkittävä osa markkinoilla ilmenevistä häiriötekijöistä ja väärinkäytöksistä aiheutuu markkinoiden epätäydellisestä tai epätasapuolisesti jakautuneesta informaatiosta ja sen hyväksikäytöstä. Tämän tutkimuksen kohteena erityisesti olevat sisäpiirintiedon väärinkäyttö, kurssin vääristäminen sekä arvopaperimarkkinoita koskevat tiedottamisrikokset aiheutuvat juuri tästä ongelmasta. Kaikkia tutkimuksessa käsiteltyjä väärinkäytössäännöksiä yhdistää se, että niillä pyritään suojelemaan markkinoita ja siellä toimivia sijoittajia ehkäisemällä informaation epäsymmetriaa ja siihen liittyviä väärinkäytön riskejä.

Informaation epäsymmetrisyys ilmenee markkinoilla sekä liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien välisissä suhteissa että myös eri sijoittajien välisissä suhteissa. Markkinainformaatiolle on ominaista, että se siirtyy tietyllä viiveellä listayhtiöltä ja sen sisäpiiriltä ulkopuolisille. Listayhtiöiden osakkeenomistajilla ei voi olla samoja tietoja yhtiöstä ja sen arvoon vaikuttavista tekijöistä kuin yhtiön johdolla.[55] Informaatioasymmetria yhtiön johdon ja sijoittajien välillä aiheutuu osin jo siitä, etteivät listayhtiöt voi kilpailullisista syistä julkistaa kaikkea informaatiota markkinoille. Toisaalta yhtiön johdolla itselläänkään ei voi olla täydellisiä tietoja yhtiöstään ja sen arvoon vaikuttavista tekijöistä.[56] Informaatioasymmetria voi lisäksi vallita myös yhtiön hallituksen (erityisesti yhtiön ulkopuolisten hallituksen jäsenten) ja yhtiön toimivan johdon välillä.[57]

Jokaisen markkinoilla toimivan sijoittajan yhtäläinen tiedonsaanti ja -hallinta on epärealistista, sillä käytännössä informaation epäsymmetrisyys on markkinoilla väistämätön. Markkinoiden ammattilaisilla on resurssiensa ja taitojensa vuoksi nopeampi ja helpompi mahdollisuus hankkia tietoa. Markkinoilla tapah-

---

[54] Ks. myös Uche s. 68 ja 73.

[55] Ks. asymmetrisesta informaatiosta arvopaperimarkkinoilla esim. Timonen 1997 s. 75 ss., 164 ja 187–189, Rudanko 1998 s. 194, 217–223, Kaisanlahti 1999 s. 32–34 ja 41–44 sekä Turtiainen s. 122–124.

[56] Huovisen s. 222 mukaan tämä johtuu siitä, että tiedot perustuvat johdon valintaan. Huovisen mukaan kyse on usein pikemminkin johdon arvauksesta siitä, mitkä tiedot ovat enemmän totta ja mihin tietoon liittyy vähemmän epävarmuustekijöitä.

[57] Bainbridge – Johnson. s. 3 ss.

tuvalle kaupankäynnille on myös välttämätöntä, että markkinoilla toimivilla osapuolilla on erilaista informaatiota kaupan kohteesta. Tietoa enemmän (laillisesti) hankkineilla tulee myös olla oikeus hyödyntää sitä.[58]

Esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyssä on kyse siitä, missä määrin markkinoilla toimiville osapuolille on perusteltua sallia epäsymmetrisen informaation hyödyntäminen tai kannustaa heitä informaation keräämiseen markkinoilta ja missä määrin sitä tulisi rajoittaa.[59] Informaatioepätasapaino ilmenee tilanteesta riippuen joko tavoiteltavana tai vältettävänä ilmiönä. Siirtymä kannustettavasta toiminnasta moitittavaan on usein liukuva.[60] Markkinoiden toimivuuden kannalta voidaan katsoa olevan kannattavaa kannustaa kaikkia osapuolia tehokkaaseen tiedonhankintaan ja sallia kaupankäynti kyseisen tiedon perusteella, sillä näin arvopaperien hinnanmuodostus on tehokkaampaa.[61] Sisäpiirintiedon edellytyksenä olevan tiedon olennaisuuden vaatimuksen voidaan myös osaltaan katsoa turvaavan ja kannustavan markkinoilla toimivia sijoittajia ja analyytikoita hankkimaan ja tuottamaan uutta informaatiota ilman sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvää riskiä.

---

[58] Ks. Timonen 1997 s. 188, jonka mukaan markkinoilla vallitsee luonnostaan informaatioasymmetria, jonka hyödyntämiseen etenkin markkina-ammattilaisten toiminta olennaisesti perustuu.

[59] Ks. Kasanen, jonka tutkimus kohdistui siihen, ajoittavatko pörssiyhtiöiden palveluksessa olevat ilmoitusvelvolliset osakekauppansa paremmin kuin sijoittajat keskimäärin. Tutkimuksessa analysoitiin Helsingin pörssissä 1.8.1996–31.12.1997 toteutetut ilmoitusvelvollisten ja heidän määräysvaltayhteisöjensä osakekaupat. Tulosten mukaan ilmoitusvelvollisten osakekaupat olivat satunnaisesti jakautuneita osakkeiden tuottojen suhteen eikä osakkeiden tuottojen ja ilmoitusvelvollisten kauppojen välillä ollut havaittavissa kausaliteettia.

Vrt. Easterbrook – Fischel s. 268, joiden mukaan yhtiöiden sisäpiiriläisten on tutkimusten mukaan havaittu saavan muita sijoittajia hieman korkeampia tuottoja sijoituksilleen.

Ks. myös Scott – Xu s. 44–50, joiden tutkimuksessa ilmeni, että listayhtiöiden sisäpiiriläisten määrällisesti isommat ostot suhteessa heidän aiempaan omistukseensa yhtiöissä ennakoivat yhtiön odotettua isompia voittoja. Vastaavasti sisäpiiriläisten laajat myynnit ennakoivat yhtiön odotettua heikompaa tuloskehitystä.

Ks. myös Johansson – Knopp, joiden empiirisessä tutkimuksessa selvisi sisäpiiriläisten saaneen osakekaupoissaan ja erityisesti osakkeiden ostoissa muita parempia tuottoja. Tutkimus kohdistui ruotsalaisten listayhtiöiden sisäpiiriläisten osakekauppoihin vuosina 2002–2004.

[60] Näin Annola 2005 s. 30–32, jonka tutkimusongelma on, milloin informaatioedun hyväksikäytössä liu'utaan kannustettavasta ja ainakin sallitusta toiminnasta moitittavan puolelle.

[61] On myös esitetty, että sisäpiirikaupankäynnin kiellosta hyötyjiä ovat nimenomaan markkinoiden ammattilaiset eivätkä tavalliset sijoittajat. Näkemyksen mukaan sisäpiiriläisille asetetusta kiellosta seuraa, että mahdollisuus tiedon käyttöön ja siitä saatavaan hyötyyn siirtyy yhtiöiden sisäpiiriläisiltä markkinoiden ammattilaisille. Markkinoiden ammattilaiset kykenevät noukkimaan ja hyödyntämään sisäpiirintietoja markkinoilla muita sijoittajia nopeammin. Markkinoilla toimivien ammattimaisten sijoittajien on tästä syystä katsottu myös puoltavan sisäpiirisääntelyä. Sisäpiirikaupankäynnin salliminen vähentäisi myös sijoitustutkimukseen sijoittavien ammattimaisten sijoittajien voittoja. Ks. Boatright s. 137, Rudanko 1998 s. 337, Oker-Blom 2002 s. 164 ja Oker-Blom 2003 s. 246 ss. sekä Ferrarini 2004 s. 715.

Vastaavasti sisäpiiriläisten kaupankäynnin on lähtökohtaisesti katsottu edistävän tiedontuotantoa markkinoilla ja vaikuttavan siten myönteisesti markkinoiden tehokkuuteen. Sisäpiiriläisten kaupankäynti takaisi arvopaperin ”oikean” hintatason myös ulkopuolisille sijoittajille nopeammin kuin (pelkkä) listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuteen perustuva sääntely.[62] Vapailla markkinoilla sisäpiirikaupankäynnin riski kuuluisi myös systeemiin ja olisi yleisesti tiedossa, jolloin muut markkinaosapuolet voisivat varautua siihen vaikuttamalla yleiseen hintatasoon.[63]

Sisäpiirikaupankäynnin kieltämisen tai sen rajoittamisen puolesta voidaan vastaavasti esittää useita argumentteja. Sisäpiirikaupankäynnin ollessa yhtiön johdolle täysin sallittua voisi johdolla olla ensinnäkin kannustin lisätä tiedottamisella yhtiön osakkeen hinnanvaihtelua ja pyrkiä hyödyntämään sitä omassa kaupankäynnissään. Tällöin yhtiön johto voisi olla taipuvainen julkistamaan jopa sellaista tietoa, jonka salassapito olisi yhtiön ja sen osakkeenomistajien etujen mukaista. Kaupankäynnin salliminen voisi vastaavasti kannustaa yhtiön johtoa lykkäämään tiettyjen tietojen julkistamista. Sisäpiirin kaupankäynnin salliminen voisi olla haitallista myös siksi, että se voisi kannustaa yhtiön johtoa ottamaan epätarkoituksenmukaisia riskejä (lisätäkseen osakkeen kurssin hinnanvaihtelua).

Sisäpiirikaupan salliminen voisi myös vähentää muiden markkinaosapuolien kannustimia listayhtiöitä koskevan informaation hankkimiseen ja uuden tiedon tuottamiseen.[64] Riski sisäpiiriläisten hyötymismahdollisuudesta voisi lisäksi vä-

---

[62] Ks. Rudanko 1998 s. 346 ja 350, jossa tuodaan esiin näkemys sisäpiiritoiminnan mahdollisesta informatiivisesta tehokkuudesta juuri siksi, että tutkimustulokset eivät tue tehokkaiden markkinoiden ns. vahvaa muotoa, jonka mukaan markkinat heijastavat myös julkistamatonta tietoa.

Ks. myös Annola 1990 s. 16–21 sekä 57, jossa tuodaan esiin sisäpiirisääntelyn vastustajien mielipide, jonka mukaan sisäpiirin kaupat ovat ainoa keino, jolla julkistamattoman informaation vaikutus tulisi huomioiduksi osakkeen kurssikehityksessä. Sisäpiirin kaupat vakauttaisivat myös osakkeen kurssikehitystä, koska tietojen julkistamisella ei enää olisi yhtä suurta merkitystä osakkeen kurssimuutoksille. Annola suhtautuu kuitenkin kriittisesti sisäpiirin kauppoihin arvopaperin pörssikurssin korjaajana. Annolan mukaan sisäpiirin kauppojen seurauksena kurssit voivat siirtyä oikealle tasolle vain vähitellen ja tällöinkin edellytyksellä, että markkinat tunnistavat sisäpiirintiedon perusteella tapahtuneen toiminnan.

Ks. myös Oker-Blom 2002 s. 159 ss. ja Oker-Blom 2003 s. 245 ss. jossa sisäpiirinkaupankäyntiä ei pidetä niin moitittavana (ainakaan taloudellisessa mielessä) kuin miksi se yleisesti on mielletty. Oker-Blom tuo esiin näkemyksiä, joiden mukaan sisäpiirin kaupankäynnille asetetut kiellot mm. lisäävät arvopaperien volatiliteettia, heikentävät riskin jakautumista ja ohjaavat resursseja tuottavan toiminnan sijasta hallinnolliseen sääntelyyn ja valvontaan. Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 46–47.

[63] Ks. Kurenmaa s. 28–30. Ks. myös Ribstein s. 57, jonka mukaan sisäpiirisääntelyä ei voida perustella ulkopuolisten sijoittajien suojaamisella, koska heidän sisäpiiririskinsä tulisi jo ilman sääntelyä huomioon otetuksi laajentuneiden osto- ja myyntitarjousten välityksellä.

[64] Ks. esim. Beny s. 6.

hentää sijoittajien sijoitushalukkuutta sekä lisätä sijoittajien kaupankäyntikustannuksia ja alentaa siten osakkeen arvoa. Sisäpiirikaupan salliminen tekisi markkinat tehottomammiksi, koska esimerkiksi osakkeiden ostajat olisivat valmiita maksamaan osakkeista vähemmän myyjällä mahdollisesti olevan sisäpiirintiedon johdosta. Sisäpiiritoiminnan vaikutuksena voisi siten olla erityisesti riskiä kaihtavien sijoittajien aiheuttama arvopaperien hintatason lasku.[65] Erityisesti markkinoilla toimivien ammattimaisten osapuolien on katsottu ottavan sisäpiiririskin huomioon laajentamalla osto- ja myyntitarjoustensa eroa, mikä puolestaan johtaa arvopaperien alempaan hinnoitteluun.[66]

Näin sisäpiirikaupankäyntiä koskeva riski voisi päinvastoin heikentää markkinoiden hinnanmuodostuskykyä ja tehokkuutta sekä lisätä listayhtiöiden pääoman hankintakustannuksia. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltämisellä – niin Suomessa kuin lähes kaikissa muissa valtioissa – on lopulta päädytty rajoittamaan epäsymmetrisen informaation hyväksikäyttöä.[67]

Vastaavasti listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä on lähtökohdiltaan kyse informaatioasymmetrian tasoittamisesta, missä vastakkaisina intresseinä ovat osin yhtiön ja markkinoilla toimivien sijoittajien edut.[68] Markkinoilla noteeratuille yhtiöille on säädetty yleinen velvollisuus informoida markkinoilla toimivia sijoittajia yhtiönsä toimintaan liittyvistä olennaisista seikoista. Tietyissä tilanteissa kyseistä velvollisuutta on kuitenkin voitava rajoittaa yhtiön etuihin ja

---

[65] Ks. Rudanko 1998 s. 332–336 ja 349–351, Easterbrook – Fischel s. 257–267 ja 346 sekä Boatright s. 137.

[66] Langevoort 2001 s. 256, Ferrarini 2004 s. 714 ja Rudanko 1998 s. 337.

[67] Ks. myös Ferrarini 2004 s. 713, jonka mukaan sisäpiirikaupankäynnin kieltämisestä ollaan oltu suhteellisen yksimielisiä Euroopan tasolla. Ks. myös Annola 2005 s. 58, jonka mukaan sisäpiirisääntely on saavuttanut laajan hyväksynnän.

Ks. sisäpiirisääntelyn puolesta ja vastaan esitetyistä argumenteista af Sandeberg 2002 s. 43–48 ja Oker-Blom 2002 s. 157 ss. Heidän mukaansa sisäpiirisääntelyä puolustavat pääargumentit liittyvät usein oikeudenmukaisuus-argumentteihin ja sääntelyä vastustavat taloudellisiin argumentteihin.

Erityisesti yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä kehittyneitä sisäpiirintiedon väärinkäytön eri sääntelyteorioita ei tässä arvioida enemmälti. Kyseiset teoriat jakautuvat lähinnä kolmeen kategoriaan. Ensimmäisen mukaan sisäpiirikauppa vahingoittaa sijoittajia ja sitä kautta heikentää sijoittajien luottamusta markkinoihin. Toisen kategorian mukaan sisäpiirikauppa vahingoittaa arvopaperin liikkeeseenlaskijaa. Kolmannen kategoria mukaan sisäpiirikaupassa on kyse yhtiölle kuuluvan omaisuuden (informaation) anastamisesta ja se tulisi kieltää, vaikka vahinkoa sijoittajille tai yhtiölle ei aiheutuisikaan. Ks. sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn ja sisäpiirikaupan teorioista kokoavasti esim. Kurenmaa s. 34–49 ja Rudanko 1998 s. 320–345. Ks. myös Annola 1990 s. 58, jonka mukaan sisäpiirin kaupankäynnin sääntelyssä voidaan erottaa kolme suojeluintressiä. Nämä ovat sijoittajien markkinoita kohtaan tuntema luottamus, arvopaperit liikkeeseen laskenut yhtiö sekä sisäpiiriläisen vastapuoli. Ks. yhdysvaltalaisista sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyteorioista myös Annola 2005 s. 134 ss.

[68] Ks. myös Aarum s. 238, jonka mukaan yhtiön tiedotuspäätöksessä on kyse tasapainosta kahden intressin kesken: sijoittajansuojan ja yhtiön salassapito-oikeuden välillä.

sen toiminnan turvaamiseen liittyvillä näkökohdilla. Listayhtiöiden tiedonantovelvollisuutta koskevalle informaatiosääntelylle on tyypillistä pyrkimys löytää tasapaino tiedon julkistamisen ja sen yleisen käytettävyyden sekä toisaalta tietojen yksinomaisen (eksklusiivisen) käytön välillä.[69] Oman erityisen ongelmansa markkinoilla muodostavat myös informaation rajatun ja yleisen käytettävyyden välimaastoon sijoittuvat tilanteet, joissa on kyse yhtiön osakkeenomistajien ja markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertaisesta asemasta yhtiötä koskevan informaation hyväksikäytössä. Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn keskeisenä tavoitteena voidaan pitää juuri osakkeenomistajien yhdenvertaista kohtelua.[70] Yhtiön osakkeenomistajien ohella kuitenkin myös kaikilla muilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla on oltava yhtäläinen mahdollisuus saada haltuunsa ja käyttää hyväkseen arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevia tietoja.

Informaatioasymmetria on markkinoiden ominaispiirre, jota ei voida sääntelyllä kokonaan poistaa. Informaation epäsymmetriaa voidaan kuitenkin pyrkiä sääntelyllä vähentämään rajoittamalla sen markkinoille tai eri markkinaosapuolille aiheuttamia riskejä ja haittavaikutuksia.[71] Markkinoiden oikeudenmukaisuuden ei voida katsoa edellyttävän kaikkien osapuolten yhtäläistä informaation hallintaa. Markkinoiden oikeudenmukaisuus kuitenkin edellyttää, että kaikilla markkinaosapuolilla on periaatteellinen mahdollisuus kyseisen informaation hankkimiseen. Vaikein tehtävä (informaatio)sääntelylle on juuri rajan vetäminen oikeudenmukaisen ja epäoikeudenmukaisen hyötymisen välille tilanteessa, jossa toimijoilla on epätasavertainen pääsy tietoihin.[72]

---

[69] Ks. myös Lau Hansen 2001 s. 543.

[70] Sillanpään 1994 s. 114 mukaan sekä yhtiöoikeudellinen että arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely ja niiden tavoitteet ovat niin lähellä toisiaan, että kumpaankin niistä kuuluvan yhdenvertaisuusperiaatteen tulkinta ei voi kovin paljon poiketa toisistaan.

Yhdenvertaisuuden periaatteen on katsottu muodostavan keskeisen ja kasvavaa merkitystä saavan yleisperiaatteen myös esim. varallisuusoikeudessa. Ks. Tolonen 2003 s. 82–89.

Ks. myös Kaisanlahti 1999 s. 84, joka toteaa keskeisen periaatteen vähemmistö- ja enemmistöosakkaan suhteessa olevan osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden.

Ks. epäoikeutetun edun kiellosta ja yhdenvertaisuusperiaatteesta myös Mäntysaari 2002 s. 69–79, jonka mukaan osakeyhtiöoikeuden yhdenvertaisuusperiaate ilmenee myös useista arvopaperimarkkinalain säännöksistä.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatteen merkitystä on myös OYL:n uudistuksessa korostettu. Ks. ehdotettu OYL 1:7, jossa on erikseen säädetty yhdenvertaisuudesta. Ehdotetun säännöksen perustelujen mukaan periaatteen päällimmäisenä tarkoituksena on suojata vähemmistöosakkeenomistajia. Säännöksessä on kielletty epäoikeutetun edun antaminen osakkeenomistajalle tai muulle yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

[71] Ks. myös Timonen 1997 s. 189 ja Samuelsson 1991 s. 318–321.

[72] Boatright s. 34–36. Markkinoiden tasapuolisuuden periaatteella ei ole katsottu pyrittävän täydelliseen tasa-arvoon, koska se poistaisi markkinoilta rationaaliset sijoitusmahdollisuudet. Sääntelyllä on katsottu pyrittävän vain tasapuolisten lähtökohtaisten mahdollisuuksien luomien sijoittajille. Ks. Annola 1990 s. 52 ja Moberg – Samuelsson s. 101.

2.3.2 Informaatiosääntely

Markkinoiden tehokkuutta on yleisesti pidetty keskeisimpänä edellytyksenä markkinoiden toimintakyvylle.[73] Markkinoiden tehokkuuden on katsottu kytkeytyvän keskeisesti markkinoiden informaatioprosessin tehokkuuteen.[74] Markkinoiden informaatiotehokkuudessa on kyse siitä, kuinka nopeasti ja virheettömästi markkinainformaatio heijastuu markkinoilla noteerattujen arvopaperien hintoihin.[75] Myös suomalaisen arvopaperimarkkinapolitiikan tai -strategian yhtenä

Ks. myös Annola 2005 s. 61, jonka mukaan tavoitteena ei ole täydellinen tasapaino, vaan tavoiteltavan markkinatasapainon määrittely tulee perustaa sisäpiirisääntelyn markkinaluottamuksen turvaamisen tavoitteeseen. Annolan 2005 s. 106 ja 121 mukaan sijoittajien luottamus voidaan liittää siihen, että markkinoilla ei käytetä sellaista informaatiota, jota vastapuolella ei olisi ollut mahdollista saada tietoonsa. Sisäpiirintiedon hyväksikäytön moitittavuus perustuu siihen, että osapuolilla ei ole yhdenvertaisia mahdollisuuksia tiedon saamiseen.

Myös lain esitöissä HE 254/1998 s. 4 katsotaan markkinoiden toimivuuden edellyttävän luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen eli siihen, että markkinoilla kaikki ovat samassa asemassa niin toimintaoikeuksien kuin toimintamahdollisuuksienkin suhteen. Kaikilla sijoittajilla on siten oltava markkinoille vapaa pääsy ja heillä on oltava tasavertaiset mahdollisuudet arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevaan informaatioon ja sen hyväksikäyttöön.

[73] Ks. markkinoiden tehokkuudesta esim. Timonen 1997 s. 80–90 ja Kaisanlahti 1999 s. 13 ja 46–49.

[74] Ks. esim. Tomperi s. 68. Ks. myös Rudanko s. 206 av. 70, jonka mukaan markkinoiden tehokuutta on tarkasteltu mm. markkinoiden toimivuuden, tiedonvälityksen ja pääomien allokaation näkökulmista (operationaalinen, informatiivinen ja allokatiivinen tehokkuus). Ks. taloudellisesta tehokkuudesta erityisesti sisäpiiritoiminnan yhteydessä ibid. s. 345 ss.

Ks. myös VM 1998:3 s. 53–54, jossa arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden on katsottu muodostuvan varojen allokoitumisprosessin, arvopaperien vaihdantaprosessin sekä markkinoiden informaatioprosessin yhteisvaikutuksena. Markkinoiden tehokkuuden kasvun on katsottu näkyvän reaalitaloudessa ennen kaikkea investointien kannattavuutena ja toteutettavien investointien määrässä.

Ks. myös Hidén s. 2, jonka mukaan markkinoiden tehokkuudessa on kyse myös vaihdannan tehokkuudesta eli riittävän kysynnän ja tarjonnan turvaamisesta. Tehokkaiden jälkimarkkinoiden ominaisuuksina pidetään likvidiyttä, vaihdannan volyymia ja hyviä mahdollisuuksia irtautua sijoituksesta.

[75] Markkinoiden informaatiotehokkuuden näkökulmasta markkinat on perinteisesti jaoteltu vahvasti, keskivahvasti ja heikosti tehokkaisiin markkinoihin riippuen siitä, kuinka tehokkaasti arvopaperien kurssit heijastavat julkistettua tai jopa julkistamatonta informaatiota. Tehokkaiden pääomamarkkinoiden hypoteesin mukaan tehokkailla markkinoilla (likvidin) osakkeen hinta heijastaa välittömästi kaiken saatavilla olevan ja jopa julkistamattoman informaation ja on paras arvio osakkeen tulevasta kehityksestä (teorian ns. vahva muoto). Osakkeiden hinnat ovat siten aina ”rationaalisesti” hinnoiteltuja, eikä kukaan pysty hyödyntämään osakkeiden yli- tai alihinnoittelua. Teorian ns. keskivahvassa muodossa arvopaperin arvon oletetaan heijastavan kaikkea julkistettua informaatiota. Teorian ns. heikon muodon mukaan arviota osakkeen hinnan tulevasta kehityksestä ei voida luotettavasti tehdä osakkeen toteutuneen hinnanmuodostuksen perusteella. Ks. tehokkaiden pääomamarkkinoiden hypoteesista esim. Langevoort 2002 s. 2–3 ja 7–16, jonka mukaan kritiikki tehokkaiden markkinoiden hypoteesia kohtaan on kasvanut aina 1970–luvulta lähtien ja kyseinen teoria on saanut rinnalleen käyttäytymistieteellisiä teorioita. Ks. tehokkaiden markkinoiden hypoteesista myös esim. Samuelsson 1991 s. 83–87, Timonen 1997 s. 77–78 ja 187–188, af San-

keskeisenä lähtökohtana on viime vuosina ollut markkinoiden informaatioprosessin kehittäminen. Informaatioprosessin kehittämisen on katsottu merkitsevän muun muassa sijoittajien, pääomantarvitsijoiden, rahoituksenvälittäjien ja muiden markkinaosapuolten tiedonantovelvollisuuksien lisäämistä tai täsmentämistä sekä sijoittajien saaman informaation selkeyttämistä.[76]

Markkinoiden tehokkuutta on ensisijaisesti pyritty edistämään säätämällä pörssiyhtiöille mahdollisimman kattava tiedonantovelvollisuus sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. Markkinoiden ja siellä noteerattujen arvopaperien hinnanmuodostuksen tehokkuus edellyttävät julkistetun informaation luotettavuutta, laadukkuutta ja kattavuutta. Julkistettavan informaation laatu ja luotettavuus vähentävät yhtiön toimintaan liittyvien riskien yllätyksellisyyttä pienentämällä informaatioasymmetriaa yhtiön ja markkinoiden välillä. Tehokkaasti informoidut markkinat kykenevät hinnoittelemaan arvopaperikohtaiset riskitekijät tehokkaammin, jolloin myös sijoituskohteesta maksettava riskipreemio on pienempi ja hinnanmuodostus samalla luotettavampaa.[77]

Arvopaperin hinnanmuodostuksen ollessa tehotonta sijoittajien päätökset eivät ole taloudellisesti perusteltuja ja tehokkaita niiden pohjautuessa (tehottoman hinnanmuodostuksen välityksellä) vääriin tai puutteellisiin tietoihin.[78] Riskien arvioiminen ja niiden hinnoittelu sekä sitä kautta rationaalisten sijoituspäätösten tekeminen on mahdollista vain, jos markkinoilla määräytyvissä hinnoissa on voitu mahdollisimman tehokkaasti huomioida kaikki olennainen tieto.

Riittävien ja oikeiden tietojen merkitystä rationaalisille sijoituspäätöksille voidaan havainnollistaa seuraavalla esimerkillä. Oletetaan, että myytävänä on kaksi laadultaan (tuottoarvoltaan) identtistä osaketta: osake A maksaa 100 € ja osake B 105 €. Osake A:han sisältyy kuitenkin julkistamaton riski, jonka toteutumisen todennäköisyys on 20 % ja josta aiheutuisi 50 € tappio. Mikäli sijoittaja ei ole tietoinen riskistä, hän luonnollisesti valitsee halvemman osakkeen A. Tilanteessa, jossa riskin piilokustannus eli riski tappion mahdollisuu-

---

deberg 2002 s. 27–28 sekä Tomperi s. 68–70. Ks. myös Rudanko 1998 s. 346–350, jonka mukaan eräistä amerikkalaisista empiirisistä tutkimuksista näyttäisi saatavan tukea lähinnä teorian keskivahvoille muodoille.

[76] Ks. informaatioprosessin kehittämisen merkityksestä Suomen arvopaperimarkkinoilla VM 1998:3 s. 56–61, 90–93 ja 100–103. Ks. myös HE 209/1998 s. 21.

[77] Ks. myös Healy – Palepu s. 417 ja 429–430, joiden mukaan yhtiön johdolla on insentiivi julkistaa myös vapaaehtoisesti informaatiota markkinoille, koska sen on havaittu parantavan yhtiön arvopaperien likviditeettiä ja lisäävän institutionaalisten sijoittajien kiinnostusta yhtiöstä. Sellaisten yhtiöiden osalta, joiden tiedottaminen on informatiivista, analyytikkoennusteiden hajonta yhtiön tulevaisuuden ennusteiden osalta on myös vähäisempää. Ks. myös HE 157/1988 s. 24.

[78] Ks. myös Timonen 1997 s. 75, jonka mukaan asymmetrisen informaation tilanteessa osapuolten päätökset perustuvat erilaiseen informaatioon, joten yhteistä (ja sitä kautta yleistä) optimointia toteuttavat päätökset eivät ole mahdollisia.

desta kuitenkin lisätään tuotteen hintaan, olisi osakkeen A:n todellinen hinta (0,2 * 50 € + 100 €) 110 €. Tällöin sijoittajan olisi rationaalista valita sijoituskohteeksi osake B.[79]

Listayhtiöille asetettujen tiedonantovelvollisuussäännösten tarkoituksena on mahdollistaa juuri se, että sijoittajat voivat ottaa informoituja riskejä. Tiedonantovelvollisuussäännökset luovat siten paremmat edellytykset osapuolien tehokkaalle riskinjaolle.[80]

Listayhtiöille asetettujen tiedonantovelvollisuussäännösten tavoitteeksi ei ole määritelty yksinomaan markkinoiden hinnanmuodostuksen tehokkuuden edistämistä, vaan myös markkinoiden luotettavuuden turvaaminen.[81] Markkinoilla luonnostaan vallitseva tiedon epäsymmetrisyys korostaa luottamuksen merkitystä. Markkinoilla rationaaliset tai huolelliset sijoittajat toimivat tai ainakin pyrkivät toimimaan heillä käytettävissä olevan tiedon perusteella. Luottamuksen merkitys kasvaa sitä suuremmaksi, mitä vähemmän sijoittajilla on tosiasioihin perustuvaa tietoa tai mitä epävarmempia he ovat heillä käytettävissä olevan informaation totuudenmukaisuudesta. Luottamus kohdistuu tällöin tiedonantovelvollisuutta koskevien sääntöjen noudattamiseen. Sijoittajien luottamus kohdistuu muun muassa siihen, että listayhtiön johto on hankkinut oikeat ja ajantasaiset tiedot yhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista sekä siihen,

---

79 Ks. myös Ogus 1994 s. 122 ja 139–140.

80 Aivan samoin esimerkiksi sopimusoikeudessa osapuolille on asetettu tiedonantovelvoitteita juuri riskinjaon näkökulmasta. Täydellisen sopimuksen eräänä tunnusmerkkinä on pidetty sitä, että sopimuksentekoa ympäröivien olosuhteiden tulee tehdä yksilöllinen rationaalisuus mahdolliseksi. Sopimuksiin liittyvien epävarmuuksien eliminointi riippuu keskeisesti siitä, minkälaisen tiedon valossa osapuolet sopimuksia tekevät. Tästä syystä laissa on tietyissä tilanteissa asetettu tiedollisesti vahvemmalle osapuolelle velvollisuus kertoa vastapuolelleen sopimuksen kannalta keskeisistä seikoista. Ks. täydellisen sopimuksen tunnusmerkeistä Häyhä s. 176–178. Ks. myös Rudanko 1998 s. 218 ss.

Ks. myös Annola 1990 s. 43–44, jonka mukaan vain toisen arvopaperikaupan osapuolista ollessa tietoinen olennaisesta informaatiosta, ei riski arvopaperin tulevista kurssimuutoksista ole tasaisesti jakautunut. Jos vastapuolella ei ole edes mahdollisuutta saada kyseistä tietoa haltuunsa, niin riskinjaon epäsuhteisuus ei Annolan mukaan ole hyväksyttävää. Ks. sisäpiirisääntelyn yhteydestä sopimusoikeuteen laajemmin Annola 2005 s. 64–92.

Ks. myös Määttä 1999 s. 28–29, jossa epäsymmetrisen informaation katsotaan olevan eräänä syynä kuluttajansuojalainsäädännölle, jonka pyrkimyksenä on luoda edellytykset tehokkaalle riskinjaolle.

81 Ks. Huovinen s. 7–8 ja 396, joka katsoo tiedonantovelvollisuuden tavoitteiksi laajasti ymmärrettynä sijoittajien suojaamisen, riskien pienentämisen, opportunistisen ja epäoikeudenmukaisen hyötymisen estämisen ja luottamuksen säilyttämisen. Huovinen on tutkimuksessaan ryhmitellyt listayhtiöihin kohdistuvan (jatkuvan) tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteet 1) suojelutavoitteeseen, 2) tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoitteeseen, 3) riittävien ja oikeiden tietojen tavoitteeseen, 4) virheellisten tietojen leviämisen estämistavoitteeseen sekä 5) markkinoiden tehostamistavoitteeseen.

että johto pyrkii myös välittämään kyseiset tiedot markkinoille totuudenmukaisina ja ajallaan.

Tiedonantovelvollisuuksiin kohdistuvaa sääntelyä voidaan perustella siten myös epäsymmetrisestä informaatiosta johtuvien väärinkäytösten ehkäisemisellä. Tiedonantovelvollisuuksien tarkoituksena on lisätä markkinoiden luotettavuutta rajoittamalla arvopaperien petollista markkinointia sekä toisaalta turvata markkinoiden puolueettomuutta lisäämällä sijoittajien tiedollista tasa-arvoa. Markkinoiden informaatiosääntelyn eräänä keskeisenä tavoitteena on suojata sijoittajia parempaa tietoa omaavien markkinaosapuolien epäreilulta hyötymiseltä. Markkinoiden luotettavuus ja puolueettomuus edellyttävät siten toisaalta tiedonsaannin yhdenvertaisuuden turvaamista mahdollisimman pitkälle ja toisaalta tiedonsaantia koskevan etuoikeutetun aseman hyödyntämisen rajoittamista.[82]

Tehokkailla tiedonantovelvollisuussäännöksillä on keskeinen merkitys myös sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisemisessä. Markkinoiden sääntelyssä tulisi sisäpiiritoiminnan estämisen näkökulmasta keskittyä markkinoiden läpinäkyvyyden ja erityisesti tiedonantovelvollisuussäännösten kehittämiseen.[83] Markkinoiden puolueettomuus edellyttää myös sitä, ettei mikään yksittäinen taho pysty ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä.[84] Tehokkaat tiedonantovelvollisuudet estävät myös arvopapereihin kohdistuvia manipulointiyrityksiä julkistetun informaation heikentäessä väärän tai spekulatiivisen informaation vaikutusmahdollisuuksia. Kyseisiä väärinkäytöksiä on yksinkertaisesti vaikeampi tehdä silloin, kun sijoittajilla on hyvät mahdollisuudet ajanmukaisen ja luotettavan informaation saamiseen.[85]

Markkinoiden luotettavuutta ja puolueettomuutta turvaavan informaatiosääntelyn tavoitteissa korostuu markkinoilla toimivien ei-ammattimaisten sijoittajien etujen turvaaminen. Puutteellisen asiantuntemuksen omaavilla piensijoittajilla on suurin riski joutua vahingonkärsijän asemaan markkinoilla ilmenevissä häiriötilanteissa.[86] Sisäpiiritoiminnan aiheuttamien kielteisten vaikutuksien on esimerkiksi katsottu kohdistuvan ennen kaikkea piensijoittajiin, eikä niinkään institutionaalisiin sijoittajiin ja markkinoiden muihin ammattilaisiin.[87] Markkinoiden

---

82 Ks. Timonen 1997 s. 188 ja Huovinen s. 6.

83 Ks. myös Langevoort 2001 s. 256, jonka mukaan sijoittajien huolenaihe ei niinkään ole markkinoilla ilmenevä sisäpiiritoiminta sinänsä, vaan ennemminkin markkinoiden tiedonantovelvollisuuksiin kohdistuva sääntelyn laatu, jolla voidaan vaikuttaa yhtiöiden tiedottamisen nopeuteen ja rehellisyyteen.

84 HE 157/1988 s. 3, KM 1987:44 s. 30–31 ja HE 254/1998 s. 4.

85 Boatright s. 34.

86 Ks. Huhtamäki 1993a s. 80.

87 Rudanko 1998 s. 351. Ks. myös Langevoort 2001 s. 255, joka esittää esimerkiksi Yhdysvaltojen suhtautuneen sisäpiiririkollisuuden torjumiseen erittäin vakavasti juuri siksi, että se mainostaa

informaatiosääntelyä tarvitaan ennen kaikkea piensijoittajien rajallisista resursseista ja rajallisesta riskinottokyvystä johtuen. Suuremmat institutionaaliset sijoittajat kykenevät resurssiensa ja taitojensa sekä omien riskinhallintamenetelmiensä ansiosta varautumaan markkinoilla ilmeneviin riskeihin ja sietämään niitä piensijoittajia paremmin. Pienemmät sijoittajat ovat sitä vastoin enemmän riippuvaisia markkinoille asetetuista säännöksistä, jotka osin turvaavat heidän sijoituksiinsa muutoin kohdistuvia (väärinkäytös)riskejä ja siten parantavat heidän luottamustaan markkinoihin.[88]

Markkinoiden sääntelyllä ei luonnollisesti kyetä täydellisesti turvaamaan markkinoiden tehokkuutta, puolueettomuutta ja tasapuolisuutta. Markkinoiden sääntelyllä on kuitenkin pyrittävä luomaan sijoitustoiminnalle mahdollisimman tehokkaat ja oikeudenmukaiset puitteet. Lainsäädännön on tarjottava mahdollisuudet myös riittävien sanktioiden käyttämiseen silloin, kun luottamus markkinoiden moitteettomaan toimintaan niin vaatii. Sillanpää on osuvasti kuvannut arvopaperimarkkinoita uhkapeliksi, jossa pelaajia ei ole, ellei sääntöjä koeta oikeudenmukaisiksi.[89]

2.4 SÄÄNTELYN KUSTANNUKSET

Markkinoiden sääntelyltä tulee edellyttää kustannustehokkuutta. Sääntelyn aiheuttamia kustannuksia tulee verrata sääntelyllä saavutettaviin hyötyihin. Sään-

---

sikäläisten markkinoiden laadukkuutta ja avoimuutta luomalla kuvan siitä, että juuri ”tavallisen” sijoittavan yleisön edut asetetaan ensiarvoisiksi suhteessa sisäpiiriläisten eliittiin.

88 Reichman 1991 s. 265. Reichmanin mukaan instituutiosijoittajien kehittämät omat riskinhallintamenetelmät voivat myös vähentää pyrkimyksiä kehittää kaikkien markkinaosapuolten kollektiivista turvallisuutta edistäviä keinoja. Tämä puolestaan voi heikentää markkinoilla toimivien pienempien sijoittajien luottamusta valtion kykyyn edistää oikeudenmukaisten ja tasapuolisten kaupankäyntiolosuhteiden turvaamista kaikille sijoittajille. Ks. Reichman 1991 s. 285.

Tosin myös instituutiosijoittajat ovat ainakin välillisesti riippuvaisia niitä suojaavasta markkinoiden sääntelystä, sillä esimerkiksi suuri osa piensijoittajista on markkinoilla mukana rahastojen kautta, eivätkä he välttämättä ole yhtä halukkaita sijoittamaan rahastoihin, mikäli he kokevat myös (instituutio)sijoittajien oikeuksia turvaavien säännösten olevan joiltain osin puutteellisia.

Vrt. myös af Sandeberg 2003 s. 872, jonka mukaan arvopaperimarkkinoilla kriminalisointien suojaintressit kohdistuvat erityisesti markkinoilla toimiviin ammattimaisiin sijoittajiin. Tätä Sandeberg perustelee sillä, että erityisesti ammattimaiset sijoittajat käyttävät markkinoilla saatavilla olevaa tietoa sijoituspäätöstensä tekemisessä toisin kuin piensijoittajat, jotka ovat taidoiltaan ja tiedoltaan heikommassa asemassa tiedon hyödyntämiseen. Tästä syystä suojatavoitteet ulottuvat markkinoiden tehokkaan toiminnan turvaamiseen ja siten huomattavasti pidemmälle, kuin ainoastaan piensijoittajien luottamuksen suojaamiseen.

89 Sillanpää 1994 s. 97. Ks. myös Rudanko 1998 s. 329, jonka mukaan oikeudellinen sääntely perustuu arvostuksiin, jotka eivät ole puhtaasti taloudellisia edes ns. taloudellisen lainsäädännön alueella. Eettisiä näkökohtia ei voida sivuuttaa sisäpiirisääntelyssäkään, vaikka ne näyttävät toisinaan olevan ristiriidassa taloudellisen tehokkuuden kanssa.

telystä aiheutuu markkinoilla toimiville osapuolille kustannuksia (liiketoimintakustannuksia), joiden määrä ei tulisi ylittää sääntelyllä saatavia taloudellisia hyötyjä, jotta markkinoiden sääntely olisi taloudellisesti tehokasta.[90] Oikeustaloustieteen piirissä käytetyssä ns. transaktiokustannusanalyysissä optimaalinen sääntelytaso on yleensä määritelty vertaamalla keskenään sääntelyn aiheuttamia kustannuksia ja säänneltävän riskin mahdollisesti aiheuttamia kustannuksia. Sääntely on tehokasta, jos sääntelyn kustannukset jäävät pienemmiksi kuin sääntelemättömästä riskistä (todennäköisyysarvioinnilla lasketut) mahdolliset kustannukset. Muussa tapauksessa on taloudellisesti perusteltua jättää riski sääntelemättä.[91]

Sääntely aiheuttaa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä moninaisia kustannuksia. Sääntelyn välittömiä kustannuksia ovat luonnollisesti sääntelyn laatimisesta, sääntelyjärjestelmän ylläpitämisestä sekä säännösten valvonnasta ja niiden toimeenpanosta julkisille organisaatiolle tai muille sääntelyosapuolille aiheutuvat kustannukset. Toiseksi sääntelykustannuksina on otettava huomioon sääntelyn noudattamisesta aiheutuvat suorat ja epäsuorat kustannukset sääntelyn kohderyhmälle.[92] Sääntelyn kohderyhmälle sääntelystä aiheutuu ennen kaikkea informaatiokustannuksia sekä sääntelyn noudattamiseen liittyviä valvontakustannuksia. Sääntely myös voi rajoittaa sääntelyn kohderyhmänä olevien yhtiöiden reaktiokykyä ja toiminnan joustavuutta markkinoiden muuttuviin olosuhteisiin mukautumisessa sekä liiketoiminnan tavoitteiden toteuttamisessa.

Arvopaperimarkkinoita koskevissa lainvalmisteluhankkeissa, kuten oikeudellisessa sääntelyssä yleensäkin, on välttämätöntä hankkia tietoa niin ehdotetun lain kokonaistaloudellisista vaikutuksista kuin myös sen mahdollisista vaikutuksista eri intressiryhmiin. Lain perusteluihin sisältyneet maininnat arvopaperimarkkinoita koskevien lainsäädäntöehdotusten aiheuttamista taloudellisista vaikutuksista ovat yleensä olleet suhteellisen niukkoja ja yksipuolisia.[93] Suomen

---

[90] Transaktiokustannukset voidaan yritysten näkökulmasta ymmärtää ”liiketoimintakustannuksiksi”, yksittäisen liiketoimen näkökulmasta ”oikeustoimikustannuksiksi” sekä laajemmin yhteiskunnan näkökulmasta ”vaihdannan kustannuksiksi”. Ks. transaktiokustannusten tarkemmasta erittelystä Timonen 1997 s. 91–95 ja 100 sekä Rudanko 1998 s. 195–198.

[91] Rudanko 1998 s. 197–198.

[92] Ks. sääntelykustannuksista yleisesti esim. Tala 1999 s. 18.

[93] AML:n säätämisvaiheessa todettiin arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön kokonaistaloudellisena vaikutuksena olevan sen, että lainsäädäntö on omiaan lisäämään luottamusta markkinoiden puolueettomaan ja tasapuoliseen toimintaan ja siten lisäämään markkinoiden tehokkuutta. HE 157/1988 s. 21.

Ks. myös esim. HE 318/1992 s. 12, jossa esityksen taloudellisia vaikutuksia on ainakin jossain määrin pyritty ottamaan huomioon. Esityksessä todetaan lain vaikutuksien kotitalouksiin olevan välillisiä ja toteutuvan sijoittajansuojan paranemisena arvopaperimarkkinoilla. Esityksen kokonaistaloudellisten vaikutusten todetaan myös liittyvän sijoittajansuojan paranemiseen kotimaisilla arvopaperimarkkinoilla, mikä on omiaan lisäämään arvopaperisijoitusten turvallisuutta ja siten li-

arvopaperimarkkinastrategiassa on tosin selkeästi korostettu kehitystoimenpiteiden tarkoituksenmukaisuuden arvioimista kustannus–hyöty-analyysin avulla.[94]

Sääntelyn aiheuttamien välillisten kustannusten ja hyötyjen huomioon ottaminen on kuitenkin käytännössä vaikeaa. Sääntelystä aiheutuvat epäsuorat kustannukset ja hyödyt voivat olla välittömästi laskettavia kustannuksia ja hyötyjä merkittävämmät. Etenkin sääntelystä mahdollisesti aiheutuvien makrotaloudellisten kustannus- ja hyötyvaikutusten kvantitatiivinen arviointi voi olla lähes mahdotonta.[95] Kustannus–hyöty-analyysin käyttöä voi rajoittaa myös epäselvyys analyysin taustalla olevista ja sääntelyllä tavoiteltavista arvoista ja päämääristä. Kvantitatiivisilla vaikutuksilla on lisäksi esitetty olevan taipumus hallita kustannus–hyöty-analyyseja jopa siitä huolimatta, että analyysissa tunnistetaan kvalitatiivisten vaikutusten voivan olla merkittävämpiä. Tällöin analyysin tulos helposti vääristyy ja kääntyy sääntelyä vastaan, koska kvantifioitavissa olevilla kustannuksilla on taipumus ylittää kvantifioitavissa olevat hyödyt.[96]

Sääntelyn aiheuttamien kustannusten yksipuolinen arvioiminen tulee esille tyypillisesti itsesääntelyä puoltavissa perusteluissa. Itsesääntelyä perustellaan usein sillä, että sen etuna on markkinaosapuolten näkökantojen sekä kustannusvaikutusten pitkälle menevä huomioon ottaminen ja yhteensovittaminen.[97] Itsesääntelyn laatimisen yhteydessä voi kuitenkin korostua markkinaosapuolien näkemys sääntelyn heidän toiminnalleen aiheuttamista välittömistä kustannusvaikutuksista. Kyseisessä arvioinnissa ei välttämättä tule riittävästi otettua huomioon sääntelystä aiheutuvia kustannusvaikutuksia ja sillä saavutettavia hyötyjä koko yhteiskunnan tasolla.[98]

---

säämään kiinnostusta arvopaperisijoituksiin. Sijoitustoiminnan lisääntymisen katsotaan puolestaan auttamaan pääomia tarvitsevia yrityksiä niiden pääomanhankinnassa. Muutokset ovat esityksen mukaan siten omiaan parantamaan arvopaperimarkkinoiden luotettavaa toimintaa.

Ks. myös HE 137/2004 s. 44–48, jossa esityksen kustannusvaikutuksia on arvioitu suhteellisen laajasti.

94 Ks. VM 1998:3 s. 56.

95 Ks. esim. HE 209/1998 s. 25–26 esitettyjä perusteluita sääntelyn lisäämisestä aiheutuvista kustannusvaikutuksista pörssiyhtiöiden säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ja osakkeenomistajien liputusvelvollisuuden uudistamisen yhteydessä. Kustannusvaikutusten arvioitiin yleisesti olevan verraten vähäisiä. Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton keräämät arviot esityksessä yhden osavuosikatsauksen kustannusvaikutuksista vaihtelivat liikkeeseenlaskijoittain 200 000 markasta 1 000 000 markkaan. Osavuosikatsausten määrän lisäämisestä todettiin kuitenkin lain perusteluissa olevan myös hyötyä liikkeeseenlaskijalle. Tämän hyödyn katsottiin liittyvän sijoittajan saaman informaation määrän ja laadun kasvamiseen sekä sen vaikutukseen yksittäistä liikkeeseenlaskijaa ja yleisesti suomalaisia arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettuun luottamukseen. Hyötyvaikutuksia ei kuitenkaan katsottu voitavan markkamääräisesti arvioida.

96 Ogus 1994 s. 160. Ks. kustannus–hyöty -analyysien hyödyntämiseen liittyvistä ongelmista myös esim. Lave s. 104 ss.

97 Ks. esim. VM 1998:3 s. 81.

98 Määttä 1999 s. 38 on katsonut lainsäädännössä yleisemminkin priorisoitavan helposti niitä yhteiskunnallisten ohjauskeinojen vaihtoehtoja, jotka ovat sen kohderyhmälle kustannuksiltaan huo-

Vastaavasti viranomaissääntelyn minimoinnilla tai deregulaatiolla saavutettavia kustannussäästöjä on vaikea tai jopa mahdoton verrata niihin kustannuksiin, joita puutteellisesta sääntelystä tai valvonnasta mahdollisesti seuraavat markkinahäiriöt tai väärinkäytökset markkinoille aiheuttavat.[99] Ongelmana voi olla se, että sääntelyn lisääntymisestä aiheutuvat kustannukset ovat helpommin ymmärrettävissä ja jopa laskettavissa, kun taas sääntelyn tai valvonnan puutteista aiheutuvien kustannusten määrittäminen voi olla hyvin vaikeaa. Markkinoiden yleisen luotettavuuden heikentyessä, esimerkiksi heikon sääntelyn mahdollistaman puutteellisen informaation tai väärinkäytösten seurauksena, voivat markkinoilla toimiville yrityksille, sijoittajille sekä markkinapaikalle aiheutuvat kokonaiskustannukset olla merkittäviä.[100]

2.4.1 Informaatiosääntelyn kustannustehokkuus

Tiedonantovelvollisuudet aiheuttavat listayhtiöille sekä välittömiä että välillisiä kustannuksia. Tiedottamisen kustannuksia aiheutuu yhtiön sisäisestä valvonnasta, informaatiojärjestelmien rakentamisesta ja ylläpidosta sekä tiedottamisen suunnittelusta, ohjaamisesta ja toteuttamisesta. Pakottavaa tiedonantovelvollisuuden sääntelyä voidaan kustannustehokkuuden näkökulmasta perustella siihen

---

keimpia. Samalla sen on katsottu voivan merkitä sitä, että yleisen edun kannalta tarkoituksenmukaisimmat instrumentit (ohjauskeinot) sivuutetaan.

[99] Pakottavaa tai paternalistista sääntelyä perustellaan usein sekä yksityisten henkilöiden suojaamisella että myös julkisilla intresseillä. Ks. esim. Uche s. 67, joka nostaa esiin esimerkin turvavöiden käyttöpakosta, joka on säädetty yksityisten henkilöiden omaksi turvaksi mutta myös vähentämään onnettomuuksista aiheutuvia kustannuksia, jotka lopulta tulevat veronmaksajien maksettaviksi. Kyseisten kustannusten alentaminen on siten myös julkisen (veronmaksajien) edun mukaista.

Ks. Tala 2001 s. 110, jonka mukaan rahoitustoimintaan ja rahoitusmarkkinoihin kohdistuvissa esityksissä lainlaatija on pitänyt oikeussääntelyn tarpeellisuutta ja hyödyllisyyttä jokseenkin kiistattomina. Vaikka kyse on arvopaperi- ja rahoitusmarkkinoista, oikeussääntelyllä näyttää olevan varsin olennaisia ja perustavanlaatuisia tehtäviä.

[100] Ks. myös Anttila s. 14, joka toteaa law and economics -tutkimusotteen soveltamisen pankkiriskien sääntelyä koskevassa oikeustieteellisessä tutkimuksessa poikkeuksellisen haasteelliseksi. Esimerkkinä Anttila mainitsee tietyn pankkeja koskevan määräyksen lieventämisen ja siitä mahdollisesti aiheutuvan transaktiokustannusten alenemisen eli tehokkuuden parantumisen. Ongelmalliseksi Anttila katsoo tilanteen, jossa kyseinen määräys vaikuttaa pankin riskien hallintaan, ja jolloin sen muuttaminen saattaa pahimmillaan johtaa systeemiriskin toteutumiseen. Tämän johdosta deregulaation kustannussäästöjen vertaaminen pankkijärjestelmän romahduksen kustannuksiin on pulmallista; luvut eivät ole yhteismitallisia.

Ks. myös Boatright s. 31, jonka mukaan luottamuksen turvaamisesta aiheutuneet epäsuorat taloudelliset säästöt voivat olla merkittävämpiä kuin siitä osapuolille aiheutuneet välittömät kulut. Esimerkiksi listayhtiöiden tiedonantovelvoitteiden lisäämisen ja tehostamisen aiheuttamat kulut yhtiöille voivat olla pienempiä kuin kyseisten toimenpiteiden aikaansaama luottamuksen parantuminen, joka heijastuu lopulta yhtiöiden rahoituksen alempana hintana.

pisteeseen asti, jossa tiedon tuottamisen ja julkistamisen kustannukset saavuttavat sillä sijoittajien päätöksenteolle saavutettavan hyödyn.[101]

Tiedonantovelvollisuuksilla on informaatioasymmetrian ehkäisemisessä myös rajansa sijoittajien päätöksentekokyvyn näkökulmasta. Liiallinen informaatio voi jopa haitata optimaalisten sijoituspäätösten tekoa, koska sijoittajat ovat rajoitetusti rationaalisia.[102] Sijoittajien kyky vastaanottaa, varastoida ja käsitellä informaatiota on rajallinen. Julkistettavan informaation tiivistäminen kohderyhmän näkökulmasta helposti luettavaan ja ymmärrettävään muotoon on myös vaikeaa. Liiallinen tiedon määrä voi siten aiheuttaa tarpeettomia kustannuksia sekä yhtiöille tiedon tuottajina että sijoittajille tiedon analysoijina.[103]

Markkinoiden toimintakyvyn riippuessa olennaisesti markkinainformaation ja sen sääntelyn tehokkuudesta on tarkastelun kohteeksi otettava lähemmin listayhtiöille asetettavien tiedonantovelvollisuuksien merkitys sekä sijoittajien että listayhtiöiden transaktiokustannusten vähentämisen näkökulmasta.[104] Toimimattomien tai tehottomien tiedonantovelvollisuuksien seurauksena mahdollisuus listayhtiöiden julkistaman informaation puutteellisuuteen ja epäluotettavuuteen

---

[101] Easterbrook – Fischel s. 257 sekä Ribstein s. 45.

[102] Ks. Paredes s. 7, Coffee s. 31–33 ja Ribstein 25–27.

[103] Ks. Ogus 1994 s. 41, 141 sekä 152. Ks. rajoitetusta rationaalisuudesta myös Turtiainen s. 14–17.

Ks. myös Kanniainen – Määttä – Timonen s. 29, jossa julkisen vallan interventiosta aiheutuvien kustannuksien todetaan voivan nousta suuremmiksi kuin haitta markkinoiden vähäisestä toimimattomuudesta. Esimerkkinä transaktiokustannusten huomioon ottamisesta viitataan hyvän kirjanpitotavan taustalla olevaan olennaisuuden periaatteeseen. Kyseinen tilinpäätösperiaate palautuu siihen, että tiedon tuottaminen maksaa, joten tiedon tuottamisen koneistoa ei kannata käynnistää aivan vähäpätöisten asioiden takia: tiedolla tulee olla käytännön merkitystä.

Ks. myös Koskinen 1999 s. 10, 57–58 ja 76, jonka mukaan tilinpäätöksen laadintaa koskevana periaatteena on muun muassa informaation tuottaman hyödyn ja sen tuottamisen aiheuttamien kustannusten tasapainottaminen. Olennaisuuden määritelmän ollessa liian tiukka voi seurauksena olla tilinpäätösinformaation tuottamisen hitaus ja kalleus. Epäolennaisten erien raportointi saattaisi myös haitata taloudellisen informaation selkeyttä ja ymmärrettävyyttä.

[104] Informaatiosääntelyn kustannustehokkuutta laajemmin tarkasteltaessa tulisi luonnollisesti ottaa huomioon sekä tiedonantovelvollisuussäännöksistä pörssiyhtiöille aiheutuvat välittömät ja välilliset kustannukset että kyseisten säännösten laatimisesta ja valvonnasta aiheutuvat kustannukset viranomaisille ja muille tahoille. Pörssiyhtiöille sääntelystä voi aiheutua välillisiä kustannuksia esimerkiksi siten, että säännöt tarpeettomasti ehkäisevät myös hyödyllistä käyttäytymistä tai edistävät (pakottavat) haitallista käyttäytymistä. Esimerkiksi liian ankarat tiedonantovelvollisuussäännökset ja niiden rikkomisesta seuraavat sanktiot voivat (tarpeettomasti) ehkäistä yhtiöitä julkistamasta sinänsä hyödyllistä informaatiota markkinoille vapaaehtoisesti. Toisaalta liian tiukat säännöt voivat pakottaa yhtiön julkistamaan myös sellaista tietoa, joka voi olla vahingollista yhtiön kilpailuaseman kannalta.

Ks. myös Easterbrook – Fischel s. 284 ja 316, joiden mukaan kustannustehokkuuden näkökulmasta sääntöjen tulisi minimoida häviöt, joita aiheutuu (a) sääntöjen sallimasta ei-toivotusta käyttäytymisestä, (b) sääntöjen ehkäisemästä toivotusta käyttäytymisestä sekä (c) säännösten toimeenpanokustannuksista.

kasvaa. Informaation epäsymmetrisyys aiheuttaa epävarmuutta sekä lisää sijoittajien riskiä.[105] Informaation epäsymmetrisyyden aiheuttamat kustannukset ilmenevät arvopaperikaupassa siten, että jos esimerkiksi arvopaperin ostaja ei voi luottaa liikkeeseenlaskijan arvopaperista antaman informaation oikeellisuuteen tai riittävyyteen, hän on valmis maksamaan arvopaperista vain tietyllä riskilisällä vähennetyn hinnan. Informaation epäluotettavuus voi myös vähentää sijoittajien halukkuutta käydä kauppaa kyseisen yhtiön arvopapereilla. Listayhtiön ja sijoittajien välillä vallitseva informaation epäsymmetrisyys alentaa siten listayhtiön arvopapereista maksettavaa hintaa ja yhtiön markkina-arvoa.[106]

Totuudenmukaisen ja ajankohtaisen informaation julkistamiseen velvoittavat säännökset lisäävät sen sijaan yhtiön toimintaan ja sen arvopaperiin liittyvien riskien läpinäkyvyyttä. Tämän seurauksena sijoittajien vaatima riskimarginaali (riskipreemio) ja tuotto-odotus alenevat. Tämä nostaa puolestaan yhtiön osakkeen arvoa ja alentaa yhtiön rahoituskustannuksia.[107] Ensimarkkinoilla informaation luotettavuus ja riittävyys ilmenee siten rahoituksen parempana saatavuutena sekä mahdollistaa myös liikkeeseenlaskettavien arvopaperien korkeamman merkintähinnan. Jälkimarkkinoilla puolestaan tehokas ja luotettava informaation tarjonta ja riskien läpinäkyvyys ilmenevät arvopaperin lisääntyneenä kysyntänä ja sen korkeampana hintana.[108]

Listayhtiöille asetetut tiedonantovelvollisuudet vähentävät myös sijoittajille ja yhtiön osakkeenomistajille informaation hankkimisesta ja sen luotettavuuden varmistamisesta aiheutuvia kustannuksia.[109] Markkinoiden tehokkuuden kannal-

---

[105] Ks. myös Timonen 1997 s. 75 ja 183.

[106] Ks. myös Healy – Palepu s. 420–424 ja s. 429–430 sekä Easterbrook – Fischel s. 256 ja 289–292. Ks. myös Kaisanlahti 1999 s. 98, joka katsoo yhtiön ja sen johdon toiminnan tehokkuutta koskevan informaation tuottamisen olevan myös johdon itsensä intressissä. Jollei yritysjohto kykene uskottavasti välittämään tietoa omasta tehokkuudestaan, merkitsee se sijoittajan näkökulmasta ”vain” sitä, että heidän tuottovaatimuksensa nousee eli sijoittajat ovat valmiita maksamaan osakkeesta vähemmän kuin aikaisemmin. Ks. myös Turtiainen s. 111.

[107] Ks. myös HE 209/1998 s. 17 ja 22, jossa sijoittajien saaman informaation lisääntymisen on todettu alentavan yksittäisen liikkeeseenlaskijan rahoituksen kustannuksia.

Ks. sijoittajia suojaavan sääntelyn suhteesta yhtiön rahoituskustannuksiin myös Kaisanlahti 1999 s. 109.

[108] Ks. myös Tomperi s. 74–75, jonka mukaan osakkeiden likviditeetin kasvu pienentää osakkeiden osto- ja myyntitarjousten eroa (spredejä). Likvidien osakkeiden korkeat spredit voivat Tomperin mukaan signaloida osakkeen todelliseen arvoon liittyvää epävarmuutta sekä korkeampaa volatiliteettia. Spredien on katsottu muodostuvan kaupankäyntikustannuksista, inventaariokustannuksista sekä haitallisesta valikoinnista (informaatioasymmetriasta) johtuvista kustannuksista.

Ks. Hahko – Sirén – Vaihekoski s. 122, joiden mukaan likvidi arvopaperi merkitsee yritykselle pienempää pääoman kustannusta siksi, että sille tarvitsee maksaa pienempi likviditeettipreemio.

[109] Ks. esim. Healy – Palepu s. 420–424 ja 429–430 sekä Easterbrook – Fischel s. 256 ja 289–292.

Ks. myös sijoisrahastolainsäädännön osalta Turtiainen s. 118 ja 126, jonka mukaan tiedonantovelvollisuudella voidaan vähentää informaation oikeellisuuden varmistamisesta aiheutuvia kus-

ta informaation tulisi olla mahdollisimman helposti ja pienin kustannuksin saatavissa. Pörssiyhtiöiden toiminnan läpinäkyvyyden lisääminen ja tiedonantovelvollisuuksien tehostaminen ovat omiaan lisäämään myös markkinakuria sijoittajien kyetessä tehokkaammin valvomaan yhtiön ja sen johdon toimintaa.[110] Informaation hankkimiskustannusten alhaisuus edistää yhtiöiden tehokkaampaa valvontaa ja sitä kautta todennäköisesti myös yhtiöiden parempaa hallintoa.[111] Tiedonantovelvollisuuksien aiheuttamien kustannusten kasvattaminen yhtiön liiketoimintaa koskevan informaation keruussa, arvioinnissa ja valvonnassa tehostaa siten myös yhtiön omaa toimintaa lisäämällä yhtiön tietoisuutta taloudellisesta tilastaan. Yhtiön osakkeenomistajien ja markkinoilla toimivien sijoittajien suojaamiseksi ensisijaisesti säädetyt tiedonantovelvollisuussäännökset koituvat myös yhtiöiden itsensä eduksi.[112]

Tiedonantovelvollisuudet eivät kuitenkaan ole merkityksellisiä yksinomaan yhtiöiden rahoituskustannusten tai sijoittajien valvontakustannusten näkökulmasta. Tiedonantovelvollisuutta voidaan perustella myös varojen tehokkaalla allokaatiolla yhteiskunnan näkökulmasta. Markkinoilla vallitsevaan informaation epäsymmetrisyyteen liittyvä ongelma on, että tiettyjen tuotteiden laatuun liittyvä epävarmuus aiheuttaa kielteisiä vaikutuksista koko tuotemarkkinoilla. Akerlofin mukaan markkinoilla toimivat ostajat eivät informaation epäsymmet-

---

tannuksia. Turtiainen mukaan AML:n totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antokielto on legitimoitavissa transaktiokustannusten minimoinnilla. Rahastoyhtiön ei tarvitse uhrata resursseja julkaisemansa informaation paikkansapitävyyden todistamiseksi, joka säästää sekä rahastoyhtiön että rahastosijoittajien kustannuksia.

[110] Tiedonantovelvollisuussääntelyn tavoite on siten myös kannustaa yhtiöiden johtoa hoitamaan yhtiötä hyvin ja antamaan osakkeenomistajille informaatiota, jotta he voivat käyttää tehokkaasti osakkeenomistajan oikeuksiaan. Ks. Paredes s. 4.

Ks. myös Timonen 2000 s. 93–96, jossa tehokasta corporate governance -järjestelmää hahmoteltaessa korostetaan pyrkimystä löytää sellaisia valvontamekanismeja, joilla on merkitystä vähemmistöosakkaiden eli piensijoittajien mahdollisuudelle valvoa joko kontrolloivia osakkaita, yritysjohtoa tai molempia sekä vaikuttaa niiden päätöksentekoon.

Ks. myös Turtiainen s. 111–112, jonka mukaan tiedonantovelvollisuudella voidaan parantaa sekä yhtiön sisäistä että ulkoista valvontaa.

[111] Ks. KM 1987:44 s. 193.

Sijoittajien varojen tehokkaan allokoinnin ongelma liittyy juuri agentti-päämies -suhteeseen (agency problem), joka aiheutuu siitä, että yhtiön johdolla on sijoituksen jälkeen insentiivejä käyttää sijoittajien varoja itsekkäästi sijoittajien etujen vastaisesti. Tämä johtuu siitä, että yhtiöön varojaan sijoittaneet osakkeenomistajat eivät tyypillisesti ota aktiivisesti osaa yhtiön johdon tekemiin päätöksiin. Koska kyseistä informaatioasymmetriasta johtuvaa ongelmaa ei listattujen yhtiöiden osalta voida tehokkaasti ratkaista yksityisoikeudellisin sopimuksin, on yhtiöt sääntelyllä velvoitettava antamaan sijoittajille olennaiset ja riittävät tiedot yhtiön toiminnasta. Ks. ns. agenttiongelmasta esim. Healy – Palepu s. 407–410.

[112] Ks. myös Huovinen s. 7 ja 132, jonka mukaan tiedottamisen listayhtiöille aiheuttamista kustannuksista hyötyvät toisaalta arvopaperimarkkinat kokonaisuutena luottamuksen lisääntymisen kautta, toisaalta yhtiö sen tietojen ennustettavuuden ja luotettavuuden lisääntymisenä.

risyyden vuoksi kykene erottamaan huonoja tuotteita hyvistä tuotteista (ns. *the market for "lemons"* -teoria). Tämän johdosta ostajat ovat valmiita maksamaan myös hyvistä tuotteista ainoastaan hinnan, joka vastaa hyvien ja huonojen tuotteiden keskihintaa. Tämä aiheuttaa huonojen tuotteiden myyjälle edullisemmat markkinat kuin hyvien tuotteiden myyjälle. Vastaavasti markkinoilla hyviä tuotteita myyvien ei ole taloudellisesti kannattavaa tarjota korkeampilaatuisia tuotteita, koska ostajat eivät suostu maksamaan niiden oikeata arvoa vastaavaa hintaa. Tästä puolestaan voi lopulta seurata hyvien tuotteiden katoaminen markkinoilta kokonaan.[113]

Arvopaperimarkkinoilla sijoittajien varojen optimaalista allokointia listayhtiöille haittaa myös "informaatio-ongelma", joka johtuu siitä, ettei sijoittajilla ole riittäviä ja luotettavia tietoa sijoituskohteena olevasta yhtiöistä.[114] Ilman pakottavia tiedonantovelvollisuuksia yhtiön johdolla olisi luonnostaan insentiivi julkistaa markkinoille heidän omaa etuaan edistävää informaatiota ja yliarvostaa oman yhtiönsä mahdollisuuksia. Yhtiöiden toiminta omien tuotteidensa erottamiseksi kilpailijoiden tuotteista voisi myös johtaa virheelliseen informaation tuotantoon, jossa ei annettaisi informaatiota tuotteen kielteisistä ominaisuuksia tai tuotteeseen liittyvistä riskeistä.[115] Sijoittajat eivät siten voisi erottaa hyviä yhtiöitä (sijoituskohteita) huonoista. Kyseinen haitallinen valikointi (*adverse selection*) voisi vähentää "laadukkaiden" arvopapereiden kysyntää ja alentaa niiden hintoja. Vähemmän laadukkaiden arvopapereiden kysyntä voisi puolestaan suhteellisesti lisääntyä ja niistä oltaisiin valmiita maksamaan niiden todellista arvoa enemmän. Toteutuessaan kyseinen ilmiö heikentäisi pääomien tehokasta allokaatiota ja aiheuttaisi kustannuksia koko yhteiskunnalle. Sijoittajat sijoittaisivat varojaan "vääriin" eli vähemmän tuottaviin kohteisiin ja maksaisivat näistä sijoituskohteista "liikaa".[116]

---

[113] Akerlof s. 7–22.

[114] Allokatiivisen tehokkuuden edellytyksenä on katsottu olevan kaksi keskeistä perusoletusta. Ensinnäkin päätöksentekijöillä (kuluttajilla) on oltava riittävä informaatio saatavilla olevista (tuote)vaihtoehdoista ja seurauksista, joita eri vaihtoehtojen valinnasta heille aiheutuu. Toiseksi päätöksentekijöiden on kyettävä sekä käsittelemään kyseistä informaatiota että toimimaan rationaalisesti tavalla, joka maksimoi heidän odotettavissa olevan etunsa. Kummankin kyseisen perusoletuksen epäonnistuminen voi oikeuttaa tilanteen korjaamisen sääntelyllä. Ogus 1994 s. 38.

[115] Ogus 1994 s. 40–41 ja Healy – Palepu s. 407–410 ja 425.

[116] Ks. myös Hahko – Sirén – Vaihekoski s. 122–123, jossa tiedonantovelvollisuuden hyödyn yrityksille katsotaan perustuvan informaation epäsymmetriseen jakautumiseen rahoitusmarkkinoilla. Koska sijoittajan on vaikea erottaa markkinoilla hyviä ja huonoja yrityksiä toisistaan, suostuvat he maksamaan yrityksen osakkeista vain yritysten keskimääräistä riskisyyttä vastaavan hinnan. Tämä johtaa siihen, että hyvien yritysten oman pääoman kustannus muodostuu kalliimmaksi kuin niiden todellinen laatu edellyttäisi.

Ks. myös Anttila s. 29, jossa epäsymmetrisen informaation todetaan rahoitushankkeiden arviointivaiheessa voivan aiheuttaa sen, että turvalliset varmatuottoiset projektit eivät saa rahoitusta, kun rahoitus kanavoituu riskialttiimpiin ja korkeatuottoisemmilta vaikuttaviin projekteihin, joiden

Koska kyseinen ilmiö johtuu epäsymmetrisen informaation aiheuttamasta epävarmuudesta, voidaan sitä vähentää lisäämällä ja tehostamalla yhtiöiden informaationtuotantoa ja siten kasvattaa markkinoiden ja siellä noteerattujen yhtiöiden luotettavuutta. Markkinainformaatiota tehostamalla sijoittajat kykenevät paremmin tunnistamaan parempilaatuiset arvopaperit, mikä kasvattaa pääomien ohjautumista korkeampilaatuisiin arvopapereihin. Tehokkaat tiedonantovelvollisuussäännökset edistävät myös sitä, ettei ”laadukkaiden” tai ”rehellisten” yhtiöiden tarvitse erikseen ryhtyä kustannuksia aiheuttaviin toimenpiteisiin vakuuttaakseen markkinoille antamiensa tietojen oikeellisuuden ja pyrkiessään siten erottumaan ”epärehellisistä” yhtiöistä.[117]

2.4.2 Väärinkäytöskustannukset

Markkinoiden sääntelyä voidaan perustella myös väärinkäytösriskeillä ja niiden vaikutuksilla listayhtiöiden rahoituskustannuksiin. Sijoittaja ottaa sijoituksessaan luonnollisesti taloudellisen riskin ja hyväksyy siten myös riskin sijoituksensa mahdollisesta arvonalenemisesta. Sijoittajan riskipositioon ei kuitenkaan kuulu esimerkiksi liikkeeseenlaskijan tai muiden markkinaosapuolten lainvastainen toiminta. Arvopaperimarkkinoille listattavaksi hakeutuvien ja jo listalla noteerattujen yhtiöiden voidaan lähtökohtaisesti katsoa joutuvan kantamaan kustannukset kaikista sellaisista ennakoiduista väärinkäytöksistä, joita yhtiöiden toiminnassa oletetaan esiintyvän ja jotka voivat heikentää sijoittajien kyseisten yhtiöiden arvopapereihin kohdistamia tuotto-odotuksia. Tämän johdosta markkinat ja siellä noteeratut yhtiöt, jotka kykenevät sijoittajien silmissä uskottavasti rajoittamaan toimintaansa ja kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin liittyvien erilaisten väärinkäytösten esiintymismahdollisuutta, kykenevät keräämään pääomia markkinoilta edullisempaan hintaan. Tehokkaiden väärinkäytössäännösten seurauksena sijoittajat voivat helpommin erottaa ”rehelliset” yhtiöt ja ovat valmiita maksamaan niiden liikkeeseen laskemista arvopapereista enemmän.

---

todelliset riskit eivät tule rahoittajan tietoon. Vaarana on myös, että kohteiden riskipitoisuus ei vaikuta tarkoituksenmukaisella tavalla luottojen hinnoitteluun. Näin rahoitus kohdistuu yhteiskunnan kannalta vääriin projekteihin (adverse selection).

Ks. myös Koskinen 1999 s. 15, jonka mukaan tilanteessa, jossa tilinpäätösraportointia ei olisi säädelty, kohdentuisivat resurssit epätaloudellisesti vääriin kohteisiin, koska nämä kohteet voisivat tilinpäätösinformaatiota vääristämällä hankkia itselleen resursseja.

Ks. myös Huovinen s. 3, jonka mukaan tilanteessa, jossa tietoa ei ole saatavissa ajoissa tai jos se on väärää, osa sijoittajien ja samalla yhteiskunnan varoista ohjautuu vähemmän kannattaviin kohteisiin.

[117] Easterbrook – Fischel s. 283 ja 323–324.

Markkinoilla ilmenevät väärinkäytösriskit voivat liittyä sekä listayhtiöiden tiedottamiseen, sisäpiirin kaupankäyntiin että arvopaperien kurssien manipulointiin. Sijoittajat voivat olla epävarmoja siitä, ovatko yksittäiset pörssiyhtiöt täyttäneet tiedonantovelvollisuutensa antamalla markkinoille oikeaa, riittävää ja ajanmukaista tietoa vai ovatko ne mahdollisesti vääristäneet tai salanneet (joko tiedostaen tai tiedostamattaan) markkinoille antamaansa informaatiota. Vastaavasti riski sisäpiirintiedon väärinkäytöstä koskee arvopaperimarkkinoita kokonaisuudessaan. Markkinoilla toimivat sijoittajat eivät voi tietää, mihin arvopapereihin sisäpiirikaupankäyntiä kulloinkin mahdollisesti liittyy. Sisäpiirikaupankäynnin mahdollisuus vähentää yleisesti sijoittajien luottamusta markkinoiden rehelliseen toimintaan ja siten myös mahdollisesti heidän haluaan sijoittaa varojaan markkinoille. Kuten jo edellä tuotiin esiin, sisäpiirikaupankäyntiä koskeva riski heikentää markkinoiden hinnanmuodostuskykyä ja tehokkuutta sekä lisää listayhtiöiden pääoman hankintakustannuksia.[118]

Rahoituksen tehokas välittyminen riippuu keskeisesti siitä, kuinka hyvin lainsäädäntö ja oikeusjärjestelmä suojaavat rahoittajien etuja.[119] Sijoittajien suojan taso vaikuttaa sekä heidän valmiuteensa rahoittaa yrityksiä että rahoituksen ehtoihin; yrityksen rahoituksestaan maksama hinta voi olla merkittävässä määrin riippuvainen lainsäädännöstä ja sen noudattamisvarmuudesta.[120] Näin ollen sijoittajien oikeudet ovat merkityksellisiä myös kilpailukykytekijöinä. Parhaan sijoittajansuojan omaavissa maissa on todettu olevan kehittyneimmät pääomamarkkinat.[121]

---

[118] Rudanko 1998 s. 349, Rider 2000 s. 243 sekä Easterbrook – Fischel s. 346.

Ks. myös HE 137/2004 s. 7 ja 44, jossa markkinoiden väärinkäytön todetaan nostavan sijoituksista yleisesti vaadittavia riskipreemioita, koska sisäpiirintiedon käyttäjä hyötyy taloudellisesti muiden sijoittajien kustannuksella. Täten markkinoiden väärinkäytön katsotaan nostavan yritysten rahoituskustannuksia.

[119] Ks. Kauppi – Hyytinen s. 48 ja 54, joiden mukaan vahvan sijoittajasuojan merkitys rahoitusjärjestelmän rakennetta muokkaavana ja samalla talouskasvuun vaikuttavana tekijänä tulee tulevaisuudessa korostumaan.

[120] Erityistä merkitystä on katsottu olevan sillä, kuinka hyvin lainsäädäntö ja sen laadukas soveltaminen sekä toimeenpano suojaavat pienempien osakkeenomistajien oikeuksia suhteessa suurempiin osakkeenomistajiin sekä yrityksen johtoon. Ks. esim. La Porta et al. 1998 s. 1113 ss., La Porta et al. 2000 s. 3–27 ja Timonen 2000 s. 99.

[121] Ks. La Porta et al. 1998 s. 1113–1155 ja Timonen 2000 s. 102–103.

Ks. myös La Porta et al. 2000 s. 3–27, jossa osakkeenomistajien oikeuksien korkean tason on todettu olevan suoraan verrannollinen kyseisen valtion osakemarkkinoiden kokonaisarvoon, listattujen arvopapereiden suurempaan lukumäärään asukaslukua kohden, listautumisantien suurempaan lukumäärään, pääomien tehokkaampaan allokoitumiseen sekä listattujen yhtiöiden omistuksen laajempaan jakautumiseen. Taloudellisten kriisien on myös todettu olleen huomattavasti voimakkaampia niillä markkinoilla, joissa sijoittajien ja etenkin pienempien osakkeenomistajien suojan taso on heikompi. Ks. myös Timonen 2000 s. 111.

Ks. myös Langevoort 2001 s. 259–260, jonka mukaan ulkomaalaisten yhtiöiden halukkuuden listautua nimenomaan Yhdysvalloissa sijaitseviin arvopaperipörsseihin on katsottu perustuvan

> Rationaalisesti toimivien sijoittajien on oletettu käyttäytyvän itsekkäästi sekä olettavan myös muiden markkinaosapuolten käyttäytyvän rationaalisesti ja itsekkäästi. Rationaaliset sijoittajat olettavat siten yhtiöiden ja markkinoiden sisäpiiriläisten käyttäytyvän opportunistisesti ja rikkovan säännöksiä aina kun se on heille kannattavaa ja he eivät jää siitä kiinni. Ennen sijoituspäätöksiään rationaaliset sijoittajat haluavat siten nimenomaan varmistua niiden *rajoitteiden tehokkuudesta*, joita muiden osapuolten opportunistisen käyttäytymisen ehkäisemiseksi markkinoilla on asetettu. Markkinoiden luotettavuuden edellytyksenä ei näkemyksen mukaan ole se, että sijoittajat luottavat markkinoilla toimivien yksilöiden rehellisyyteen vaan nimenomaan oikeudellisen järjestelmän (sääntelyn ja valvonnan) toimivuuteen, joka ehkäisee markkinaosapuolia menettelemästä säännösten vastaisesti.[122]

Sijoittajansuojan ja markkinoiden luotettavuuden turvaamisessa nimenomaan säännösten noudattamisvarmuutta edistävän säännösten tosiasiallisen toimeenpanon (*enforcement*) on katsottu olevan itse säännösten olemassaoloa keskeisempi tekijä.[123] Empiirisissä tutkimuksissa on havaittu, ettei pelkällä sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltävällä lainsäädännöllä ole ollut alentavaa vaikutusta

---

juuri sikäläisiin tehokkaisiin sijoittajansuojasäännöksiin, joiden korkea laatu nostaa yhtiön osakkeiden arvoa ja alentaa yhtiön pääomakustannuksia.

Ks. myös Newkirk – Robertson s. 1–3, joiden mukaan Yhdysvaltojen markkinoiden parempaa kilpailukykyä suhteessa Euroopan markkinoihin on osin perusteltu juuri luottamuksella siihen, että ensin mainituilla markkinoilla sisäpiirintiedon hyötymismahdollisuudet ovat tiukan valvonnan johdosta huomattavasti vähäisemmät.

Ks. myös esitevastuun osalta af Sandeberg 2001 s. 462 ja 471 sekä af Sandeberg 2003b s. 101, jonka mukaan pohjoismaissa arvopaperimarkkinoilla tapahtunut sijoitustoiminta on perinteisesti katsottu sijoittajien riskiä korostavaksi toiminnaksi. Angloamerikkalainen oikeusperinne ja uudet EY-direktiivit ovat kuitenkin osaltaan vaikuttaneet sijoittajien suojan merkityksen kasvuun, joka heijastaa tietoisuutta riskipääomasijoitusten välttämättömästä merkityksestä toimialan ja yhteiskunnan kehityksessä. Myös Pohjoismaisissa oikeusjärjestelmissä on Sandebergin mukaan ymmärretty, ettei kaikkea sijoitustoimintaan liittyvää riskiä ole tarkoituksenmukaista asettaa sijoittajille. Sandebergin mukaan Pohjoismaissa ollaan luopumassa yksinomaan ostajan vastuuta (caveat emptor) korostavasta lähtökohdasta ja siirtymässä enemmän myyjän vastuuta (caveat venditor) koskevaan tulkintaoppiin.

[122] Ks. Stout s. 5–29, jonka mukaan valistumattoman tai ”luottavan” sijoittajan käyttäytymismalli eroaa edellä tarkoitetusta rationaalisesta sijoittajasta. Luottavat sijoittajat luottavat yksinomaan sellaisiin osapuoliin, jotka menneisyydessä ovat käyttäytyneet heidän mielestään luottamuksen arvoisesti. Suurin osa markkinoilla toimivista sijoittajista on Stoutin mukaan nimenomaan luottavia, eikä rationaalisesti käyttäytyviä.

[123] La Porta et al. 2000 s. 7. Säännösten toimeenpanolla tarkoitetaan tässä sekä valvontaviranomaisten, tuomioistuimien että eri itsesääntelyelinten toimesta tapahtuvaa tosiasiallista säännösten vastaiseen toimintaan puuttumista.

Ks. myös Steinberg s. 635 ss., jonka mukaan Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinalainsäädäntö on eurooppalaiseen lainsäädäntöön verrattuna parempi sen tehokkaamman täytäntöönpanon vuoksi. Euroopassa voimavarat lainsäädännön valvontaan ja lainrikkojien syytteeseen saamiseen ovat Steinbergin mukaan vähäisemmät.

Ks. myös Paredes s. 5, jonka mukaan väärinkäytösskandaalit eivät myöskään Yhdysvalloissa ole johtuneet huonoista säännöksistä vaan niiden riittämättömästä toimeenpanosta.

listayhtiöiden rahoituskustannuksille. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltävien säädösten *toimeenpanon* on sen sijaan havaittu alentavan jopa merkittävästi yhtiöiden rahoituskustannuksia. Toimeenpanolla on tarkoitettu nimenomaan syytteiden nostamista. Yhtiöiden pääoman hankintakustannusten on todettu alentuneen 5 % ensimmäisen sisäpiiririkkomusta koskevan syytteen nostamisen jälkeen. Sijoittajat toisin sanoen vaativat sijoituksilleen pienempää sisäpiirikaupankäyntipreemiota niillä markkinoilla, joilla sisäpiirisääntöjä oli tosiasiassa toimeenpantu.[124]

Listayhtiöiden rahoituskustannuksien alenemiseen ei luonnollisesti voida yksinomaan vaikuttaa niiden toimintaan kohdistettavalla sääntelyllä ja sen tehokkaalla toimeenpanolla. Merkittävä tekijä on myös se, kuinka markkinoilla noteerattavat yhtiöt kykenevät omalla toiminnallaan poistamaan toimintaansa mahdollisesti kohdistettavaa epäsymmetrisen informaation aiheuttamaa epävarmuutta.[125] Sijoittajien luottamusta yhtiö voi pyrkiä vahvistamaan esimerkiksi kehittämällä väärinkäytöksiä ehkäiseviä sisäisiä ohjeita ja menettelytapasääntöjä. Yhtiön sisäiset menettelytapasäännöt voivat esimerkiksi koskea sisäpiirintiedon leviämistä ja väärinkäyttämistä ehkäiseviä sääntöjä tai vastaavasti tiedottamisrikkomusten ehkäisemiseksi laadittuja sääntöjä yhtiön taloudellisesta raportoinnista, valvonnasta ja riskienhallinnasta.[126]

---

[124] Tutkimuksessa (Bhattacharya – Daouk 2000) selvitettiin ensinnäkin se, että vuonna 1998 oli toimivat osakemarkkinat 103 eri valtiossa, joista 87:ssä oli voimassa sisäpiirin toimintaa säätelevät (kieltävät) lait. Näistä 87 valtiosta kuitenkin ainoastaan 38:ssa oli täytäntöönpantu (enforced) kyseisiä lakeja. Kun tutkimuksessa erotettiin ns. kehittyneiden valtioiden markkinat ja kehittyvät markkinat, havaittiin, että edellisillä markkinoilla säännösten toimeenpanoprosentti oli 78 %, kun se jälkimmäisten markkinoiden osalta oli ainoastaan 23 %.

Ks. vastaavasta empiirisestä tutkimuksesta Beny s. 1 ss., jonka mukaan tehokkaalla sisäpiirilainsäädännöllä voidaan vaikuttaa listayhtiöiden pääomakustannuksien alentamiseen. Benyn mukaan tämä tapahtuu siten, että sisäpiirilainsäädäntö lisää listayhtiöiden omistuksen hajautumista, osakkeiden likviditeettiä sekä osakkeiden hinnanmuodostuksen tehokkuutta. Listayhtiöiden omistus on hajautuneempi sellaisten valtioiden markkinoilla, joiden sisäpiirilainsäädäntöön sisältyy ankaria sanktioita. Vastaavasti markkinoiden likviditeetti on suurempi ja osakkeiden hinnanmuodostus tehokkaampi markkinoilla, joissa on ankarat sisäpiirikriminalisoinnit. Benyn mukaan erityisesti säännösten julkinen toimeenpano (public enforcement) ja ankarat rikosoikeudelliset sanktiot ovat merkityksellisiä kyseisten vaikutusten ilmenemisessä.

[125] Ks. myös Ribstein s. 28–29, 58 ja 68, jonka mukaan liian ankara sääntely voi johtaa siihen, että sijoittajat luottavat liiaksi tehokkaan sääntelyn kykyyn ennaltaehkäistä väärinkäytöksiä. Sijoittajien tyytyväisyys ja usko tehokkaaseen sääntelyyn voi puolestaan johtaa siihen, etteivät markkinat omatoimisesti joudu ehkäisemään väärinkäytöksiä. Ribstein näkee tämän ongelmaksi perusteltaessa lisäsääntelyä luottamuksen lisäämisellä ja katsoo väärinkäytösskandaalien johtuneen ainakin osin juuri sijoittajien hyväuskoisuudesta ja luottamuksesta sääntelyn kykyyn ratkaista ongelmat.

Ks. myös Langevoort 2002 s. 52, jonka mukaan SEC:n on katsottu luovan vahvan illuusion markkinoiden turvallisuudesta ja tasapuolisuudesta, joka voi johtaa sijoittajien yliluottamukseen markkinoita kohtaan.

[126] Ks. sisäpiirintiedon käytön ennaltaehkäisystä luku 4.6 sekä tiedottamisrikosten ennaltaehkäisystä luku 7.3.2.

2.4.3 Valvonnan ja seuraamusten kustannustehokkuus

Tarkasteltaessa arvopaperimarkkinoilla ilmenevien väärinkäytösten sääntelyn kustannustehokkuutta voidaan erikseen arvioida myös valvonnan ja seuraamusten kustannustehokkuutta. Kyse on tällöin siitä, millaisin valvontakeinoin ja seuraamuksin voidaan pienimmin kokonaiskustannuksin saavuttaa markkinoiden luotettavalle toiminalle asetetut tavoitteet. Kustannustehokkaan valvonnan lähtökohta on, että valvonnan kustannukset eivät ylitä kustannuksia, joita markkinoilla ilmenevistä väärinkäytöksistä kokonaisuudessaan aiheutuu.[127] Koska täydellinen säännösten noudattamisen valvonta ei käytännössä ole mahdollista eikä edes kustannustehokkuuden näkökulmasta toivottavaa, tulee valvonnan tavoitteeksi asettaa optimaalisen ennaltaehkäisyn tai pelotevaikutuksen (deterrence) saavuttaminen.[128]

Valvonnan kustannustehokkuuteen pyrkimisen ohella myös optimaalisten seuraamusten valinta voi aiheuttaa vaikeita punnintatilanteita väärinkäytösten ennaltaehkäisyn näkökulmasta. Rikostaloustieteessä käytetyn *rationaalisen valinnan teorian* mukaan potentiaalisen rikoksentekijän oletetaan punnitsevan rikoksesta saatavaa hyötyä suhteessa siitä hänelle aiheutuviin kustannuksiin.[129]

---

[127] Ks. Easterbook – Fischel s. 296–297 sekä 320 ss., jotka ovat katsoneet pakollisen tiedonantovelvollisuuden perustelluksi markkinaluottamuksen näkökulmasta ainoastaan, jos kyetään osoittamaan tiedonantovelvollisuuden aikaansaaman väärinkäytösten vähennyksen olevan arvokkaampaa kuin tiedonantovelvollisuuden valvonnasta aiheutuvien kustannusten. Säännösten valvonta- ja toimeenpanokustannukset eivät ole optimaalisella tasolla, jos niiden aiheuttamat kustannukset ylittävät toimeenpanon kohteena olevien rikkomusten aiheuttamat kustannukset.

Ks. myös Langevoort 2001 s. 256–257, jonka mukaan sisäpiirisääntelyn on katsottu olevan perusteltua siihen asti kunnes sisäpiirisääntelyn toimeenpanosta (enforcement) aiheutuvat kustannukset ovat pienemmät kuin osto- ja myyntitarjousten eron pienentämisestä saadut hyödyt. Langevoortin mukaan olennainen kysymys on, voiko kallis ja väistämättä epätäydellinen sisäpiirisäännösten toimeenpano *tehokkaasti* vähentää osto- ja myyntitarjousten eroa.

[128] Ks. Ogus 1994 s. 90. Ks. Määttä – Pihlajamäki s. 20 ja 68–70, joiden mukaan optimaalista ei ole, että yhteiskunta saataisiin kokonaan puhdistettua rikoksista, vaan niitä on siedettävä jonkin verran. Heidän mukaansa taloustieteellinen lähestymistapa voi rikostorjunnan kustannusten ja tuottojen osalta toimia ainoastaan suuntaa antavasti, eikä siten ole aiheellista puhua optimaalisesta tai tehokkaasta rikosten torjunnasta vaan tähtäimessä on parhaimmillaan kustannustehokas rikosten torjunta.

[129] Rikosoikeudessa käytetyn *välittömän* yleispreventioteorian eli ns. pelotetteteorian (vrt. rationaalisen valinnan teoria) mukaan ohjausvaikutusta tavoitellaan yksinomaan rangaistusuhkan välittömällä vaikutuksella. Tällöin riittää, että rangaistusuhka asettamalla voidaan vaikuttaa yksilön päätöksentekoon – olettaen, että jokainen rationaalisesti harkitsee mahdollisesta kiinnijäämisestä ja tuomittavasta rangaistuksesta koituvat riskit ja ”kustannukset” ja ottaa ne lukuun toimintapäätöksiä tehdessään. *Välillinen* yleispreventio (moraalia ja tapaa luova vaikutus) ei puolestaan edellytä ankaria rangaistuksia. Se vaatii ennen kaikkea, että rangaistuksen langettaja koetaan auktoriteetiksi ja järjestelmä legitiimiksi ja, että rangaistukset koetaan yhteiskunnan moitteen osoituksiksi. Järjestelmää kohtaan tunnettu luottamus, legitimiteetti ja normiston hyväksyntä ovat siten keskeinen rikoslain tehokkaan toiminnan ehto. Ks. välittömästä ja välillisestä yleispreventiosta Lappi-

Säännösten kohteena oleva henkilö noudattaa lakia ainoastaan silloin, jos hänelle säännöksen rikkomisesta odotettavissa olevat kustannukset ylittävät lain rikkomisesta saavutettavan hyödyn. Potentiaalisen rikoksentekijän suorittamaan arviointiin vaikuttavat kustannukset koostuvat mm. virallisista ja epävirallisista seuraamuksista, kuten taloudellisesta sakosta tai sosiaalisesta (julkisuus)haitasta. Kustannusten oletettuun suuruuteen vaikuttaa myös kiinnijäämisen todennäköisyys. Kustannuksina on myös punnittava norminmukaisesta tai vaihtoehtoisesti normin vastaisesta toiminnasta aiheutuvia välittömiä ja välillisiä kustannuksia. Tällaisia kustannuksia voivat olla esimerkiksi rikosten vaihtoehtokustannukset sekä mahdolliset oikeudenkäyntikulut.[130]

> Oletetaan esimerkiksi seuraava tilanne. Henkilö A on tietoinen listattua yhtiötä koskevasta valmisteilla olevasta julkisesta ostotarjouksesta ja olettaa sijoittamallaan rahamäärällä hyötyvänsä n. 10 000 €, mikäli ostaa kyseisen yhtiön osakkeita ennen tiedon julkistamista. Oletetaan edelleen, että henkilön jäädessä kiinni korkein mahdollinen seuraamus on 100 000 €. Kiinnijäämisen ja sanktion todennäköisyyden oletuksena on ainoastaan 0,1 % koska henkilö ei toteuta kauppoja omissa nimissään ja kiinnijäämisriski on siten hyvin matala. Korkein oletettavissa oleva sanktio on siten (0,1 % * 100 000 €) 100 €, mikä on huomattavasti vähemmän kuin teosta saatavissa oletettu hyöty (10 000 €). Tekijän olisi siten taloudellisesti kannattavaa käyttää sisäpiirintietoa hyväksi niin kauan kunnes oletettavissa olevan sanktion määrä nousisi 10 000 000 €. Mikäli kiinnijäämisriski on hyvin alhainen, tulisi seuraamuksen riittävän ennaltaehkäisevän pelotevaikutuksen saavuttamiseksi siten olla huomattavan suuri. Ongelmaksi voi muodostua se, että riittävän pelotevaikutuksen saavuttamiseksi rahamääräisen sanktion tulisi olla riittävän suuri mutta toisaalta ei niin suuri, ettei kohde kykene sitä maksamaan (deterrence trap).[131]

Seppälä 1994 s. 56–61, Lappi-Seppälä 1998 s. 1301, Nuotio 2003 s. 1214–1215 ja Frände 2005 s. 27–28.

Ks. Määttä – Pihlajamäki s. 78, joiden mukaan useimmat taloustieteilijät kannattavat selvästi peloteteoriaa, jossa korostetaan rangaistuksen ankaruuden ja kiinnijäämistodennäköisyyden korkeuden merkitystä rikollisuuden määrään vaikuttavana tekijänä.

Ks. toisaalta Lappi-Seppälä 1998 s. 1301, jonka mukaan pohjoismainen rikosoikeustutkimus on pitkään korostanut rangaistuksen välillistä yleispreventiivistä vaikutusta, eli rikosoikeuden ja sen rangaistusjärjestelmän kykyä vaikuttaa ihmisten asenteisiin ja arvoihin ja tätä kautta myös käyttäytymismalleihin. Tämän vaikutuksen voimasta rikoslakia noudatetaan, koska sen säännöt hyväksytään. Ks. samoin Nuutila 1997 s. 30 ss., jonka mukaan kriminaalipolitiikan painopiste on välillisessä yleispreventiossa.

[130] Ks. Ogus 1994 s. 91 ja rationaalisen valinnan teoriasta Becker s. 169 ss., Määttä – Pihlajamäki s. 49 ss. ja Tapani 2004 s. 35–37. Rikoksen vaihtoehtokustannuksilla (opportunity costs) tarkoitetaan rikolliseen toimintaan ryhtymisestä aiheutunutta hyödyn menetystä, joka olisi saatu rikollisen toiminnan sijaan tehdystä laillisesta toiminnasta. Ks. esim. Eide s. 351–352.

[131] Ks. Ogus 1994 s. 91–93 ja Määttä 1998 s. 128–129. Ks. myös Easterbrook – Fischel s. 346–347, joiden mukaan Yhdysvalloissa sisäpiirisanktioiden ankaruutta on perusteltu juuri alhaisella kiinnijoutumisriskillä.

Suomessa arvopaperimarkkinarikosten osalta tekijälle aiheutuneet kustannukset ovat annettujen rangaistusten lievyydestä johtuen koostuneet pääasiassa seuraamuksiin liittyvästä julkisuushaitasta.[132] Arvopaperimarkkinoilla säännösten (rationaalinen) rikkoja ei todennäköisesti puntaroi mahdollisen sakkorangaistuksen välitöntä euromäärää tai vankeustuomion ankaruutta vaan nimenomaan kiinnijäämisen todennäköisyyttä ja siitä seuraavan kielteisen julkisuuden aiheuttamia välillisiä kustannuksia. Arvopaperimarkkinarikosten osalta riittävän pelotevaikutuksen ongelmana voidaan kuitenkin pitää juuri kiinnijäämisriskin ja sanktiovarmuuden alhaisuutta.[133] Kiinnijäämisen todennäköisyyden voidaan etenkin sisäpiirintiedon väärinkäytön mutta myös kurssin vääristämisen osalta olettaa olevan alhainen. Erityisesti riskinottajien käyttäytymistä on katsottu voitavan ohjata paremmin juuri kiinnijäämisen todennäköisyyttä nostamalla kuin rangaistusten tasoa kiristämällä.[134]

Lähtökohta rationaalisesti ajattelevasta henkilöstä on kuitenkin luonnollisesti yksinkertaistava. Edes arvopaperimarkkinoilla toimivat henkilöt tuskin – ainakaan pääsääntöisesti – laskelmoivat toimintaansa säännösten noudattamisen suh-

---

Ks. myös Shavell s. 261 ss., jonka mukaan taloudellisten seuraamusten käyttö olisi kustannustehokkaampaa kuin yhteiskunnalle kalliiden vankeusrangaistusten käyttö. Shavellin mukaan vankeusrangaistuksiin on kuitenkin turvauduttava siksi, ettei taloudellisia seuraamuksia ole mahdollista jo pelkästään rikoksentekijöiden maksukyvystä johtuen asettaa riittävän korkealle. Kustannustehokkuuden näkökulmasta vankeusrangaistuksien pelotevaikutuksella saavutettavien hyötyjen tulisi kuitenkin olla korkeammat kuin vankeusrangaistuksen käyttämisestä aiheutuvien kustannusten.

[132] Suomessa arvopaperimarkkinarikoksista toistaiseksi annetut rangaistukset ovat kaikki – yhtä lukuun ottamatta – olleet sakkotuomioita ja siten sijoittuneet rangaistusasteikkojen alapäähän. Tyypillisin sisäpiirintiedon väärinkäytöstä tuomittu seuraamus on esimerkiksi ollut n. 30–40 päiväsakkoa.

[133] Kiinnijäämisriskin alhaisuus ja siihen liittyvä riittävän näytön saannin ongelma ovat kuitenkin kansainvälisiä ilmiöitä. Ks. tästä jäljempänä luvussa 8.1 esitettyä.

[134] Määttä 1998 s. 121, Eide s. 347 ja 350 sekä Garoupa s. 122. Määtän mukaan rangaistustason kiristämisellä voi käytännössä olla jopa päinvastainen vaikutus, koska rangaistustason kiristäminen nostaa tuomitsemiskynnystä ja tällöin rangaistuksen odotusarvo erityisesti riskinottajien keskuudessa saattaa alentua ja rikollisuus samalla lisääntyä.

Ks. myös Tapani 2004 s. 48, jonka mukaan rikosoikeusjärjestelmän välittömän yleisprevention (pelotevaikutus) tehon on vakiintuneesti katsottu riippuvan seuraamusten ankaruudesta ja sanktiovarmuudesta. Kiinnijäämisriskin on kuitenkin oletettu vaikuttavan pelotuspreventioon enemmän kuin sanktioankaruuden.

Sanktiovarmuudella tarkoitetaan sitä todennäköisyyttä, jolla rikokseen syyllistynyt joutuu vastuuseen teoistaan. Sanktiovarmuudella ja kiinnijoutumisriskillä ei kuitenkaan tarkoiteta samaa asiaa, vaan kiinnijoutuminen on sanktiovarmuuden välttämätön, mutta ei ainoa edellytys. Vuorenpää 2003 s. 301–305.

Vrt. kuitenkin Määttä – Pihlajamäki s. 51 ja 136, joiden mukaan useissa empiirisissä tutkimuksissa on rationaalisuusoletusta tukien havaittu, että erityisesti varallisuusrikoksissa rangaistusten ankaruuden ja rikosmäärien välillä vallitsee kysynnän laille ominainen riippuvuussuhde.

teen yksinomaan taloudellisten seuraamusten perusteella.[135] Rationaalisuusoletus ei pidä sisällään kannanottoa teon hyväksyttävyydestä tai sen ei-hyväksyttävyydestä.[136] Myöskään ilmitulleet arvopaperimarkkinarikokset eivät – ainakaan suomalaisen oikeuskäytännön valossa – liene tapahtuneet täysin rationaalisen toiminnan seurauksena. Kyse näyttää usein olleen enemmänkin huolimattomuudesta tai välinpitämättömyydestä.

Välillisen yleisprevention tai yhteisten moraalinormien ja sosiaalisten pelisääntöjen merkitystä ei kuitenkaan arvopaperimarkkinarikollisuuden ennaltaehkäisyn osalta voida – muun talousrikollisuuden tapaan – pitää yhtä korostuneena kuin ns. perinteisen rikollisuuden osalta. Välittömällä yleispreventiolla (pelotevaikutus) on merkitystä, jos markkinaosapuolien odotetaan ainakin jossain määrin rationaalisesti punnitsevan tekoihinsa liittyviä (taloudellisia) hyötyjä ja haittoja.[137] Arvopaperimarkkinoilla toimivilla osapuolilla on myös tieto ja kyky ainakin jossain määrin arvioida kiinnijäämisriskin sekä mahdollisten seuraamusten ja saavutettavien hyötyjen suuruus. Arvopaperimarkkinoiden toiminnalle on ominaista omien taloudellisten intressien ajaminen, jossa voidaan tietoisesti pyrkiä hyödyntämään normien noudattamisen valvonnan heikkouksia, näytön saatavuuteen liittyviä ongelmia tai normien avoimeksi jättämiä tulkintatilanteita. Markkinaosapuolien toiminta voi usein perustua riskien ottamiseen myös lain noudattamisen suhteen. Etenkin törkeämmän ja suunnitelmallisen arvopaperimarkkinarikollisuuden osalta oletus rationaalisesta rikollisesta voi olla sopiva lähtökohta optimaalisten seuraamusten valinnalle.

Liian lieviksi koetut rangaistukset (tai rangaistusasteikot) voivat myös horjuttaa rikosoikeusjärjestelmän legitimiteettiä osana arvopaperimarkkinoiden suoja-

---

[135] Ks. Garoupa s. 121–122, jonka mukaan taloustieteen teorian oletusten mukaan rikollisia pidetään hyödyn maksimointiin pyrkivinä rationaalisina yksilöinä, kun taas käyttäytymistieteen teorian mukaan rikollisten oletetaan olevan useimmiten rajoitetusti rationaalisia.

Ks. taloustieteellisen ajattelutavan yksipuolisuudesta Toiviainen 2002 s. 80, jonka mukaan oikeustaloustieteen pohjana oleva taloudellinen ajattelu johtaa yhtäältä siihen, että ihmisten käyttäytyminen uskotaan mahdolliseksi selittää, arvioida ja arvostaa oikeudellisesti(kin) pelkästään taloudellisista lähtökohdista. Toisaalta se luo kuvitelman oikeutuksesta olettaa juridiikassa, että ihmiset tosiasiassa laskelmoivat kaiken toimintansa niiden taloudellisten seuraamusten tai vaikutusten perusteella, joita heidän käyttäytymisellään on.

Ks. myös Tala 2001 s. 309–312, 323 ja 347–348, jonka mukaan ns. rationaalisen (tai rajoitetun rationaalisen) valinnan mallilla on katsottu olevan toimijoiden päätöksenteon ja valintojen kuvaamisessa yleensä vahvin asema. Talan mukaan mikään yksittäinen malli ei kuitenkaan ole riittävä kuvaamaan ja selittämään valintoja, jotka koskevat säännösten noudattamisesta tai noudattamatta jättämisestä. Selvää kuitenkin Talan mukaan on, että pelkästään kielteisille seurauksille rakentuva käsitys on liian yksiulotteinen selitystapa säännösten noudattamiselle.

[136] Määttä – Pihlajamäki s. 56.

[137] Rationaalinen voitontavoittelu on sinänsä jo luo luonnollinen lähtökohta markkinoilla toimivien osakeyhtiöiden osalta niiden toiminnan perustarkoituksen ollessa voiton tuottaminen osakkeenomistajille.

järjestelmää. Arvopaperimarkkinoiden kontrolli- ja seuraamusjärjestelmää kohtaan tunnettua luottamusta ei välttämättä välillisen yleisprevention edellyttämällä tavalla kyetä saavuttamaan tai ylläpitämään, mikäli kiinnijäämisriski, sanktiovarmuus tai rangaistukset koetaan alhaisiksi taikka lieviksi. Markkinoiden väärinkäytöksiä ehkäisevää normistoa ei myöskään markkinaosapuolien taholta pidetä välttämättä kaikilta osin hyväksyttävänä, mikäli se rajoittaa heidän liiketoimintamahdollisuuksiaan. Näistä syistä rangaistusten ankaruudella ja etenkin kiinnijäämisriskillä sekä sanktiovarmuudella on syytä olettaa olevan korostunut merkitys arvopaperimarkkinarikollisuuden ennaltaehkäisyssä.

Kiinnijäämisriskin nostaminen ei kuitenkaan välttämättä ole kustannustehokasta väärinkäytösten lisääntyneiden valvonta- ja selvittämiskustannusten vuoksi.[138] Toisaalta esimerkiksi juuri säännösten toimeenpanon eli valvonnan tehokkuuden on katsottu alentavan yhtiöiden rahoituskustannuksia. Tutkimuksissa on usein tuotu esiin eri valvontaviranomaisten puutteelliset resurssit, jotka ovat esteenä markkinoiden riittävän tehokkaalle valvonnalle.[139] Valvontaviranomaiset eivät voi korottaa kiinnijäämisen ja sanktiovarmuuden todennäköisyyttä, koska niiden resurssit ovat rajalliset.[140] Kustannustehokkaan valvonnan ja valvonnan priorisoinnin ongelmana voi olla, että valvontaviranomaisen resurssit voidaan keskittää ainoastaan vakavimpien väärinkäytösten selvittämiseen.[141] Tällöin

---

[138] Ks. myös Määttä 1998 s. 127.

[139] Ks. esim. Friedrichs s. 289, Ribstein s. 36, Stout s. 40, Wesser s. 125 ss., af Sandebeg 2003 s. 870, Oker-Blom 2003 s. 247 sekä Croall s. 48–54.

Myös SEC:n rahoituksen ja resurssien riittävyyden on yleisesti katsottu olevan liian pieni suhteessa sen valvontavelvollisuuksiin. SEC:n vuosibudjettia tosin nostettiin markkinoilla ilmenneiden väärinkäytösskandaalien seurauksena vuonna 2003 438 miljoonasta dollarista 716 miljoonaan dollariin. Ks. Donaldson s. 1 ss. ja SOX Section 601.

Ks. myös Coleman s. 222, jonka mukaan useimmilla aloilla vastuu yritysrikollisuuden torjunnasta on yrityssektorin tukemana siirretty rikosoikeusjärjestelmältä muille valvonta- ja sääntelyviranomaisille. Voimakkaan yrityssektorin on kuitenkin samalla katsottu voineen estää riittävien resurssien allokoimisen kyseisille viranomaisille, jotta ne eivät tosiasiassa kykenisi täyttämään tehtäväänsä yrityssektorin näkökulmasta ”liian tehokkaasti”.

[140] Valvojan valvonta- ja toimeenpanokustannukset koostuvat sekä varsinaisesta säännösten noudattamisen valvonnasta että myös säännösten toimeenpanoon liittyvistä toimenpiteistä, kuten seuraamusprosessien aiheuttamista kustannuksista.

Ks. HE 137/2004 s. 48, jossa katsotaan sisäpiirintiedon käytön ja kurssin vääristämisen aikaisempaa laajemman soveltamisalan voivan jossain määrin lisätä Ratan työmäärää. Esityksessä todetaan toisaalta pienten rikkeiden dekriminalisoinnin ja uusien hallinnollisten seuraamusten käyttöönottamisen sekä jo voimassa olevien hallinnollisten seuraamusten soveltamisalan laajentumisen merkitsevän osin mahdollisuutta noudattaa aikaisempaa kevyempiä menettelytapoja. Tämän johdosta esityksen ei juurikaan katsota lisäävän Ratan henkilöstötarpeita.

Perusteluja voidaan pitää kyseenalaisina. Tosiasiassa uudet hallinnolliset seuraamukset mahdollistavat sen, että Rata voi antaa seuraamuksia sellaisista teoista, joihin se ei aiemmin puutteellisten seuraamusvaihtoehtojen vuoksi voinut puuttua muutoin kuin ei-julkisin huomautuksin. Lisäksi perusteluissa tarkoitettujen pienten rikkeiden osalta Rata ei ole tehnyt lainkaan tutkintapyyn-

huomattava osa markkinoilla tapahtuvista rikkomuksista voi vähäisempinä tai ”rajatapauksina” jäädä kokonaan tutkimatta. Tämä puolestaan antaa markkinoille helposti signaalin, joka on omiaan rohkaisemaan käyttäytymistä ”lain rajamailla”.

Valvojien puutteellisten resurssien ja valvontakustannusten minimoinnin toinen merkittävä riskitekijä on, ettei valvojalla ole mahdollista kohdistaa resurssejaan riittävästi ennakolliseen valvontaan, jolla voitaisiin aktiivisesti pyrkiä etsimään väärinkäytöksiä edistäviä tai niitä mahdollistavia riskitekijöitä.[142] Valvonta on sen sijaan jälkikäteistä ja keskittyy lähinnä jo ilmitulleiden vahinkojen ja väärinkäytösten selvittämiseen. Tällöin valvonnan kustannustehokkuuden vuoksi valvonnassa on myös katsottu korostettavan yhteistyöhön perustuvaa säännösten toimeenpanoa (negotiated compliance). Oikeusprosessien ollessa hyvin kalliita ja mahdollisten sanktioiden hyvin lieviä muodostuu kustannustehottomien syyteprosessien käyttäminen säännösten toimeenpanokeinona ainoastaan viimeiseksi ”uhkakeinoksi”.[143]

Taloudellisesti kustannustehokas valvonta voi valvonnan tarkoituksenmukaisuuden ja sen tehokkuuden kannalta olla liian yksinkertaistava. Ainoastaan ”taloudellisesti” kannattava markkinoiden valvonta ja rikosten torjunta tuskin on omiaan vahvistamaan yleisön luottamusta markkinoiden toimintaan. Väärinkäytösten tai jo niiden epäilyjen aiheuttamien välillisten kokonaiskustannusten arvioiminen on lisäksi äärimmäisen vaikeaa. Luottamuksen menetys markkinoita

---

töjä. Uudet hallinnolliset seuraamukset edellyttävät päinvastoin Ratan noudattavan aiempaa raskaampia menettelytapoja, jotta toimenpiteiden kohteena olevien osapuolien oikeusturva tulisi riittävästi huomioon otetuksi.

[141] Esimerkiksi Ruotsissa valvontaviranomaisen (FI) on todettu rajallisten resurssiensa johdosta olevan kykenevä keskittymään vain vakavimpien ja julkisuutta saaneiden sisäpiiririkosepäilyjen selvittämiseen. FI joutui esimerkiksi 1990–luvun lopulla lopettamaan n. 30 % tutkimistaan sisäpiiriepäilyistä pelkästään tutkimusten viivästymisen ja tutkittavien tapausten vanhenemisen vuoksi. Ks. Wesser s. 193–194.

Ks. myös Virta s. 187, jonka mukaan talousrikosten tutkinnasta ja täytäntöönpanosta vastaavien viranomaisten työmäärän ja resurssien epäsuhta talousrikollisuuden torjunnassa johtavat helposti valvonnan kohdentumiseen yksinkertaisiin ja helposti selvitettäviin talousrikoksiin.

[142] Ks. samoin Coleman s. 227.

[143] Ks. Ogus 1994 s. 93–97, jonka mukaan tutkimuksissa on havaittu, että rikossyytteiden nostamisen todennäköisyys erityisesti hallinnollisten viranomaisten toimesta on hyvin alhainen. Sääntelyviranomaisten strategiana on siten yhteistyöhön ja neuvottelemiseen perustuva valvonta ja rikosprosessia käytetään vain viimeisenä turvautumiskeinona tai uhkana (deterrence) säännösten noudattamisen varmistamisessa.

Ks. Croall s. 45 ss., jonka mukaan rahoitusmarkkinoilla ilmenevän rikollisuuden kontrollissa painopiste on usein tulevaisuuteen suuntautuvassa ja yhteistyöhön perustuvassa säännösten noudattamisessa. Tehokkaan rahoitusmarkkinoihin kohdistuvan talousrikossääntelyn tulisi kuitenkin ottaa huomioon mahdollisimman laaja seuraamusvalikoima, joka pitää sisällään sekä moraalisen (rikosoikeudellisen) että kustannustehokkuuden näkökulman.

kohtaan voi vaikuttaa myös pitkäaikaisesti ja lisätä näin kustannuksia huomattavasti. Arvopaperimarkkinoilla ilmenevät väärinkäytökset eivät myöskään vähennä luottamusta ainoastaan kyseisiä markkinoita kohtaan, vaan niillä voi olla heijastusvaikutusta myös markkinoiden ulkopuolella toimivien yritysten toimintaan ja yhteiskuntaan laajemminkin.[144] Vaikka lain asettamien velvoitteiden ja rajoitusten noudattamisen tehokkaan valvonnan tärkeys arvopaperimarkkinarikossäännöksiä uudistettaessa tiedostettiin,[145] on valvonnan asettaminen optimaaliselle tasolle käytännössä vaikeaa – tehtiinpä se sitten taloudellisten tai muiden kriteerien nojalla.

Kustannustehokkaan (väärinkäytösten) valvonnan huolestuttava seuraus voi olla, että markkinoiden valvonnassa pyritään maksimoimaan valvonnan symbolinen tehokkuus mahdollisimman vähäisin välittömin kustannuksin. Kustannustehokkuuden näkökulmasta edullisena rikosten ennaltaehkäisykeinona voidaan pitää esimerkiksi rangaistussäännösten kiristämistä erityisesti nostettujen rangaistusasteikkojen tai suurempien seuraamusmaksujen muodossa.[146] Rangaistussäännösten lähinnä muodollisen ankaroittamisen seurauksena voi kuitenkin olla sääntelyn symbolisoituminen, jollei säännösten noudattamisen valvontaa ja niiden käytännön toimeenpanoa kyetä myös samanaikaisesti tehostamaan.

2.5 SÄÄNTELYTAVOITTEIDEN RISTIRIITA JA KONTROLLIN RAJAT

Markkinoiden sääntelyn keskeisenä tavoitteena on ylläpitää sijoittajien luottamuksen herättävää markkinaympäristöä. Sääntelyn ei kuitenkaan tule rajoittaa tai tukahduttaa markkinoiden toimintavapautta ja niillä kehittyviä uusia innovaatioita. Markkinoiden toimintaympäristö kehittyy nopeassa tahdissa ja uusia innovaatioita sekä ilmiöitä tulee sääntelyn piiriin jatkuvasti.[147] Lainsäädännön on

---

[144] Markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten aiheuttamien haittojen voidaan laajemmin tarkasteltuna olettaa muun talousrikollisuuden tavoin kohdistuvan yhteiskuntamoraaliin, markkinoilla toimivien yritysten kilpailun vääristymiseen sekä näiden aiheuttamiin (taloudellisiin) menetyksiin koko yhteiskunnalle. Ks. esim. Jokinen – Häyrynen – Alvesalo s. 114–116, jossa yritykset katsoivat edellä mainitut talousrikollisuuden aiheuttamat haittavaikutukset huomattavasti merkittävämmiksi kuin yrityksiin itseensä kohdistuneet taloudelliset menetykset.

[145] Ks. HE 254/1998 s. 4.

[146] Tällöin kustannustehokkuutta mitataan kuitenkin pääasiassa ennaltaehkäisyn välittömillä kustannuksilla. Esimerkiksi rangaistusasteikkojen korottamista voidaan pitää rikosoikeudellisessa sääntelyssä usein myös poliittisesti helpoimpana ja houkuttelevimpana tapana reagoida yhteiskunnallisiin ongelmiin. Ks. rikosoikeuden symbolisuudesta myös jäljempänä luvussa 8.1 esitettyä.

[147] Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn erityispiirteenä ja samalla osin sen ongelmana markkinoiden nopean muuttumisen vuoksi on, ettei kovin pitkäjänteistä markkinoiden tulevaa

myös annettava yrityksille mahdollisuus mukautua erilaisiin markkinoiden, rahoituksen ja yritysrakenteiden muutoksiin sekä siinä tarkoituksessa etsiä joustavasti uusia ja parempia tapoja toimintansa, hallintonsa ja erilaisten riskiensä hallinnan järjestämiseen. Tämän vuoksi lainsäädännön tulee sallia institutionaalinen kehitys eikä rajoittaa sitä.[148]

Markkinoiden tehokkuuden ja toimintavapauden edistämisen ohella markkinoiden sääntelyn tavoitteena on myös sijoittajien suojaaminen sekä markkinoiden luotettavuuden turvaaminen. Rahoitusmarkkinoilla syntyvät uudet ilmiöt tuovat mukanaan myös uusia riskejä. Markkinoilla syntyy ja kehittyy jatkuvasti uusia tuotteita, transaktioissa hyödynnettävää uutta teknologiaa, uusia kaupankäyntistrategioita ja muita tuntemattomia epävarmuutta luovia tekijöitä, joiden aiheuttamia riskejä ei välttämättä voida täysin ymmärtää ja ottaa huomioon sääntelyssä. Markkinoiden tehokkaan toiminnan edellyttämä sääntelyn ja valvonnan joustavuus voi synnyttää vaikeasti ennakoitavia riskejä. Markkinoilla ilmenevien kriisien on myös katsottu olevan usein markkinoiden innovatiivisuuden ja niiden sääntelyn välisen ristiriidan väistämättömiä seurauksia.[149] Markkinoiden sääntelyssä on nähtävissä selkeä tasapainottelu markkinoiden toimintavapauden ja uudistustarpeiden sekä toisaalta niiden mahdollisesti sijoittajille ja markkinoille aiheuttamien riskien sääntelyn välillä.[150]

Yhden kotimaisen esimerkin tästä tarjoaa vuosituhannen vaihteessa toteutettujen nuorten kasvuyhtiöiden listaukset pörssiin. Lähtökohtaisesti riskipääomarahoituksen saatavuuden edistäminen kasvuvaiheessa olevien nuorten yritysten rahoitusongelmien ratkaisussa on tärkeää. Listautumisedellytysten alentaminen tarjosi yhtiöille tehokkaan ja kannattavan mahdollisuuden hankkia markkinoilta tarvitsemaansa riskipääomaa. Listautumisia seurasi kuitenkin osittain maailmantalouden muutosten johdosta yhtiöiden arvopaperien erittäin voimakas kurssilasku, joka aiheutti epäilyksiä siitä, oliko listautumisen kriteerejä alennettu liian alas. Näin markkinoiden ja yritysten rahoituksensaannin tehostamiseksi tehdyis-

---

kehitystä ennakoivaa sääntelyä kyetä laatimaan. Tätä osoittanee osaltaan se, että AML:a on muutettu sen voimassa olon eli n. 15 vuoden ajanjaksona jo lähes 30 kertaa.

Ks. arvopaperimarkkinoiden ja erityisesti sijoitusrahastotoimintaan liittyvän nopean tuotekehityksen asettamista haasteista lainsäätäjälle Syyrilä 2002 s. 259–261. Syyrilän mukaan arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely on Suomessa mutta myös EU:n tasolla perinteisesti ollut varsin yksityiskohtaista, mistä on aiheutunut jatkuva tarve muuttaa lakia.

148 Timonen 2000 s. 140–141 ja Reichman 1991 s. 269–270.

149 Reichman 1991 s. 266 ja 284.

150 Ks. myös Reichman 1993 s. 71, Gilligan 2000 s. 8–10 ja Png s. 55. Ks. myös Sillanpää 1995 s. 216, jonka mukaan tasapainoilu riittävän sääntelyn ja arvopaperimarkkinoiden käytännön toimivuuden edellyttämän riittävän toimintavapauden välillä on hyvin vaikeaa. Ks. myös Tala 1999 s. 27, jonka mukaan taloudellisen tehokkuuden edistämistä ja riskien ehkäisemistä on usein pidetty toisilleen vastakkaisina tavoitteina.

tä toimenpiteistä ainakin osittain aiheutui sijoittajien luottamuksen väheneminen sekä kyseisiä yhtiöitä että myös koko markkinoita kohtaan.[151]

Markkinoiden valvojien asema sekä markkinoiden luotettavuuden valvojina että toisaalta osin myös markkinoiden tehokkuutta edistävinä viranomaisina voi tästä näkökulmasta olla myös ongelmallinen. Valvontaviranomaisten tehtävänä on rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen piirissä noudatettavien toimintatapojen kontrollointi, mutta osin myös kyseisten yhteisöjen intressien turvaaminen. Ongelmalliseksi voi muodostua se, missä määrin sääntely ja valvonta palvelevat (tai niiden tulisi palvella) julkista etua tai sääntelyn kohderyhmän intressejä. Sääntelyviranomaisten mahdollinen tehottomuus toteuttaa julkista etua voi johtua siitä, että heidän toimintansa on vaikutusaltis sääntelyn kohderyhmän painostukselle ja intresseille (ns. *capture problem*). Valvontaviranomaisen olisi kuitenkin pyrittävä edistämään yleisen edun tavoitteita markkinoiden toiminnassa sekä tässä tarkoituksessa kyettävä objektiivisesti erottamaan eri markkinaosapuolten ristiriitaiset intressit ja tavoitteet.[152]

Markkinoiden tehokasta toimintaa turvaavat sääntelyn ja valvonnan päämäärät voivat heijastua jossain määrin myös markkinoiden väärinkäytösten kontrolliin.[153] Arvopaperimarkkinoiden terveen kehityksen turvaamiseksi markkinoiden

---

[151] Ulkomaisen esimerkin tarjoaa puolestaan väärinkäytösskandaaleihin yhdistetty Enron-yhtiö, jonka muun muassa Fortune lehti oli sijoittanut kuutena vuotena peräkkäin Yhdysvaltojen innovatiivisemmaksi yhtiöksi. Ks. Ribstein s. 12 ja Stout s. 20.

[152] Valvojien on myös katsottu voivan pyrkiä saamaan itselleen hyötyä käyttämällä vähemmän aggressiivisia valvontakeinoja ja suojelemalla siten sääntelyn kohderyhmää. Kyseinen ongelma voi korostua niiden valvojien piirissä, joiden työntekijöistä suuri osa on ennen ollut sääntelyn kohderyhmän palveluksessa. Erityisesti tämän ongelman on havaittu olevan ilmeinen rahoitussektoria valvovien itsesääntelyelinten piirissä. Ks. capture-ongelmasta Ogus 1994 s. 57–58 ja 94, Croall s. 50, Coleman s. 127 ja Uche s. 69.

Ks. myös Halme 1999a s. 495–499, jonka mukaan Ratan tulkintojen tulisi olla mahdollisimman yhdenmukaisia lain säännösten tarkoituksen ja tavoitteiden kanssa, eikä sopeutua markkinaosapuolien noudattamiin käytäntöihin. Halme katsoo Ratan tulkintojen osin sopeutuneen liikaa pankkien omaksumiin käytäntöihin säästöpankkikriisiä edeltävänä ajanjaksona. Halmeen mukaan pankkikriisin aikana valvojan liian ymmärtävä suhtautuminen tiettyjen säännösten rikkomiseen ja sanktioiden käytön välttäminen edesauttoivat eräissä tapauksissa pankkien piittaamatonta suhtautumista säännösten noudattamiseen.

Myös Suomen markkinoiden osalta tiettynä riippumattomuutta ilmentävänä ongelmana voidaan pitää sitä, että Ratan toiminta rahoitetaan yksinomaan markkinoilla toimivilta yrityksiltä kerättäviltä valvontamaksuilla. Kansainvälisesti valvontaviranomaisten rahoitus on järjestetty joko yrityksiltä kerättävillä valvontamaksuilla ja/tai valtion budjetista.

[153] Eräs esimerkki markkinoiden taloudelliseen tehokkuuteen ja niiden kansalliseen kilpailukykyyn liittyvien päämäärien ristiriitaisuudesta suhteessa markkinoiden luotettavuuteen ja viime kädessä rikosoikeudelliseen kontrolliin on ns. hallintarekisteröidyt arvopaperiomistukset. Ulkomaalaisen luottolaitoksen tai sijoituspalveluyrityksen lukuun Suomessa ylläpidettävältä omaisuudenhoitotilillä voidaan arvopaperinvälittäjän lukuun hallita anonyymisti ulkomaalaisten omistamia arvo-osuuksia. Kyseisen järjestelmän hyödyt liittyvät sen taloudellisuuteen, omaisuudenhoitajan voidessa hallinnoida useiden omistajien omistuksia samalla omaisuudenhoitotilillä. Tämän li-

sääntelyssä on edellytetty rajoituttavan ainoastaan niihin seikkoihin, jotka vaikuttavat olennaisesti sijoittajien markkinoita kohtaan tuntemaan luottamukseen.[154] Toisaalta sijoittajien luottamus markkinoiden oikeudenmukaisuuteen ei myöskään välttämättä edes edellytä täydellistä tasa-arvoa. Sijoittajien on katsottu olevan valmiita tiettyyn rajaan asti hyväksymään myös epäoikeudenmukaisuuden. Riittävän oikeudenmukaisuuden edellytyksenä ovat sellaiset normit, jotka luotettavasti lupaavat tietyn kynnystason ylittävän oikeudenmukaisuuden.[155]

Voitaneen ajatella, että markkinoiden väärinkäytössäännöksillä tavoiteltava luottamus olisi ainoastaan välitavoite sääntelyn päätavoitteiden eli markkinoiden kilpailukyvyn ja tehokkuuden saavuttamisessa. Markkinoilla ilmenevien rikosten ja väärinkäytösten kontrollissa tavoitellaan siten ainoastaan ”riittävän” luottamuksen turvaamista.[156] Erityisen tärkeä näkökulma markkinoiden luotettavuuden turvaamisessa on nimenomaan se, minkälaisen mielikuvan sijoittajat saavat markkinoiden ja niiden valvonnan luotettavuudesta.[157] Esimerkiksi markkinoiden sisäpiiriläisille asetettujen kaupankäyntikieltojen ja -rajoitusten on kriittisesti esitetty luovan ainoastaan illuusion siitä, että markkinat toimivat tasapuolisesti ja että yksittäiset sijoittajat olisivat näin tasavertaisessa asemassa markkinoiden ammattilaisten kanssa.[158]

Markkinoiden luotettavuus voidaan nähdä myös ensisijaisena sääntelyn tavoitteena ja samalla välttämättömänä edellytyksenä markkinoiden tehokkuudelle ja kilpailukyvylle.[159] Markkinoiden sisäpiirisääntelyä on esimerkiksi pidetty

---

säksi hallintarekisteröinti mahdollistaa omistusten ei-julkisuuden, joka voi tietyille sijoittajille olla tärkeä intressi. Omistusten ei-julkisuus aiheuttaa kuitenkin ongelmia kaupankäynnin valvonnan kannalta. Kansallisesta näkökulmasta ongelma on myös se, että vaikka hallintarekisteröidyn omistuksen kieltäminen myös ulkomaisten omistajien osalta lisäisi arvopaperiomistusten läpinäkyvyyttä ja helpottaisi siten kaupankäynnin valvontaa, ei sitä yksittäinen valtio voi ulkomaisen sijoituspääoman ulosvirtausriskin vuoksi toteuttaa.

[154] KM 1987:44 s. 262.

[155] Langevoort 2002 s. 41 ja 51.

[156] Ks. Larsson 2001a, joka katsoo markkinoiden riittävän luotettavuuden turvaamisen edellyttävän sitä, että markkinoiden kontrollissa ylläpidetään ainoastaan tiettyä ”minimitasoa”.

[157] Asiaa voi havainnollistaa tarkastelemalla markkinoihin kohdistettavan rikoskontrollin vaikutuksia tavallisen sijoittajan käyttäytymiseen. Markkinoihin kohdistuvaa kontrollia tehostettaessa olisi seurauksena todennäköisesti ilmitulevien arvopaperimarkkinarikosten kasvu. Tämä voisi joko heikentää tai vahvistaa markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta. Yhtäältä voisi ajatella niin, että paljastettavien ja selvitettävien rikosten määrän kasvu osoittaisi markkinoiden valvonnan ja rikoskontrollin olevan tehokasta. Tämä parantaisi sijoittajien luottamusta markkinoihin edistäen heidän sijoitushalukkuuttaan. Toisaalta ilmitulevien rikosten voitaisiin ajatella aiheuttavan nimenomaan luottamuksen heikentymistä ja sijoittajien investointihalukkuuden vähentymistä.

[158] Boatright s. 137, Reichman 1991 s. 271 ja Reichman 1993 s. 57.

[159] Englannin markkinoita sääntelevän lain (Financial Services and Markets Act) ensisijaisena tavoitteena on nimenomaan markkinoiden luotettavuuden turvaaminen, ja jonka tavoitteen alaisuu-

onnistuneena juuri siitä syystä, että sisäpiiririkollisuuden torjunnan motiivien on katsottu olevan yhteneviä yritysmaailman etujen sekä yhteiskunnan tavoitteiden kannalta.[160] Kuten on jo todettu, sisäpiiritoiminnan taloudellisesta haitallisuudesta on taloustieteellisessä tutkimuksessa saatu myös empiirisiä tutkimustuloksia. Sisäpiirikaupankäynnin kieltävää sääntelyä ei siten tule perustella yksinomaan yleisluontoisilla politiikka-argumenteilla, kuten markkinoiden luotettavuudella, vaan myös taloudellisilla tehokkuusargumenteilla. Vaikka markkinoiden väärinkäytöksiin kohdistuvalla sääntelyllä tavoiteltava luottamus ilmentää selkeästi sijoittajien suojaamiseen liittyviä oikeudenmukaisuuspäämääriä, on luottamuksella kuitenkin markkinoiden tehokkuuden ja toimivuuden välttämättömänä edellytyksenä merkitystä myös taloudellisena päämääränä.

Markkinoiden sääntelyssä on usein katsottu olevan kyse tietystä valinnasta tai jännitteestä markkinoiden tehokkuutta ja luottamusta edistävän sääntelyn välillä.[161] Kyseistä ristiriitaa ei kuitenkaan tule ylikorostaa. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöksiin kohdistuvan sääntelyn tarkoituksena on tehostaa arvopaperimarkkinoita ohjaavan lainsäädännön sisältämien keskeisten velvoitteiden ja tärkeimpien rajoitusten noudattamista. Tämän johdosta myös rangaistussäännösten tavoitteet ovat viime kädessä samoja kuin markkinoita koskevan sääntelyn yleensäkin. Ristiriita tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden tai luottamuksen välillä voi olla näennäinen.[162] Markkinoilla säädettyjen velvollisuuksien ja rajoi-

---

teen muut tavoitteet, kuten markkinoiden tehokkuus voidaan sisällyttää. Ks. Png s. 52 ja Rider 2000 s. 243. Ks. FSA:n toiminnan tavoitteista myös Jones – Johnstone s. 118 ja Capps et al. s. 245.

[160] Snider s. 224. Yhdysvaltojen valvontaviranomaisen (SEC) menestyksen ja tehokkuuden markkinoilla ilmenevän rikollisuuden torjunnassa on katsottu yleisemminkin perustuvan siihen, että se nauttii voimakasta yrityssektorin kannatusta. Punch s. 141. Ks. myös Friedrichs s. 248–249, jonka mukaan arvopaperimarkkinoilla toimiva yrityssektori on yleisesti tukenut voimakkaasti lainsäädäntöä, jolla ehkäistään sijoittajien luottamusta heikentävien menettelytapojen ilmenemistä.

[161] Ks. esim. Gilligan 1999 s. 363, joka katsoo markkinoiden sääntelijöiden joutuvan tasapainoilemaan markkinoiden luotettavuuden ja sijoittajansuojan ja toisaalta markkinoiden taloudellista tehokkuutta turvaavan sääntelyn välillä. Ks. tehokkuus- ja oikeudenmukaisuusargumenttien välisestä ristiriidasta oikeustaloustieteellisessä keskustelussa arvopaperimarkkinoiden osalta Timonen 1997 s. 80–90, Rudanko 1998 s. 191–195, Kaisanlahti 1999 s. 47 ja Kurenmaa s. 28–34.

[162] Ks. myös Rudanko 1999 s. 333–334, jonka mukaan oikeudenmukaisuutta ja taloudellista tehokkuutta ei tarvitse pitää toisiaan poissulkevina ominaisuuksina, vaan osaksi ne voidaan palauttaa toisiinsa. Oikeudenmukaisuus ei voi täysin toteutua ilman tehokkuutta, ja toisaalta taloudellisesti tehokas järjestelmä edellyttää käytännössä oikeudenmukaisuuden elementtiä. Rudangon mukaan yhteiskunnallinen epäoikeudenmukaisuus, kuten esimerkiksi epätasa-arvo merkitsee usein yksiselitteisesti kvantifioitavia taloudellisia kustannuksia.

Ks. vastaavasti myös Kaisanlahti 1999 s. 47–49, joka toteaa, että tehokkuus ja oikeudenmukaisuus eivät ole niin usein toistensa vastakohtia kuin pintapuolisen tarkastelun perusteella voisi olettaa. Esimerkiksi useat instituutiot, joiden perusteena perinteisessä oikeustutkimuksessa pidetään oikeudenmukaisuutta, ovat johdettavissa myös tehokkuustavoitteista.

tusten noudattamisen tehosteeksi asetetut kriminalisoinnit eivät välttämättä lopulta korosta markkinoiden luotettavuutta tai oikeudenmukaisuutta markkinoiden tehokkuuden kustannuksella. Markkinoiden luotettavuus ja sen suojaamiseksi säädetyt rangaistussäännökset edistävät viime kädessä markkinoiden tehokkuutta.[163]

Myös Annola 2005 s. 63 näkee markkinoiden tehokkuutta ja oikeudenmukaisuutta koskevat tavoitteet toisiinsa kytkeytyneinä niin, että toimivat markkinat edellyttävät kummankin tavoitteen riittävää toteutumista.

[163] Ks. Boatright s. 31, jossa todetaan myös tehokkuuden itsessään olevan eettinen arvo, sillä tehokkaat markkinat ohjaavat pääoman parhaimmin tuottaviin kohteisiin, joka koituu lopulta koko yhteiskunnan parhaaksi. Boatright kuitenkin korostaa reiluuden ja oikeudenmukaisuuden (fairness) merkitystä edellytyksenä tai keinona markkinoiden tehokkuudelle. Oikeudenmukaisuuden ja tehokkuuden välisestä jännitteestä huolimatta edellisen olemassaolo vaikuttaa jälkimmäiseen pääasiassa myönteisesti.

3 Arvopaperimarkkinarikossäännösten tulkinta

3.1 YLEISTÄ

Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön ja sen sääntelyn ominaispiirteet aiheuttavat tiettyjä ongelmia arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen tulkinnassa.[1] Tulkintaongelmana ei ole yksittäistapaukseen soveltuvan tunnusmerkistön löytäminen vaan soveltuvan ja tyypillisesti joustavan tunnusmerkistön sisällöllinen tulkinta ja sen arvioiminen, miten yksittäistapauksen tosiseikastoa on sitä vasten tulkittava.[2] Käytännön tulkintatilanteessa pääpaino on menettelyn laillisuuden arvioinnissa. Arvopaperimarkkinoilla ilmeneviä väärinkäytöksiä ja rikoksia on jo lähtökohtaisesti vaikea erottaa arvopaperimarkkinoilla ilmenevistä normaaleista transaktioista. Arvopaperimarkkinarikosten kriminalisoinnit on tyypillisesti kytketty sinänsä lailliseen (liike)toimintaan, ja vain tietyllä tavalla toteutettu menettely on katsottava rikokseksi.

Markkinoiden toimintavapauden turvaamisen edellyttämä sääntelyn joustavuus ja samalla rikostunnusmerkistöjen tulkinnanvaraisuus voivat aiheuttaa jännitteitä markkinoilla toimivien osapuolten oikeusvarmuuden ja toimintavapauden sekä rikosvastuun käytännön toteutumisen välillä. Rikosoikeuden ennakoitavuus ja ennen kaikkea siihen sisältyvä laillisuusperiaate edellyttää rangaistussäännöksiltä tiettyä täsmällisyyttä. Liian joustavilla säännöksillä voi olla myös heikko ennaltaehkäisevä vaikutus moitittavien menettelytapojen osoittamisessa.[3]

Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn tavoitteina ja siten myös säännösten tulkinnassa huomioon otettavina reaaliargumentteina voidaan pitää markkinoiden tehokkuutta ja luotettavuutta. Arvopaperimarkkinoita koskevien rikostunnusmerkistöjen tulkintaongelmia hahmotettaessa ja ratkaistaessa on arvioitava sekä yksittäisten säännösten tavoitteita että koko arvopaperimarkkinalainsäädännön yleisiä tavoitteita. Arvopaperimarkkinarikosten tulkinnan erityispiirteenä on myös otettava huomioon tunnusmerkistöjen voimakas sidonnaisuus taloudel-

---

[1] Luvussa keskitytään ensisijaisesti arvopaperimarkkinoita koskevien rikossäännösten tulkintaan mutta luvussa esitettyjä lähtökohtia ja periaatteita voidaan ja usein myös tulee ottaa huomioon myös muiden väärinkäyttösäännösten tulkinnassa.

[2] Ks. vastaavasti talousrikosten osalta yleisemmin Alvesalo 2003 s. 10.

[3] Myös rikosoikeuden yleisiä oppeja koskeneessa lakiuudistuksessa tuodaan esiin jännite, joka vallitsee toisaalta oikeusvarmuutta tavoittelevan, kattavan sääntelyn ja toisaalta joustavan oikeuskehityksen turvaavan sääntelyn kesken. Ks. HE 44/2002 s. 8–9 ja Lahti 2004 s. 10.

liseen toimintaympäristöön. Rikossäännöksissä käytettyjä käsitteitä ja niiden sisältöä joudutaan tulkinnassa täsmentämään myös rikosoikeuden ulkopuolisen normiympäristön avulla. Arvopaperimarkkinarikosten verraten väljien tunnusmerkistötekijöiden vuoksi on rangaistavan menettelyn ja kielletyn riskinoton sisältöä täsmennettävä myös kyseistä toimintaympäristöä koskevien, lakia alemmantasoisten säännösten, kuten esimerkiksi Ratan määräysten ja osin jopa itsesääntelyn piirissä annettujen sääntöjen ja ohjeiden avulla.[4]

Oikeuskäytännön ollessa arvopaperimarkkinarikosten osalta vähäistä ovat tuomioistuimet joutuneet nojautumaan ratkaisuissaan hyvin vahvasti lain esitöissä ilmaistuihin perusteisiin.[5] Oikeuskäytäntöä on kuitenkin jo jossain määrin ehtinyt muodostua, vaikkakin alioikeustasolla, ja se on osaltaan paikannut tulkinnanvaraisia tunnusmerkistöjä ja siten vähentänyt epävarmuutta lain tulkinnassa. Esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevalle tunnusmerkistölle on alioikeustasolla jo tietyiltä osin muodostunut vakiintuneempi merkityssisältö. Tulkintaongelmia sen sijaan voi aiheutua sekä markkinaosapuolille että lain soveltajille erityisesti tiedottamisrikosta ja kurssin vääristämistä koskevien tunnusmerkistöjen osalta, joiden soveltamiskäytäntö on yhä erittäin vähäinen.

3.2 TUNNUSMERKISTÖJEN JOUSTAVUUS JA LAILLISUUSPERIAATE

Arvopaperimarkkinoiden nopeasti kehittyvän toimintaympäristön vuoksi voidaan arvopaperimarkkinoita koskevien säännösten tiettyä yleisluonteisuutta ja tulkinnallista joustavuutta pitää perusteltuna.[6] Arvopaperimarkkinoita koskevilta

---

[4] Ks. myös Kurenmaa s. 83–84. Ks. myös Lahti 1991 s. 885 ja Lahti 2004 s. 7 ja 10–11, jonka mukaan uudet talousrikosten tunnusmerkistöt on yleensä kirjoitettu entistä yleisluonteisemmin, mikä on jättänyt tuomioistuimille harkinnanvaraa määrittää raja hylättävien ja hyväksyttävien talouselämän käyttäytymismallien kesken. Talousrikossäännösten soveltaminen on myös niiden kirjoitustavasta riippumatta vahvasti sidoksissa aineelliseen lainsäädäntöön ja (liike)toimintaympäristölle luonteenomaiseen käsitteistöön. Lahden mukaan taloudellisten rikosten tunnusmerkistöjä tulkittaessa myös taloustieteellisellä käsitteistöllä on argumentaatiossa sijansa. Ks. myös Ohisalo s. 19.

[5] Ks. Häyrynen 1999 s. 31.

[6] Ks. myös Syyrilä 2002 s. 263 ja 268, jonka mukaan sijoitusrahastodirektiivissä valitun yksityiskohtaisen sääntelytavan heikkoutena on, että sääntely on jäykkää, se vanhenee hyvin nopeasti ja direktiivin päivittämisestä markkinakehityksen tasalle tulee helposti koko ajan vireillä oleva raskas sääntelyprosessi. Kyseisen sääntelytavan etuna on kuitenkin sen ennakoitavuus. SRL:n erikoissijoitusrahastoja koskeva puitesääntely on sen sijaan Syyrilän mukaan ollut tuotekehityksen kannalta tehokasta ja joustavaa verrattuna sijoitusrahastodirektiivissä valittuun yksityiskohtaiseen sääntelymalliin.

Ks. myös Huovinen s. 5, 57 ja 393, joka perustelee AML:n säännöksiin sisältyviä yleisiä ja tulkinnanvaraisia periaatteita sillä, että valtio on luonut vain puitteet tahdonvaraiselle markkinatoi-

rikossäännöksiltä on samoin edellytettävä tiettyä joustavuutta, jotta ne sekä sisällöllisesti että teknisesti pysyisivät markkinoiden nopean kehityksen tasalla.[7] Yksityiskohtaisiksi säädetyt tunnusmerkistöt jäisivät myös vääjäämättömästi aukollisiksi ja siten helposti kierrettäviksi.[8] Säännösten joustavuus lisää lainsoveltajan mahdollisuuksia käyttää yksittäistapauksissa harkintaa säännösten täsmällisemmän merkityssisällön määrittämisessä.[9] Markkinoiden toimintaympäristön jatkuvasti muuttuessa myös Rata kykenee paremmin antamaan tulkintoja lain säännösten täsmällisemmästä sisällöstä ja ohjaamaan markkinaosapuolten käyttäytymistä haluamaansa suuntaan.[10]

Markkinoiden toimintavapauden turvaaminen ja sen edellyttämä sääntelyn joustavuus voivat kuitenkin aiheuttaa säännösten liiallista tulkinnanvaraisuutta.[11]

---

minnalle, jota ei usein edes voitaisi säännellä tarkasti ja yksityiskohtaisesti. Tästä syystä Huovisen mukaan AML on aikanaan säädetty puitelaiksi, joka koostuu ensisijassa periaatteista.

7 Ks. myös Snider s. 217 ja Newkirk – Robertson s. 4, joiden mukaan Yhdysvalloissa markkinoiden väärinkäytön kieltävät säännökset on tarkoituksella jätetty tulkinnanvaraisiksi ja joustaviksi, jotta ne kattaisivat paremmin markkinoiden muutokset ja uudet väärinkäyttötavat.

Ks. myös Koponen s. 111, jonka mukaan tuomioistuimille jäävä laajempi tulkinta- ja harkintavalta edistää rikosoikeudenhoidon sopeutumista nopeaan yhteiskunnalliseen kehitykseen, mutta vastaavasti tästä voi kärsiä tulkinnan ennakoitavuus.

8 Ks. myös Duchac s. 330–334, Friedland s. 248–249 ja Paredes s. 6, joissa liiallisen luottamuksen yksityiskohtaisten sääntöjen noudattamiseen katsotaan olleen merkittävä tekijä viimeaikaisten kirjanpito- ja väärinkäytösskandaalien syntymiselle. Tämän katsotaan johtuneen erityisesti siitä, että yksityiskohtaisia sääntöjä noudattamalla yhtiöiden raportointi ei antanut todellista kuvaa yhtiöiden taloudellisesta toiminnasta. Yksityiskohtaiset säännöt ja niiden tavoitteet ovat olleet helposti kierrettävissä. Erityisesti GAAP-standardeja kritisoidaan juuri siitä, että kyseisten säännösten ollessa hyvin yksityiskohtaisia, osapuolet ovat noudattaneet ainoastaan säännösten kirjainta mutta eivät niiden henkeä.

9 Ks. myös Ogus 1994 s. 169–171, jonka mukaan liian täsmällisten sääntöjen haittapuolena on, ettei niiden soveltamisessa voida ottaa huomioon riittävästi erilaisia yksittäistapauksiin liittyviä olosuhteita. Ogus havainnollistaa asiaa käyttämällä esimerkkinä 30 m.p.h nopeusrajoitussääntöä. Kyseinen täsmällinen rajoitus voi esimerkiksi aiheettomasti estää nopeampaa ajamista tilanteessa, jossa liikenteessä on vain muutamia jalankulkijoita tai vastaavasti riittämättömästi ehkäistä alhaisemman nopeuden noudattamista tilanteissa, joissa ajo-olosuhteet ovat hyvin huonot. Liian täsmälliset säännöt voivat siten aiheettomasti ennaltaehkäistä joko liikaa tai liian vähän optimaalisena tai sinänsä hyödyllisenä pidettävää käyttäytymistä tietyissä olosuhteissa.

Ks. myös Määttä 2002 s. 138, jonka mukaan joustavista ja yksityiskohtaisista normeista puhuttaessa keskeinen sääntelyteoreettinen kysymys on, onko tarkoituksenmukaisempaa pitää oikeudellinen sääntely mahdollisuuksien mukaan lainsäätäjän käsissä vai delegoida lainsäädäntövalta tosiasiallisesti lakia soveltaville viranomaisille.

Ks. yleispiirteisten ja joustavien sekä täsmällisten ja yksityiskohtaisten säännösten merkityksestä ja eroista myös Tala 2001 s. 188–196.

10 Joustamattomien normien osalta Rata ei kykenisi yhtä tehokkaasti ohjaamaan markkinakäytäntöä lainsäätäjän haluamaan suuntaan vaan joustamattomat normit edellyttäisivät aina uutta ja hitaammin toteutettavissa olevaa lainsäädäntöä.

11 Ks. Määttä 1999 s. 29–30, joka esittää väittämän siitä, että mitä dynaamisempi ala on kysymyksessä, sitä epätäydellisemmäksi lainsäädäntö tällä alalla muodostuu. Epätäydelliset so. joustavat normit puolestaan jättävät huomattavan harkintavallan lakia soveltaville tuomioistuimille ja viranomaisille.

Liian joustavista, tulkinnanvaraisista tai epätäsmällisistä säännöksistä voi aiheutua moniulotteisia ongelmia. Epätäsmällisillä säännöksillä voi ensinnäkin olla heikko ennaltaehkäisevä vaikutus markkinaosapuolten käyttäytymiselle. Arvopaperimarkkinoiden toiminnalle on ominaista, että siellä toimivat osapuolet pyrkivät ensisijassa ajamaan omia taloudellisia intressejään ja käyttämään tämän tavoitteen saavuttamiseksi hyväkseen normien avoimeksi jättämiä tai tulkinnanvaraisia tilanteita.[12] Talousrikosoikeudelliselle sääntelylle on tyypillistä, että selvästi laillisen ja selvästi laittoman toiminnan väliin jäävä ”harmaa alue” on laaja. Talousrikollisten on katsottu myös pyrkivän etsimään sääntelemättömiä toimintamalleja ja operoimaan tällä harmaalla alueella käyttämällä hyväksi rikossäänte-lyn sisällöllistä epätarkkuutta, tekojen selitettävyyttä sekä hyödyntämään näytön esittämisen ongelmia.[13] Voimassa olevan oikeuden perustuessa kirjoitettuihin säädöksiin voivat markkinoilla toimivat osapuolet hyödyntää säännösten tulkinnallista joustavuutta käyttämällä sellaisia menettelytapoja, joita ei säännöksissä ole nimenomaisesti kielletty.[14]

Markkinaosapuolien toiminnan perustuessa osin riskien ottamiseen he voivat tietoisesti tasapainoilla ”lain äärirajoilla”. Sääntöjen epäselvyys saattaa johtaa niiden rajojen tietoiseen testaamiseen.[15] Kyseisissä tilanteissa voi siten tulla punnittavaksi sinänsä liiketaloudellisesti sallitun riskinoton mahdollinen muuttuminen rikosoikeudellisesti kielletyksi riskinotoksi. Säännösten epäselvyys tai moniselitteisyys voi antaa säännöksen rikkojalle myös moraalisen oikeutuksen menettelylle. Arvopaperimarkkinarikoksiin syyllistyneet eivät usein miellä syyllistyneensä lainrikkomuksiin, vaan pitävät rikkomuksia ”teknisinä” ja moraalisesti hyväksyttävinä, tai määrittelevät ne jopa normaaleiksi ”transaktioiksi”. Näin tekijät voivat katsoa menettelynsä lainmukaiseksi tai väittää jopa itse lain olleen ”väärässä”.[16]

---

[12] Ks. Sillanpää 1994 s. 138–141, joka myös katsoo, että jos arvopaperimarkkinoiden toimintaa sääntelevien normien tulkinnassa nojaudutaan pelkästään niiden oikeudelliseen sanamuotoon kiinnittämättä huomiota säännöksen ja yksittäisen tulkintatilanteen taustalla vallitseviin taloudellisiin olosuhteisiin, ei sääntelyn tavoite toteudu ainakaan niissä tilanteissa, joissa jokin henkilö tietoisesti ja kenties monimutkaisia järjestelyjä hyväksikäyttäen pyrkii kiertämään sääntelyn saavuttaakseen omalta kannaltaan hyvän taloudellisen lopputuloksen.

Ks. myös Koponen s. 35–36, jonka mukaan oikeusjärjestyksen ei tule suojata tarkoituksellista pyrkimystä rikostunnusmerkistöjen aukkojen hyödyntämiseen.

[13] Tolonen 2000 s. 39.

[14] Tästä syystä common law -järjestelmään perustuvien valtioiden markkinoilla on katsottu olevan myös tehokkaampi sijoittajansuoja kuin civil law -järjestelmään kuuluvissa valtioissa. Ks. La Porta et al. 1998 s. 1113–1155 ja La Porta et al. 2000 s. 9.

[15] Häyrynen 1999 s. 35 ja 41 sekä Reichman 1993 s. 61–62 ja 90, joka katsoo erityisesti kilpailutekijöiden ja muiden taloudellisten paineiden voivan lisätä ammattimaisten markkinaosapuolien kannustimia testata lain rajoja. Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 53, jonka mukaan kasvaneet tuottovaatimukset houkuttelevat rikkomaan lain rajoja.

[16] Croall s. 49, Reichman 1993 s. 61 ja Larsson 2001a, joka kuvaa arvopaperimarkkinarikoksia osuvasti ”transaktiorikollisuudeksi”.

Toisaalta epävarmuus lain säännösten sisällöstä ja tuomioistuimien niiden perusteella mahdollisesti tekemistä ratkaisuista yksittäistapauksissa voivat myös ei-toivotulla tavalla vähentää markkinaosapuolien halukkuutta tehdä säännösten noudattamisen näkökulmasta riskipitoisia mutta sinänsä esimerkiksi yhtiön tai osakkeenomistajien näkökulmasta taloudellisesti perusteltuja ratkaisuja. Markkinoiden tehokkuus ja markkinaosapuolien toiminnan rationaalisuus edellyttävät säännöksiltä ennustettavuutta. Liian tulkinnanvaraiset sisäpiirisäännöt voivat esimerkiksi tarpeettomasti heikentää yhtiöiden sisäpiiriläisten sinänsä oikeutettua ja jopa toivottua yhtiönsä osakeomistusta.[17]

Joustavien säännösten lisätessä niiden soveltamiseen liittyvää harkintavaltaa ja epävarmuutta, lisäävät ne samalla myös sekä valvontaviranomaisen valvontakustannuksia että sääntelyn kohderyhmän informaatiokustannuksia.[18] Toisaalta on kuitenkin otettava huomioon myös se, että yksityiskohtaisia säännöksiä joudutaan puolestaan muuttamaan nopeammin, mikä vastaavasti aiheuttaa kustannuksia sääntelyn kohderyhmälle, säännösten laatijalle sekä säännösten valvojalle.

Rangaistussäännösten epätäsmällisyydestä aiheutuva epävarmuus voi olla ongelmallinen myös markkinaosapuolten oikeusvarmuuden näkökulmasta.[19] Tulkinnanvaraiset säännökset eivät välttämättä riittävän selkeästi kykene osoittamaan hylättäviä menettelytapoja.[20] Rikoslainsäädännön sisällöllinen selkeys on rikoslain yleisestävän vaikutuksen keskeinen ehto. Lain säännösten ohjausvaikutuksen ja lainsoveltamisen ennakoitavuuden vuoksi olisi laista saatava selkeä käsitys siitä, mikä on rangaistavaa ja mikä ei.

---

[17] Ks. TaVM 9/2005, jossa talousvaliokunta kiinnitti huomiota siihen, että arvopaperimarkkinalaki on viime vuosina ollut useiden erillismuutosten kohteena. Tämä on heikentänyt lain luettavuutta ja lisännyt sen tukinnanvaraisuutta esimerkiksi sisäpiirikauppojen osalta. Osin tilannetta voidaan valiokunnan mukaan selkeyttää alemmanasteisilla säännöksillä ja määräyksillä. Nämä eivät kuitenkaan poista perusongelmaa. Valiokunta kiinnitti vakavaa huomiota tähän epäkohtaan ja katsoi, että hallituksen tulee, saatuaan kokemuksia myös uusimmasta voimaan tulevasta lainsäädännöstä, ryhtyä valmistelemaan lain kokonaisuudistusta. Asiasta tulee antaa tilanneselvitys talousvaliokunnalle vuoden 2006 loppuun mennessä.

[18] Ks. Ogus 1994 s. 169–171. Ks. myös Määttä – Pihlajamäki s. 101, joiden mukaan laillisuusperiaatteen täsmällisyysvaatimusta voidaan taloustieteellisesti perustella myös sillä, että on huokeampaa ex ante säätää täsmällisestä lain sisällöstä kuin ryhtyä selvittämään jälkikäteen tuomioistuimessa epäselvän säännöksen sisältöä.

[19] Esimerkiksi Yhdysvalloissa Sarbanes–Oxley-lain ankarien rikosoikeudellisten rangaistusten on katsottu aiheuttavan sen, että yhtiöiden johto suosii selkeitä ja yksityiskohtaisia säännöksiä minimoidakseen väärinkäytöksiin syyllistymisen riskit. Rikosoikeudellisten seuraamusten ankaroittamisen on samalla katsottu vaikeuttavan yleisiin periaatteisiin nojautuvien säännösten käyttöä. Ks. Duchac s. 335.

[20] Ks. Reichman 1993 s. 60–61, joka siteeraa arvopaperinvälittäjille kohdistettua tutkimusta sisäpiirisäännösten sisällöstä. Välittäjille esitettiin eri tilanteita, joiden osalta heidän piti arvioida, oliko hypoteettisen esimerkin mukainen toiminta rangaistavaa vai ei. Tuloksena oli, että välittäjillä oli merkittäviä ongelmia lähes kaikkien esimerkkitilanteiden rangaistavuuden arvioinnissa.

Arvopaperimarkkinarikoksia koskeviin tunnusmerkistöihin sisältyvien normatiivisten käsitteiden sisällöllinen joustavuus ja tulkinnanvaraisuus voivat aiheuttaa ongelmia myös rikosvastuun käytännön toteutumisessa rikosoikeudellisen *laillisuusperiaatteen* näkökulmasta.[21] Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen mukaan rikosoikeudellisesti rangaistavaa voi olla vain sellainen menettely, joka tekohetkellä on laissa säädetty rangaistavaksi.[22] Laillisuusperiaatteen näkökulmasta ongelmallista on se, ettei rangaistussäännöksestä riittävän selkeästi käy ilmi kielletyn ja sanktioidun menettelyn rajat.[23] Arvopaperimarkkinarikossäännöksiä uudistettaessa katsottiin juuri kyseisten säännösten tulkinnanvaraisuudesta osittain johtuneen, ettei syytteitä kyseisten rikosten osalta ollut nostettu tai että ne oli hylätty.[24] Normien tulkinnanvaraisuus ja toisaalta niiden tiukka sanamuodon mukainen tulkinta voivat johtaa siihen, etteivät säännösten taustalla olevat päämäärät riittävästi toteudu.

Ks. myös Annola 1990 s. 3, jonka mukaan arvopaperimarkkinoilla toimivien oikeusturva edellyttää, että sisäpiirintieto ja sisäpiiriin kuuluvat henkilöt kyetään määrittelemään yksiselitteisesti. Näin voidaan myös välttää tahattomat sisäpiirin säännösten rikkomiset.

Ks. myös Sillanpää 1994 s. 25, joka pitää tärkeänä tekijänä arvopaperimarkkinoilla oikeusvarmuutta ja edellyttää sääntelyn ja säännösten tulkinnan olevan sellaista kuin järkevä markkinoilla toimiva osapuoli olettaa, koska yllättävät ratkaisut horjuttavat luottamusta koko markkinoiden toimivuuteen.

Ks. myös Nuolimaa s. 1069, joka kiinnittää huomiota Suomen sijoittajansuojalainsäädännön mutkikkuuteen. Nuolimaan mukaan vähäinenkin epäselvyys sijoituslainsäädännössä voi johtaa siihen, etteivät suomalaiset kohteet kiinnosta ulkomaisia sijoittajia.

[21] Ks. myös Kurenmaa s. 71, jonka mukaan laillisuusperiaatteen kannalta tarkasteltuna sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön avoimuus on jossain määrin ongelmallinen.

Ks. Tuomola s. 268, joka kritisoi arvopaperimarkkinalainsäädännössä yleisesti esiintyviä yleisluonteisia määritelmiä jopa siinä määrin tulkinnanvaraisiksi, etteivät ne täytä perusoikeuksien rajoittamiselle asetettavaa täsmällisyys- ja tarkkarajaisuusvaatimusta. Esimerkkeinä kyseisistä määritelmistä mainitaan totuudenvastainen, harhaanjohtava, olennainen ja on omiaan.

Ks. myös Koponen – Sahavirta s. 56 ja 67, joiden mukaan kirjanpitorikoksien tunnusmerkistöihin sisältyvät normatiiviset käsitteet voivat olla laillisuusperiaatteen kannalta ongelmallisia. Kirjoittajien mukaan mm. väärien tai harhaanjohtavien tietojen kirjaaminen kirjanpitoon on tekotapa, jossa tulee korostetusti esille talousrikoksissa yleinen normatiivisten tunnusmerkistötekijöiden keskeinen merkitys.

[22] Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate eli legaliteettiperiaate on ilmaistu PL 8 §:ssä sekä RL 3:1:ssä. Laillisuusperiaatteen pohjana on Euroopan ihmisoikeussopimuksen (EIS) 7 artikla. PL 8 §:n mukaan ketään ei saa tuomita rangaistukseen sellaisen teon perusteella, jota ei tekohetkellä ole laissa säädetty rangaistavaksi. Rikoslain laillisuusperiaatetta koskevan säännöksen (RL 3:1) mukaan: ”Rikokseen syylliseksi saa katsoa vain sellaisen teon perusteella, joka tekohetkellä on laissa nimenomaan säädetty rangaistavaksi. Rangaistuksen ja muun rikosoikeudellisen seuraamuksen on perustuttava lakiin.”

[23] Laillisuusperiaatteen näkökulmasta erityisen ongelmallisia ovat ns. blankorangaistussäännökset. Arvopaperimarkkinarikosten osalta erityisesti arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos (RL 51:5) voi tästä näkökulmasta olla osin ongelmallinen. Tunnusmerkistössä säädetään viittaustekniikkaa käyttämällä rangaistavaksi AML:ssa säädettyjen tiedonantovelvollisuuksien rikkominen, yksilöimättä kuitenkaan sen tarkemmin tunnusmerkistössä sen kohteena olevia yksittäisiä tiedonantovelvoitteita.

[24] HE 254/1998 s. 10 ja HE 293/1994 s. 9.

Laillisuusperiaatteeseen sisältyy lainsoveltajalle suunnattu *praeter legem* -kielto ja analogiakielto, joiden mukaan lainkäyttäjä (tuomari) ei saa mennä lain ulkopuolelle, eikä lakia saa myöskään syytetyn vahingoksi täydentää analogiapäätelmään turvautumalla. Kummassakin lainsoveltajalle suunnatussa periaatteessa on kyse samasta ulottuvuudesta: vaatimuksesta sitoa lainkäyttöpäätökset rikoslain kirjaimeen.[25] Laillisuusperiaatteeseen sisältyy myös lainsäätäjään kohdistettu epätäsmällisyyskielto, eli vaatimus, jonka mukaan rikoslain säännösten tulee olla sisällöltään täsmällisiä ja tarkkarajaisia.[26]

> Rikosoikeuden yleisiä oppeja koskeneessa hallituksen esityksessä todetaan lainsäätäjän käyttämien käsitteiden vaativan aina tulkintaa. Syynä tähän pidetään sitä, että lainsäätäjä käyttää tyyppikäsitteitä. Soveltajan tehtävänä on ratkaista, vastaako konkreettinen teko laissa mainittua tekotyyppiä. Lainkäyttäjä ei kuitenkaan saa edetä sanamuodon ulkopuolelle. Lain soveltaminen, joka perustuu termeille annettuun normaalikielen mukaiseen merkitykseen, on sallittua tulkintaa. Myös lain soveltaminen, joka perustuu termeille oikeustieteessä, lakien esitöissä taikka mieluimmin itse laissa vahvistettuun juridistekniseen merkityssisältöön, on sallittua tulkintaa. Kielletyn analogian ja sallitun tulkinnan eron katsotaan siten jäävän viime kädessä liukuvaksi. Rajatapauksia ratkaistaessa lähtökohtana ovat laillisuusperiaatteen tausta-arvot ja -tavoitteet: oikeusturvan ja ennakoitavuuden takaaminen. Kysymys sallitun tulkinnan ja kielletyn analogian rajoista palautuu osittain ennakoitavuuskysymykseen ja siihen, miten määräytyy yleisessä tulkintakäytännössä ennakoitavissa oleva merkitys.[27]

Ks. myös OLJ 2/1988 s. 56–60, jossa keskusrikospoliisin mielestä arvopaperimarkkinarikollisuuden hahmottaminen on hyvin vaikeaa, koska rangaistussäännösten tulkinta edellyttää tietoa muiden lain säännösten sisällöstä. Samoin tunnusmerkistön täyttyminen riippuu paljolti tulkinnasta. Ongelmaksi voi KRP:n mielestä muodostua poliisin, syyttäjän ja tuomioistuimen eri käsitys rikoksen täyttymisestä.

Ks. myös esim. Valtakunnansyyttäjänviraston päätös 03/12 syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus], jossa valtionsyyttäjä perusteli syyttämättäjättämispäätöstään osin sillä, että omien osakkeiden hankintaan liittyvät velvollisuudet olivat tekoaikaan olleet lähemmin yksilöimättömät ja ohjeistamattomat.

25 HE 44/2002 s. 29.

26 Ks. laillisuusperiaatteeseen sisältyvistä kielloista tarkemmin HE 44/2002 s. 29 ja 32–35.

27 HE 44/2002 s. 34. Ks. myös Tolonen 2003 s. 110 ja Backman s. 29–30. Backmanin mukaan lain tulkinta ja lain analoginen soveltaminen voidaan erottaa toisistaan sillä perusteella, millainen on normin ja tosiasiakuvauksen välisen vastaavuuden luonne. Tulkinnassa vastaavuus on semanttista, myös laajentavassa tulkinnassa. Tulkinnassa pysytellään joko normilauseen merkityssisällön ydinalueella tai epävarmuusalueella, jolloin normin soveltamiselle edellytetään kriittisen tarkastelun kestäviä perusteita. Analogiapäättelyssä on puolestaan selvää, että tosiasiakuvaus on normilauseen merkityssisällön (siis epävarmuusalueenkin) ulkopuolella. Säännöstä kuitenkin sovelletaan nimenomaan arvoperusteisen rinnastettavuuden takia. Yksittäisten säännösten sisällöllinen erittely ratkaisee, missä päättyy semanttinen vastaavuus ja alkaa arvoperusteinen rinnastettavuus.

Myös Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen (EIT) ratkaisujen mukaan rikosoikeudellisten seuraamusten soveltamisen mahdollistavan lain on oltava riittävän selväpiirteinen. Tunnusmerkistöjen laajentaminen tilanteisiin, jotka eivät ilmene säännöksen tavallisesta kielellisestä tulkinnasta, olisi *nulla poena sina lege* -periaatteen sekä EIS 7 artiklan vastaista. Riittävää selvyyttä EIT on ratkaisukäytännössään testannut sen perusteella, onko lain säännös kyseisissä olosuhteissa mahdollistanut henkilön voivan jossain määrin kohtuudella ennakoida, mahdollisesti oikeudellisia neuvoja hyväksikäyttäen, sisältyykö hänen menettelynsä lain säännökseen.[28]

Laillisuusperiaatteeseen kuuluvien vaatimusten keskeisin sisältö on siten se, että tekijällä on tullut tekohetkellä olla mahdollisuus tietää kielletyn menettelyn rajat ja siten pidättäytyä näitä rajoja rikkomasta. Jotta lain soveltaminen ei kriminaalipoliittisesti kestämättömällä tavalla suosisi tietämättömyyttä lain sisällöstä, on pääsääntöisesti katsottu välttämättömäksi suorittaa arviointi asiantuntevan henkilön näkökulmasta.[29] Arvopaperimarkkinoilla toimiville ammattimaisille osapuolille voidaan – säännösten joustavuudesta huolimatta – asettaa suhteellisen korkea ja ainakin muita markkinoilla toimivia sijoittajia laajempi velvollisuus olla selvillä lain oikeasta sisällöstä.

3.3 TULKINTAMETODEISTA

Rikossäännösten tulkinnassa lähtökohtana on laillisuusperiaatteen mukaisesti lain sanamuoto. Perinteisen sananmuodonmukaisen tulkinnan ohella merkitystä voidaan antaa myös muille tulkintaperusteille. Rikosoikeudellisten sääntöjen tulkinnassakin on (sanamuodon rajoissa) otettava huomioon rikostunnusmerkis-

---

[28] Ks. esim. EIT:n tuomio Kokkinakis v. Greece (14307/88) [1993] ECHR 20 ja Eadie s. 77 sekä Alcock s. 27–28. Ks. myös Tolonen 2000 s. 69.

Ks. myös KKO 2002:11, jossa velalliskäsitteen tulkinnan todettiin olevan välttämätöntä ja oikeutettua edellyttäen, että tulos on sopusoinnussa rikoksen tunnusmerkistöstä ilmenevän, rangaistusuhalla tavoitellun suojan tarkoituksen kanssa sekä tekijälle kohtuudella ennalta-arvattavissa. Ks. samantapaisesta argumentoinnista myös KKO 2004:46 ja KKO 2005:27.

Rikossäännösten ohella myös hallinnollisista sanktiosäännöksistä on riittävän selkeästi käytävä ilmi rangaistavan menettelyn rajat, sillä EIS 7 artikla voi tulla sovellettavaksi myös hallinnollisiin sanktiosäännöksiin, mikäli ne ovat luonnehdittavissa ”rikosoikeudellisiksi”. Ks. laillisuusperiaatteesta myös jäljempänä hallinnollisten seuraamusten yhteydessä esitettyä (luku 8.2.4).

[29] Koponen s. 36–38. Koposen mukaan kysymys on enemmän mahdollisuudesta tietää kuin tosiasiallisesta tiedosta. Ks. myös Frände 2005 s. 40, jonka mukaan laillisuusperiaate edellyttää, että sekä tekotyyppi että rangaistusuhka ilmaistaan niin selvästi, että ainakin juridisen koulutuksen saanut henkilö kykenee sanomaan ennakolta, mitä on kriminalisoitu ja kuinka ankarasti. Ks. erehdyssäännöksistä vastuuvapausperusteina jäljempänä luku 3.6.4.

töjen takana olevat suojeluobjektit eli rikossäännöksillä suojeltavat oikeushyvät.[30] Arvopaperimarkkinarikosten suojeluobjekteja ei laissa tai sen perusteluissa ole määritelty selkeästi. Lain perusteluissa on lähinnä tuotu esiin abstrakteja perusteluja markkinoiden luotettavuudesta ja puolueettomuudesta.[31] Kriminalisoinneilla suojattavien oikeushyvien voidaan siten katsoa yleisesti liittyvän markkinoiden luotettavuuden turvaamiseen. Suojeluobjektina voidaan pitää luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen (tasapuolisuuteen) mutta myös markkinoiden tehokkuuteen.[32]

Tiedottamisrikoksen suojeluobjektina voidaan pitää sijoittajien tiedollista tasavertaisuutta suhteessa toisiin sijoittajiin ja liikkeeseenlaskijaan. Kyseinen tavoite edellyttää sijoittajien luottavan pörssiyhtiön täyttävän sille asetetut tiedonantovelvollisuussäännökset niin, että markkinoille annetaan tasapuolisesti riittävää, luotettavaa ja ajanmukaista informaatiota. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rangaistussäännöksen suojeluobjektina on puolestaan luottamuksen turvaaminen siihen, ettei markkinoilla toimiva sijoittaja käytä kaupankäynnissä hyväksi sellaista olennaista julkistamatonta tietoa, jota muilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla ei ole. Sisäpiirisäännösten tulkinnassa tulee ehkä keskeisimmin käyttää markkinoiden tasapuolisuutta ja luottamuksen suojaa korostavaa tulkintametodia. Etenkin markkinoiden sisäpiiriläisten osalta sisäpiirisäännösten tulkinnassa tulee korostuneemmin antaa painoarvoa markkinoiden luottamuksensuojalle. Kurssin vääristämistä koskevan rangaistussäännöksen suojeluobjektina puolestaan on turvata markkinoiden ja siellä toimivien sijoittajien luotta-

---

[30] Rikosoikeus on lähtökohdiltaan suojajärjestelmä. Sen avulla pyritään turvaamaan yksilön ja yhteiskunnan tärkeitä etuja loukkauksilta. Näitä etuja kutsutaan rikosoikeudessa oikeushyviksi, jotka ovat rikossäännösten suojeluobjekteina. Heinonen s. 67.

Ks. myös Virolainen – Pölönen 2003 s. 6–7, joiden mukaan rikoslaissa säädetyillä rangaistusseuraamuksilla on sekä suojelutarkoitus (perusoikeuksien suojaaminen) että yleispreventiivinen, ihmisten käyttäytymistä ohjaava tarkoitus eli ohjausfunktio. Ks. myös Lappi-Seppälä 1998 s. 1298–1301.

Kriminaalipoliittisesti suuntautuneessa lainopissa tulkintakannanotot pyritään perustelemaan kriminaalipoliittisista tavoite- ja arvopäämääristä käsin. Tällöin tunnusmerkistöjä tulkitaan ensisijaisesti säännösten suojeluobjekteista ja tavoitteista käsin. Tällainen tilanne on usein käsillä silloin, kun lainsoveltajalla on runsaasti harkintavaltaa yleensä avoimien tunnusmerkistöjen vuoksi. Ks. Lappi-Seppälä 1997 s. 189 ss. ja Tolonen 2000 s. 54.

[31] Ks. esim. HE 157/1988 s. 3, KM 1987:44 s. 30–31 sekä HE 254/1998 s. 4. Ks. myös MAD johdantolause 12, jonka mukaan sisäpiirikauppoja koskevan lainsäädännön tavoite on sama kuin markkinoiden manipulointia koskevan lainsäädännön: varmistaa yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujittaa sijoittajien luottamusta kyseisiin markkinoihin.

[32] Ks. myös Vuorinen s. 25 ss., joka luokittelee arvopaperimarkkinarikokset taloudelliseen järjestelmään kohdistuviksi rikoksiksi, jotka heikentävät luottamusta järjestelmään taloudellisten toimintojen tasapuolisena säätelijänä.

Ks. myös Mäkelä s. 162, jossa luottamuksen suojaamisen katsotaan viime kädessä voivan tarkoittaa sitä, että suojellaan luottamusta siihen, että talouden toimintaan osallistuva taho noudattaa kyseistä toimintaympäristöä sääntteleviä normeja.

musta markkinoiden hinnanmuodostuksen tehokkuuteen eli siihen, että arvopaperin kaupankäyntikurssi perustuu kulloinkin sen aitoon kysyntään ja tarjontaan.

Arvopaperimarkkinarikossäännösten keskeisin tavoite voidaan lopulta kaikkien kyseisten rikossäännösten osalta tiivistää myös markkinoiden ja kaupankäynnin kohteena olevien yksittäisten arvopaperien hinnanmuodostuksen tehokkuuden ja luotettavuuden suojelemiseksi. Yhteistä kaikille kyseisille kriminalisoinneille on, että niiden suojeluobjekti liittyy tehokkaan ja luotettavan hinnanmuodostuksen turvaamiseen sijoittajien päätöksenteon rationaalisuuden välttämättömänä edellytyksenä.

Arvopaperimarkkinoita koskevilla rangaistussäännöillä suojataan perimmiltään taloudellista vaihdantaa. Markkinoiden luotettavuutta korostavat kriminalisoinnit turvaavat markkinoiden luotettavuutta kokonaisuudessaan, mutta ne suojaavat myös markkinoilla toimivia sijoittajia.[33] Markkinoilla tapahtuvaa kaupankäyntiä ja samalla markkinoiden luotettavuutta voidaan katsoa suojeltavan pääasiassa juuri sijoittajien etuja ja oikeuksia turvaamalla. Arvopaperimarkkinoilla rikossäännöksin suojeltavat oikeushyvät liittyvät siten toisaalta yksilöllisten oikeushyvien suojaamisen eli oikeussubjektien taloudelliseen suojantarpeeseen (sijoittajien omaisuudensuoja) ja toisaalta laajemmalla yhteisöllisellä tasolla tiettyjen talouspoliittisten päämäärien turvaamiseen (markkinoiden luotettavuus ja tehokkuus).[34]

---

[33] Vrt. Rudanko 1998 s. 110 ja 372, jonka mukaan arvopaperimarkkinasäännösten tarkoituksena on markkinoiden luotettavan toiminnan ja sijoittajansuojan varmistaminen. Rudangon mukaan nimenomaan luottamuselementti tulee ymmärtää sijoittajien kollektiivisen intressin eikä yksittäisen sijoittajan näkökulmasta. Rudangon mukaan esimerkiksi laissa säädetyt tiedonanto- ja muut velvollisuudet, jotka kuuluvat yhtiöjohtoa edustaville tai muille sijoittajille on säädetty lähinnä julkisen intressin, arvopaperimarkkinoiden luotettavan toiminnan turvaamiseksi.

[34] Ks. samoin Tuomola s. 286–288, jonka mukaan rikoslain arvopaperimarkkinarikossäännökset ja AML on säädetty paitsi markkinoiden toiminnan luotettavuuden turvaamiseksi, myös niiden sijoittajien suojaksi, joihin arvopaperien markkinointi kohdistuu. Tuomolan mukaan RL:n 51 luvun arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä yleisemminkään ei suojata yksinomaan yleistä etua, vaan arvopaperimarkkinat muodostuvat oikeus- ja luonnollisista henkilöistä, joiden yksityistä etua erilaiset harhaanjohtavat toimenpiteet tai tarjoukset sekä totuudenvastaiset ja harhaanjohtavat tiedot voivat loukata. Loukattavina oikeushyvinä Tuomola pitää arvopaperimarkkinoilla pääasiassa varallisuusoikeuksia.

Ks. myös Kurenmaa s. 37 ja 53, jonka mukaan sijoittajien luottamuksen suojaamisen taustalla on viime kädessä nähtävissä perusoikeuksista johdettava omaisuudensuoja.

Ks. Länsineva s. 256 ja 270, jonka mukaan yksilön omaisuuden ja legitiimien varallisuusodotusten kunnioittamisen ja suojaamisen vaatimukset tulee ottaa yhtenä keskeisenä tekijänä huomioon esimerkiksi arvopaperimarkkinavalvontaviranomaisten toiminnassa. Valvontaviranomaisten tehtävänä on muun ohella huolehtia siitä, ettei niiden valvonnan kohteena olevalla toimialalla loukata minkään osapuolen varallisuusoikeuksia jonkin toisen osapuolen toimesta.

Ks. myös Pöyhönen s. 82–84, jonka mukaan tehokkailla ja toimivilla markkinoilla on paikka perusoikeusjärjestelmässä, koska ilman niitä monien varallisuusoikeudellisten perusoikeuksien toteuttamismahdollisuudet heikkenisivät olennaisesti.

Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn tavoitteina ja tulkinnassa huomioon otettavina reaaliargumentteina voidaan pitää markkinoiden tehokkuutta ja erityisesti rikossäännösten osalta markkinoiden luotettavuutta.[35] Arvopaperimarkkinarikossäännösten tulkinnassa on pyrittävä ottamaan huomioon sekä kyseisten säännösten taustalla olevat taloudelliset (tehokkuus) päämäärät että luottamukseen tähtäävät päämäärät ja pyrkiä tulkinnassa ratkaisuun, joka parhaiten edistäisi sekä kyseisen säännöksen tavoitteita että arvopaperimarkkinoiden toimivuutta kokonaisuudessaan.[36] Tällöin kyseessä on lain tavoitteellinen (teleologinen) tulkintatapa.[37]

RL:n petossäännöksen taustalla on myös varallisuuden suojaaminen ja sillä vahvistetaan taloudellisen vaihdannan edellyttämää luottamusta. Ks. Tapani 2004 s. 82–83. Ks. myös kirjanpitorikosten osalta HE 66/1988 s. 89–90 ja Mäkelä s. 104–106 ja 120, jossa suojelun kohteena on pidetty yksityisten vahingonkärsijöiden lisäksi julkisia intressejä ja yleisemmin yritystoimintaa ylläpitävää luottamusta.

[35] Timosen 1998 s. 113–114 mukaan suomalaisessa oikeuslähdeopissa vakiintuneesti tunnustetut reaaliset argumentit ovat pitkälti hoitaneet samaa tehtävää, joka tehokkuusargumenteilla on oikeustaloustieteessä.

Ks. taloustieteen tuottamien tuloksien merkityksestä reaaliargumentteina Timonen 1997 s. 127–130 sekä toisin Mähönen 2004 s. 49 ss., joka kyseenalaistaa taloustieteellisen argumentaation roolin pelkkinä reaalisina argumentteina laintulkinnassa.

Ks. myös Sillanpää 1994 s. 18 ja 31, joka katsoo markkinoiden toimintaan liittyvät tekijät otettavaksi huomioon sekä säännöksiä laadittaessa että niitä tulkittaessa, tosin tulkintakysymyksissä vain säännösten normaalien ja vakiintuneiden oikeudellisten tulkintaperiaatteiden sallimissa rajoissa. Hänen mukaansa tulkintatilanteessa voidaan ainoastaan käyttää talouspainotteisen oikeustieteen tarjoamia argumentteja hyväksi pohdittaessa, mikä normaalien tulkintasääntöjen mukaan sallituista ja niiden mukaan ehkä samanarvoisista vaihtoehdoista tulisi valita.

Ks. myös kilpailulainsäädännön osalta Määttä 2004 s. 40, jonka mukaan kilpailunrajoituslakia sovellettaessa oikeustaloustieteellisellä argumentaatiolla on suurempi painoarvo kuin pelkästään seuraamusargumentin painoarvo. Määtän mukaan mm. kilpailusääntöjen perusta on ainakin eräissä tapauksissa pitkälti taloustieteellinen.

Koposen s. 35–36 mukaan reaaliset argumentit ja kriminaalipoliittiset näkökohdat ovat myös saaneet huomattavaa painoarvoa KKO:n ratkaisuissa ainakin talousrikostyyppisissä tunnusmerkistöissä.

[36] Ks. myös Halme 1999a s. 509 ja Halme 1999b s. 430. Ks. myös Nuotio 1998a s. 34–35, jonka mukaan lainsoveltajan tulee tarkentaa sovellettavan säännöksen sisältöä oikeudellisten arvojen ja lain tavoitteiden näkökulmasta.

Ks. myös Hoppu s. 26, jonka mukaan tehokkaat markkinat antavat suojaa sijoittajille ja erityisesti yksityissijoittajille, koska heidän kykynsä tulkita markkinoilla olevaa tietoa eri osakkeista on ammattisijoittajia heikompi. Tämän vuoksi Hopun mukaan laintulkinnassakin voidaan eräänä argumenttina yksittäisten normien soveltamista harkittaessa pitää sitä, että tulisi valita markkinoiden tehokkuutta tukeva tulkinta, jolleivät muut näkökohdat riittävän vahvasti edellytä toisenlaista ratkaisua.

[37] Ks. esim. Tapani 2004 s. 69, jonka mukaan tavoitteellisen eli teleologisen laintulkintametodin ideana on, että oikeudellisen tulkintatoiminnan tehtävänä on selvittää tulkinnanvaraista säädöstekstiä ja antaa sille lain tavoitteen mukainen tai sitä toteuttava merkityssisältö.

Ks. myös Määttä 2004 s. 39, jonka mukaan seuraamus- eli reaalisten argumenttien yhteydessä päätös rakentuu sen varaan, että analysoidaan erilaisiin tulkintavaihtoehtoihin liittyvät käyttäytymisvaikutukset ja valitaan vaihtoehdoista se, joka johtaa toivotuimpiin vaikutuksiin.

Arvopaperimarkkinarikoksia koskevia yksittäisiä tunnusmerkistöjä tulkittaessa on arvioitava, onko teko tai laiminlyönti loukannut tai vaarantanut sovellettavan tunnusmerkistön suojelemaa oikeushyvää. Tavoitteellisen tulkinnan ongelmana voi olla se, että tietyn oikeusnormin tavoitteet on vaikea täsmällisesti määritellä.[38] Arvopaperimarkkinoita koskevien säännösten sisäänrakennettu arvo- ja tavoitejärjestelmä ei myöskään ole sisäisesti ristiriidaton. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuussäännösten tavoitteena voidaan pitää sekä yhtiön, sen osakkeenomistajien sekä myös sijoittajien (markkinoiden) suojaamista. Yksittäisen normin soveltamistilanteessa mahdollinen ristiriita on pyrittävä ratkaisemaan valitsemalla perusteltavissa olevista ja laillisuusperiaatteen mahdollistamista tulkintavaihtoehdoista sellainen, joka parhaiten edistää kyseisen säännöksen tarkoituksen toteutumista. Soveltamisratkaisussa on siten tarvittaessa pyrittävä täsmentämään yksittäisen normin tavoitteet.[39]

Arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen joustavuus ja avoimuus jättävät sinänsä tilaa tavoitteelliselle tulkinnalle. Sääntelyn tehokkuuden voidaan myös katsoa edellyttävän, että lainsoveltajalle avoimen sääntelyn johdosta syntynyttä harkintavaltaa käytetään.[40] Teleologisen tulkinnan asemaa puoltaa myös sekä markkinoiden nopeasti muuttuva toimintaympäristö että säännösten voimakas sidonnaisuus EU-normistoon.[41] Vaikka arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä teleologisen tulkintametodin hyödyntäminen voi

---

Ks. myös Ohisalo s. 24, jonka mukaan teleologisessa tulkinnassa tunnusmerkistö järjestelmän tasoja välittävänä muodollisena tekijänä, eräänlaisena ”ukkosenjohdattimena”, menettää itsenäistä merkitystään tulkinnan kohteena. Kanava lainsäätäjän tavoitteista yksittäiseen soveltamisratkaisuun on tällöin avoimempi ja tunnusmerkistön kielellisen rakenteen sille asettamat rajoitukset heikompia. Ks. myös Lappi-Seppälä 1997 s. 196–197 ja Tolonen 2000 s. 54–55 ja 76–78.

38 Ks. Määttä 2004 s. 43, jonka mukaan taloustiedepainotteiset seuraamusargumentit ovat sellaisenaan usein tulkinnanvaraisia. Esimerkiksi puhuttaessa tehokkuudesta, voidaan Määtän mukaan kysyä, onko ratkaisutoiminnassa nojattava allokatiiviseen tehokkuuteen, kustannustehokkuuteen vai dynaamiseen tehokkuuteen. Nämä tehokkuuden tyypit voivat johtaa hyvinkin erilaisiin tulkintasuosituksiin yksittäistapauksissa.

Ks. myös Ohisalo s. 26–27, jonka mukaan ongelmalliseksi jää, miten erilaiset ”järkevät yhteiskunnalliset arvot ja tavoitteet” muunnetaan konkreettisemmiksi, yksittäisissä tulkintaratkaisuissa sovellettaviksi näkökohdiksi.

39 Ks. tavoitteellisuudesta oikeudellisessa päätöksenteossa Klami s. 71–73.

40 Tolonen 2000 s. 52.

Vrt. kuitenkin Rudanko 2004 s. 1237–1238, jonka mukaan markkinoiden luotettavuutta ja tehokkuutta huomioon ottavien reaaliargumenttien liiallinen käyttö yksittäisten säännösten soveltamistilanteissa voi kuitenkin sisältää riskin siitä, että osapuolten epävarmuus säännösten sisällöstä ja niiden soveltamisesta yksittäistapauksissa lisääntyy ja kasvattaa siten myös transaktiokustannuksia.

41 Ks. esim. Rosas s. 335, jonka mukaan EU-oikeuden tulkintametodissa on huomattava painoarvo teleologisella tulkinnalla.

usein olla perusteltua, se ei kuitenkaan sulje pois muiden tulkintametodien käytettävyyttä.[42]

Arvopaperimarkkinarikossäännösten joustavuuden ja avoimuuden voidaan jossain määrin katsoa jopa korostavan esimerkiksi lain esitöiden painoarvoa korostavaa lain historiallista tulkintaa.[43] Esitöiden painoarvoa tulkintatilanteessa korostaa myös arvopaperimarkkinarikoksiin liittyvä vähäinen oikeuskäytäntö. Oikeuskäytännössä ei myöskään ainakaan toistaiseksi ole syntynyt lain perusteluista poikkeavia ja siten niitä korvaavia ratkaisuja. Arvopaperimarkkinoita koskevia lain säännöksiä uudistetaan myös hyvin usein, jolloin esityöt ”päivittyvät” markkinoiden kehitystä vastaaviksi. Etenkin markkinoiden väärinkäyttösäännöksiä tulkittaessa lain esitöiden merkitystä tulkintalähteenä voidaan toistaiseksi pitää korostuneena, koska kyseiset esityöt ovat hyvin tuoreita.

Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön muuttuessa hyvin nopeasti voi liian ”tiukka” sitoutuminen lain esitöihin kuitenkin muodostua myös epätarkoituksenmukaiseksi.[44] Rikossäännösten tulkinnassakaan ei aina voida sitoutua tiukasti esimerkiksi lain esitöissä nimenomaisesti esitettyihin soveltamistilanteisiin. Tarkoituksenmukaisuusharkintaa ei edes rikossäännösten osalta voida täysin sulkea pois.[45] Keskeisimmän rajoitteen teleologisen tulkintametodin käytölle

---

[42] Ks. myös Tapani 2005 s. 137–139, jonka mukaan teleologinen tulkintatapa kuuluu ehdottomasti lainkäyttäjän välineistöön, mutta sen avulla ei voida koskaan korvata muita tulkintametodeja (kieliopillinen tulkinta, historiallinen metodi, kontekstuaalisuus ja perusoikeusmyönteinen tulkinta). Laintulkintametodit muodostavat kokonaisuuden, jossa eri tulkintatapojen rajat ovat liukuvia.

[43] Subjektiivisessa eli historiallisessa laintulkinnassa pyritään selvittämään tarkoitusta, jota lakia säädettäessä on pidetty tärkeänä. Tässä tulkinnassa korostuvat lain esityöt ja niiden perustelut. Teleologisessa tulkintametodissa tarkoituksena ei sen sijaan ole ensisijaisesti lainsäätäjän historiallisen tarkoituksen selvittäminen, vaan erilaisiin juridisiin auktoriteetti- ja asia-argumentteihin (mm. ennakkopäätökset sekä reaaliset ja teleologiset näkökohdat) perustuvan lain objektiivisen tavoitteen määrittäminen konkreettisessa tapauksessa. Ks. Virolainen – Pölönen 2003 s. 129.

Ks. lainsäätäjän tarkoituksesta (subjektiivisesta tulkinnasta) ja lainsäädännön objektiivisesta tarkoituksesta (lain ratiosta) oikeuslähteenä myös Aarnio s. 225–229, Nuutila 1996 s. 122–123 ja Tolonen 2000 s. 74.

[44] Lainvalmistelutöitä ei myöskään lain säännösten tapaan virallisesti hyväksytä, jonka seurauksena lain esitöillä ei milloinkaan voi olla lain tasoista sitovuutta. Aarnio s. 227.

Ks. myös Nuolimaa s. 1071–1072, joka näkee yhtiölainsäädännön uhkana muun muassa ns. perusteluilla säätämisen.

Ks. Kaisanlahti 1995 s. 1283, jossa tulkinnan hakemista lain esitöistä on pidetty yleislausekkeita tulkittaessa kyseenalaisena, koska yleislausekkeiden tavoitteena on varata lainkäyttäjälle mahdollisuus olosuhteiden muuttumisen huomioon ottamiseen. Voimakkaan sitoutumisen esitöihin on katsottu olevan tälle tavoitteelle vastakkainen, luonteeltaan staattinen ratkaisu.

[45] Ks. Tolonen 2003 s. 121, joka kutsuu kansalaisten oikeusvarmuuden ja oikeusnormien ennakoitavuuden vaatimuksia normivaateiksi. Asianmukaisuusvaatimus puolestaan tarkoittaa vaatimusta ottaa (joustavasti) huomioon kaikki konkreettisen tapauksen relevantit tosiasiat. Tuomarin suorittaman harkinnan keskeinen ulottuvuus on Tolosen mukaan normivaateen ja asianmukaisuusvaateen keskinäinen yhteensovittaminen.

asettaa kuitenkin laillisuusperiaate (lainanalogian kielto).[46] Säännösten tulkinnassa voidaan laillisuusperiaatteen ohella painottaa myös muiden perusoikeusargumenttien käyttöä. Tulkintatilanteissa voidaan pyrkiä esimerkiksi ratkaisuihin, jotka parhaiten edistävät sijoittajien omaisuudensuojan toteutumista. Perusoikeusmyönteistä tulkintaa voidaan hyödyntää etenkin Ratan valvonta- ja seuraamusvaltuuksia koskevien säännösten tulkinnassa.[47]

Arvopaperimarkkinoita koskeviin säännöksiin tarkoituksella jätetty joustavuus korostaa myös Ratan asemaa säännösten sisällön ja tavoitteiden tulkinnassa sekä niiden täsmentämisessä. Norminantovaltaa käyttäessään ja säännösten noudattamista valvoessaan Ratan tulisi omilla tulkinnoillaan ja ratkaisuillaan pyrkiä edistämään säännösten tavoitteiden toteutumista. Etenkin rikossäännösten mutta myös väärinkäytössäännösten soveltamistilanteessa sananmuodonmukaisen tulkinnan aseman on kuitenkin osapuolten oikeusvarmuuden ja tulkinnan ennustettavuuden vuoksi oltava vahva. Taloudellisten ja muiden reaaliargumenttien käyttö säännösten tulkinnassa on rajoitettu, niiden voidessa operoida ainoastaan

---

[46] Ks. myös Kurenmaa s. 72, jonka mukaan kriminaalipoliittisesti suuntautuneen lainopin tavoitteisiin ja arvoihin pohjautuvaa tulkintaa rajoittaa kuitenkin rikosoikeudessa vahvana esiintyvät laillisuus- ja syyllisyysperiaatteet, joiden määrittämien rajojen yli ei voida mennä.

Koposen s. 14–15 ja 30 mukaan tulkintavaihtoehtoihin liittyvät reaaliset argumentit ovat olleet esillä lähinnä vaihtoehtojen viimekätisessä punninnassa. Koposen mukaan oikeuslähteiden vakiintunutta keskinäistä etusijajärjestystä on aiheellista tulkintaratkaisussa lähtökohtaisesti noudattaa, koska tämä lisää tulkinta-argumentaation vakuuttavuutta ja kontrolloitavuutta. Nämä seikat puolestaan edistävät tulkinnan ennakoitavuutta ja oikeusvarmuutta. Mitä tulkinnanvaraisempi soveltamistilanne on, sitä merkittävämpi reaalisten argumenttien painoarvo on. Koposen mukaan teleologinen tulkinta edellyttää sanamuodon mahdollisten tulkintojen puitteissa tapahtuvan tulkinnan käyttämistä. Harkinnan rajat asettaa säännöksen sanamuoto po. ympäristössä järkevästi ymmärrettynä.

Fränden 2005 s. 57 mukaan teleologisessa tulkinnassa suojeluintressiin liittyviä argumentteja voidaan käyttää supistavaan tulkintaan mutta syytetylle ankaramman tulkinnan valinta ei ole perustettavissa tietyn intressin tai oikeushyvän suojeluun.

Ks. myös La Porta 1998 s. 1113 ss. ja La Porta et al. 2000 s. 9, joiden mukaan common law -järjestelmässä tuomarit voivat ennakkopäätöksiä tehdessään ottaa huomioon civil law -järjestelmään verrattuna paremmin säännösten taustalla olevat yleiset periaatteet, kuten luottamuksensuojan ja oikeudenmukaisuuden periaatteet. Tuomari voi näin katsoa esimerkiksi tietyn yksittäisen menettelyn lain vastaiseksi, vaikkei sitä eksplisiittisesti ole kirjoitetun lain säännöksen sanamuodon mukaan kielletty.

[47] Perusoikeusmyönteisen tulkinnan mukaan tuomioistuimen tulee valita perusteltavissa olevista lain tulkintavaihtoehdoista sellainen, joka parhaiten edistää perusoikeuksien tarkoituksen toteutumista ja joka eliminoi perustuslain kanssa ristiriitaisiksi katsottavat vaihtoehdot. PeVM 25/1994 s. 4. Ks. perus- ja ihmisoikeusmyönteisestä tulkinnasta esim. Nuutila 1997 s. 59, Jonkka 1998 s. 1258 ja Viljanen s. 146–147.

Perusoikeusherkkä lainsoveltaminen ei kuitenkaan tarkoita rikosoikeuden alalla sitä, että kaikkia kriminalisointeja tulisi aina pyrkiä tulkitsemaan supistavasti. Sellainen menettely maksimoisi vastaajan oikeusturvan, mutta vaarantaisi kriminalisointien tavoitteiden toteutumisen. Nuotio 1998b s. 1354.

säännösten sanamuodon rajojen sisällä.[48] Säännösten joustavuus, sääntelyn tehokkuus sekä markkinoiden nopeasti muuttuva toimintaympäristö kuitenkin mahdollistavat ja edellyttävät reaaliargumenttien hyödyntämistä säännösten tulkinnassa laillisuusperiaatteen sallimissa rajoissa.

Rata käyttää myös huomattavaa harkintavaltaa päättäessään siitä, tekeekö se tietystä menettelystä tutkintapyynnön poliisille vai käsitteleekö se asian hallinnollisessa prosessissa. Harkinnassaan Rata joutuu ottamaan kantaa siihen, onko tietty konkreettinen teko tai laiminlyönti tarkoitettu käsiteltäväksi rikosoikeudellisten vai hallinnollisten seuraamussääntöjen alaisuudessa. Tulkintaratkaisuissa joudutaan ottamaan huomioon väärinkäyttösäännöksiä ympäröivä systeemikokonaisuus siten, että AML:iin ja RL:iin sisältyviä säännöksiä ja niiden tavoitteita tulkitaan kokonaisuutena. Ratan on harkinnassaan pyrittävä arvioimaan myös eri tulkintavaihtoehtojen vaikutuksia, jolloin esimerkiksi eri seuraamusvaihtoehtojen yleisestävän vaikutuksen merkitys korostuu.[49]

3.4 MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTTÖDIREKTIIVIN TULKINTAVAIKUTUS

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivillä ja sen nojalla annetuilla komission direktiiveillä ja asetuksella on myös merkitystä kansallisten normien tulkintalähteenä. Direktiivien tulkintavaikutuksen periaate edellyttää kansallista lainsäädäntöä tulkittavan mahdollisimman pitkälle direktiivin sanamuodon ja tarkoituksen mukaisesti.[50] Rikossäännösten osalta tilanne on kuitenkin toinen, sillä EY:llä ei ole toimivaltaa edellyttää, että direktiiveissä asetettujen säännösten osalta käytettäisiin rikosoikeudellisia sanktioita. Kansallinen tuomioistuin soveltaa aina kansal-

---

[48] Tolosen s. 72 mukaan talousrikossääntelylle ominaiset avoimet tunnusmerkistöt jättävät tulkitsijalle harkintavaltaa, jolloin myös legaliteettiperiaatteen edellyttämät vaatimukset rakentuvat osin toisin. Suppeassa tulkinta-aineistossa pitäytymisen sijaan on kiinnitettävä huomiota siihen miten käytössä olevaa laajaa tulkinta-aineistoa käytetään. Tällöin vaatimus tulkinnan perusteiden ennakoitavuudesta ja kontrolloitavuudesta siirretään oikeuslähteiden tasolta niiden *tulkinnan tasolle*, jolloin tulkintaratkaisujen perusteleminen korostuu.

[49] Ks. Aarnio s. 240, jonka mukaan säännöksen tulkintamahdollisuuksien seuraukset voivat olla joko systeeminsisäisiä tai kausaalisia. Edellisestä on kysymys silloin, kun jokin tietty tulkinta edellyttää määrättyä kannanottoa muualla oikeussysteemissä. Kyse on siitä, miten tulkinta heijastuu oikeussysteemin muihin osiin. Kausaaliset seuraukset voivat olla joko yhteiskunnallisia tai yksilöön liittyviä.

[50] Pöysti s. 188, Nuotio 2002 s. 161, Tolonen 2003 s. 114, Rosas s. 330 ja Raitio 2005a s. 81, jonka mukaan EY-tuomioistuin on tulkinnoillaan edelleen lisännyt direktiivien merkitystä lainsoveltamistoiminnassa tarkoituksenaan edistää integraatiota ja tehostaa eurooppaoikeuden valtionsisäisiä oikeusvaikutuksia.

lista rikoslakia, mutta sen tulkinnassa tulee kuitenkin ottaa huomioon myös yhteisön oikeuden vaikutus.[51]

MAD:a on pidettävä arvopaperioikeudellisena direktiivinä, jonka nojalla annettujen kansallisten säännösten tulkinnassa tulee ottaa huomioon direktiivin säännösten sisältö ja tavoitteet. Komission MAD:n nojalla antamien direktiivien ja asetuksen erona on, että direktiivit edellyttävät jäsenvaltioiden implementoivan ne osaksi kansallista lainsäädäntöä, kun taas komission asetus on jäsenvaltioissa sellaisenaan suoraan sovellettavaa oikeutta. MAD:a voidaan tiettyjen säännösten osalta pitää myös maksimidirektiivinä, jolloin sillä on korostuneempi merkitys kansallisten säännösten tulkintalähteenä.[52]

Direktiivien tulkintavaikutus saa sitä suuremman merkityksen, mitä epätäsmällisemmin kansallinen säännös on kirjoitettu ja mitä vähemmän tulkinnallista tukea voidaan saada lain esitöistä tai kansallisesta oikeuskäytännöstä.[53] EU-oikeuden tulkintametodissa lain valmisteluaineistoon vahvasti nojautuvalla historiallisella tulkinnalla on myös katsottu olevan huomattavasti rajoittuneempi merkitys kuin perinteisessä pohjoismaisessa tulkintaopissa. EU-normien tulkinnassa annetaan sen sijaan huomattava painoarvo normien tarkoitukselle ja päämäärille (teleologinen tulkinta) sekä oikeuskäytännölle.[54]

Kotimaisessa sääntelyssä on kuitenkin tietoisesti voitu poiketa ennemminkin minimiharmonisointiin tähtäävästä direktiivin säännöksestä säätämällä direktiivin säännöstä ”tiukempi” kotimainen säännös. Tämän käydessä selkeästi ilmi myös lain esitöistä, ei direktiivin tulkintavaikutukselle ole annettava kansallisen säännöksen perusteluiden ohittavaa merkitystä, ellei kansallinen säännös ole ristiriidassa direktiivin kanssa. Vastaavasti tilanteissa, joissa kansalliselle lainsäätäjälle on jätetty harkintavaltaa keinojen valinnan suhteen, kotimaisen lain esitöillä on keskeinen merkitys direktiiveihin perustuvan lain tulkinnassa, sillä kotimaiset esityöt osoittavat ja perustelevat kansallisen lainsäätäjän valinnan.[55] MAD:n nojalla annetut komission täytäntöönpanosäädökset ovat kuitenkin useilta osin varsin yksityiskohtaisia, jolloin jäsenvaltioille ei ole jäänyt merkittävästi liikkumavaraa direktiivien täytäntöönpanon toteuttamisessa.[56]

---

[51] Nuotio 2002 s. 161. Ks. myös jo edellä luvussa 2.2.2 esitettyä.

[52] Tiettyjen säännösten osalta MAD on kuitenkin luonnehdittavissa selkeämmin minimidirektiiviksi, jolloin jäsenvaltiot voivat säätää myös MAD:a tiukempia kansallisia säännöksiä.

[53] Raitio 2005a s. 81.

[54] Rosas s. 335 ja 344. Ks. myös Pellonpää s. 215, jonka mukaan evoluuttis-dynaaminen piirre on EIT:n tulkintakäytännössä huomattavasti tärkeämpi kuin pitäytyminen sopijapuolten alkuperäiseen tarkoitukseen.

[55] Timonen 1997 s. 118.

[56] Ratalle on kuitenkin annettu mahdollisuus antaa EY:n komission MAD:n nojalla antamien säädösten täytäntöönpanemiseksi tarvittavia tarkempia määräyksiä muun muassa AML 2:7:n, 4:4:n ja 5 luvun säännösten osalta.

3.5 TEON HUOLIMATTOMUUS JA KIELLETTY RISKINOTTO

Suomalaisessa rikosoikeustieteessä rikos on rakenneopillisesti määritelty tunnusmerkistön mukaiseksi, oikeudenvastaiseksi ja syyllisyyttä osoittavaksi teoksi. *Tunnusmerkistön mukaisuudessa* kysytään, oliko teko yleisesti ottaen kielletty. *Oikeudenvastaisuus* koskee sitä, oliko yleisesti kielletty teko kielletty myös niissä konkreettisissa olosuhteissa, joissa se tehtiin. *Syyllisyydessä* kysytään, voitiinko tekijältä kohtuudella edellyttää toisenlaista suhtautumista, vaikka teko oli yleisesti ottaen ja konkreettisissa olosuhteissa kielletty.[57]

Rikosoikeudellisessa tuottamuksessa on kyse huolimattomuudesta tai varomattomuudesta eli tekijälle asetettujen huolellisuusvelvoitteiden rikkomisesta. Rikoslain tuottamusta koskevan pykälän 1 momentin mukaan: ”Tekijän menettely on *huolimatonta*, jos hän rikkoo olosuhteiden edellyttämää ja häneltä vaadittavaa huolellisuusvelvollisuutta, vaikka hän olisi kyennyt sitä noudattamaan (tuottamus).”[58] Rikosoikeudellista tuottamusvastuuta ei enää viime aikoina ole ymmärretty pelkäksi syyllisyyskysymykseksi vaan tuottamusvastuun on katsottu koostuvan kahdesta elementistä eli objektiivisesta ja subjektiivisesta puolesta. Tuottamuksen objektiivinen, tunnusmerkistön mukaisuuteen kuuluva puoli koskee teon kiellettyä tai sallittua luonnetta. Tällöin kysytään, rikkoiko tekijä toiminnassa vaadittavaa yleistä kaikkia koskevaa huolellisuusvelvollisuutta.

Tuottamuksen objektiivisen puolen analysoinnissa on käytetty *teon huolimattomuus* -oppia.[59] Teon huolimattomuus -opin hyödyntämistä pidetään tässä tutkimuksessa tarpeellisena arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen avoimuudesta ja tulkinnanvaraisuudesta johtuen. Tuottamuksen subjektiivinen puoli koskee puolestaan syyllisyysmoitetta, jolloin kysytään, voidaanko te-

---

[57] Ks. esim. Heinonen s. 50–51, Nuutila 1996 s. 179, Tapani 2004 s. 105–106, Frände 2005 s. 10 ja HE 44/2002 s. 9.

[58] RL 3:7.1. Rikosoikeudellisesti rangaistavan tuottamuksen alaraja on määritelty säännöksen 3 momentissa, jonka mukaan: ”*Pikemmin tapaturmaan kuin tuottamukseen perustuvasta teosta ei rangaista.*” Ks. HE 44/2002 s. 95.

[59] Ks. Nuutila 1996 s. 272 ss., joka tarkoittaa objektiivisella tuottamuksella teon huolimattomuutta. Ks. teon huolimattomuudesta (gärningsculpa) laajemmin Jareborg 2001 s. 211 ss. Ks. myös Tapani 2004 s. 10, joka määrittelee teon huolimattomuus -opin keskeisen sisällön seuraavasti: rikosoikeudellisen vastuun edellytyksenä on, että tekijä on aiheuttanut oikeudellisesti relevantin vaaran (kielletty riski) tai korottanut oikeudellisesti relevanttia vaaraa, ja vaara on konkretisoitunut tunnusmerkistön mukaisessa seurauksessa (kielletyn riskinoton relevanssi). Ks. teon huolimattomuudesta myös Frände 2005 s. 96 ss.

Arvopaperimarkkinarikosten voidaan katsoa lähinnä kuuluvan teko- tai toimintarikoksiin. Koska arvopaperimarkkinarikoksissa rangaistusvastuulta ei edellytetä erityistä seuraamusta, ei tässä tutkimuksessa myöskään käsitellä ns. kielletyn riskinoton relevanssiin ja tunnusmerkistön ulottuvuuteen liittyviä ongelmia. Ks. näistä Nuutila esim. 1997 s. 170–196 ja Frände 2005 s. 109–114.

kijää moittia teosta. Tuottamuksen subjektiivista puolta eli syyksiluettavuutta sekä tietoista ja tiedostamatonta kiellettyä riskinottoa käsitellään seuraavassa luvussa yleisellä tasolla ja lisäksi myöhemmin kunkin tunnusmerkistön osalta erikseen. Seuraavassa tarkastellaan tuottamuksen objektiivista puolta eli tunnusmerkistön mukaisuutta. Kyse on siitä, miten määritellään kielletyn riskinoton rajat.

Teon huolimattomuudessa on kysymys ennen kaikkea siitä, ottiko tekijä *kielletyn riskin* vai jäikö riskinotto sallitun puolelle.[60] Tuottamuksellisen rikoksen tunnusmerkistön täyttymiselle on asetettu vaatimukseksi, ettei toiminnassa edellytettävää huolellisuutta ole otettu huomioon. Kielletyllä riskinotolla tarkoitetaan laajasti ymmärrettynä olosuhteiden edellyttämän huolellisuusvelvoitteen rikkomista. Kyse on siten niiden objektiivisten huolellisuusvaatimusten rikkomisesta, joita on asetettu tunnusmerkistön suojaaman oikeushyvän turvaamiseksi.[61]

Objektiivista huolellisuutta määrittävät ennen kaikkea oikeusnormit. Sallitun ja kielletyn riskin erottamista voidaan pitää normaalina laintulkintaongelmana, jonka ratkaiseminen on sitä helpompaa, mitä täsmällisemmin huolellisuusvelvoitteista tunnusmerkistötasolla on säädetty.[62] Esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä arvioitaessa joudutaan kysymään, missä vaiheessa kaupankäynti muita sijoittajia paremman tiedon perusteella ylittää sallitun ja kielletyn välisen rajan. Vastaavasti listayhtiöiden markkinoidessa arvopapereitaan voidaan kysyä, missä vaiheessa yhtiön arvopapereiden kysyntää edistävä sallittu markkinointi muuttuu harhaanjohtavaksi ja siten kielletyksi.

Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö asettaa tiettyjä ominaispiirteitä, jotka teon riskinoton sallittavuutta määriteltäessä on arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen tulkinnassa ja tulkintalähteinä otettava huomioon. Lähtökohta tulkinnassa on luonnollisesti se, että vain rikosnormin vastai-

---

60 Ks. HE 44/2002 s. 16 ja 89–95, Nuutila 1997 s. 262–265 ja Tapani 2004 s. 109.

61 Nuutila 1996 s. 280–281 ja 302.

Arvopaperimarkkinarikosten voidaan tietyiltä osin katsoa omaavan piirteitä abstraktisista vaarantamisrikoksista. Sekä sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksessä että tiedottamisrikoksessa tiedolle asetettu olennaisuuden vaatimus on ilmaistu termillä ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan”. Abstraktisissa vaarantamisrikoksissa on yleisesti kriminalisoitu tietynlaiseen konkreettiseen vaaraan tai vahinkoon tyypillisesti johtavan riskin ottaminen. Riski on kielletty siitä syystä, että siihen oletetaan liittyvän varteenotettava oikeushyvän loukkaamisen mahdollisuus. Lakitekstissä abstraktisen vaarantamisen vaatimus on ilmaistu tavallisesti ilmauksella ”on omiaan aiheuttamaan vaaraa”. Ks. Tolvanen 1999 s. 70–71.

Ks. myös Heinonen – Koskinen s. 129, joiden mukaan abstraktista vaaraa edellyttävissä rikoksissa ei edellytetä näyttöä todellisen vaaratilanteen käsilläolosta juuri kyseisissä olosuhteissa, mutta kylläkin jonkinlaista *yleistävää vaarallisuuden arviointia* tapauskohtaisesti. Tilanne joudutaan abstrahoimaan yksittäistapauksellisista piirteistään, yleistämällä se eräänlaiseksi tyyppitilanteeksi.

62 Nuutila 1997 s. 144 ss.

nen menettely voi olla rikosoikeudellisesti rangaistavaa ja tunnusmerkistöön on jo sinällään sisällyttävä kielletyn toiminnan kuvaus. Arvopaperimarkkinarikosten tulkinnan erityispiirteenä, kuten talousrikosten osalta yleisemmin, voidaan kuitenkin pitää tunnusmerkistöjen epäitsenäisyyttä ja voimakasta kytkentää taloudelliseen toimintaympäristöön.[63] Arvopaperimarkkinarikoksia koskevissa tunnusmerkistöissä ja määritelmäsäännöissä viitataan usein AML:ssa säädettyihin säännöksiin. Tämän seurauksena rikossäännöksissä käytettyjä käsitteitä ja niiden sisältöä on täsmennettävä rikosoikeuden ulkopuolisilla – lähinnä AML:n ja sen nojalla annettujen muiden normien ja sääntöjen avulla.[64] Huolellisuuden mittapuun määrittelyssä myös rikosoikeuden ulkopuolisille normeille tulee näin antaa merkitystä.[65]

Esimerkiksi arvopaperimarkkinoita koskevassa tiedottamisrikoksessa teon huolimattomuus perustuu olennaisesti AML:ssa asetettujen yhtiöoikeudellisten toimintavelvoitteiden varaan. Tekotapaa koskevat tunnusmerkistötekijät saavat sisältönsä pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuden sisältöä määrittelevistä AML:n normeista. Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön täyttyminen on siten keskeisesti riippuvainen AML:n käsitemäärittelyistä ja AML:n velvollisuuksien vakiintuneista tulkintasisällöistä. Tällöin arvopaperimarkkinoiden yhtiöoikeudellisella sääntelyllä vaikutetaan merkittävästi myös rangaistussäännösten sisältöön ja ohjataan niiden tulkintaa. Tunnusmerkistöjä tulkittaessa on myös otettava huomioon tunnusmerkistötekijöiden sisältämien liiketaloudellisten käsitteiden erityispiirteet, joiden sisältö määräytyy osin aineellisoikeudellisen ja jopa taloustieteellisen arvioinnin perusteella.[66]

Arvopaperimarkkinarikosten verraten avointen tunnusmerkistötekijöiden vuoksi on vaadittujen huolellisuusvelvollisuuksien sisältöä voitava täsmentää myös kyseistä toimintaympäristöä koskevien lakia alemmantasoisten säännösten, kuten esimerkiksi Ratan antamien normien avulla.[67] Kyseisistä normeista ja

---

[63] Ks. samoin talousrikosten osalta yleisemmin Lahti 1991 s. 885 ja Alvesalo 2002 s. 58.

[64] Arvopaperimarkkinarikoksia koskevan luvun säännöksissä käytettävät käsitteet on tarkoitettu tulkittavaksi vastaavalla tavalla kuin arvopaperimarkkinalaissa ja optiokauppalaissa. Tosin esitöissä tätä on perusteltu hieman epäonnistuneesti sillä, ettei kyseisten käsitteiden määrittelyä ole pidetty tarpeellisena käsitteiden vakiintuneisuuden vuoksi. Ks. HE 254/1998 s. 20 ja 33–36 ja OLJ 3/1993 s. 26–27.

[65] Ks. myös Nuotio 1995 s. 968–969, Vento 1998 s. 545, Mäkelä s. 236 ja Kurenmaa s. 197.

[66] Ks. yleisemmin talousrikosten osalta Alvesalo 2002 ja 2003.

Ks. myös Salminen s. 68, jonka mielestä taloudellisen informaation kielellä ja käsiteympäristöllä on yleisesti erityisen suuri vaikutus talousrikoksissa, joka ei näytön pohjana helposti taivu juridiseksi käsitteistöksi.

[67] Ratan antamat ohjeet, kannanotot tai lausunnot eivät sinänsä ole yleisesti sitovia, toisin kuin sen antamat määräykset. Ohjeissaan, lausunnoissaan ja kannanotoissaan Rata kuitenkin pyrkii täsmentämään omaa tulkintaansa lain sisällöstä ja sen edellyttämistä menettelytavoista kuten myös arvopaperimarkkinoilla noudatettavan hyvän tavan sisällöstä.

ohjeista saatavan yksityiskohtaisemman tiedon avulla kyetään paremmin selvittämään, mitä esimerkiksi termeillä ”harhaanjohtava”, ”hyvän tavan vastainen” tai ”riittävät tiedot” voidaan kussakin yksittäistapauksessa katsoa tarkoitettavan. Ratan määräykset eivät kuitenkaan yleensä koske välittömästi RL:n säännöksiä, sillä niiden osalta Ratalle ei ole laissa annettua norminantovaltuutta. Poikkeuksena tästä on uusi AML 5:15:n säännös, jonka mukaan Rata voi antaa EY:n komission MAD:n nojalla antamien säädösten täytäntöönpanemiseksi tarvittavia tarkempia määräyksiä. Ratalla on siten oikeus antaa tarkempia määräyksiä myös siitä, mitä on pidettävä RL:ssa tarkoitettuna sisäpiirintietona sekä kurssin vääristämisenä (tekotapoina), koska kyseisiin AML:n säännöksiin viitataan suoraan RL:n arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen määritelmäsäännöksessä (RL 51:6). Kyseistä norminantovaltuutusta on kuitenkin tulkittava rajoittavasti siten, ettei Rata omilla määräyksillään voi sisällöllisesti muuttaa komission direktiiveissä annettujen säännösten sisältöä. Valtuus ulottuu ainoastaan kyseisten säädösten täytäntöönpanemiseksi tarvittavien tarkempien määräysten antamiseen.

Ratan antamat määräykset ja ohjeet (standardit) voivat kuitenkin muiltakin osin välillisesti ohjata ja täsmentää rikossäännösten tulkintaa silloin, kun ne koskevat sellaisia AML:ssa säädettyjä velvollisuuksia, joihin esimerkiksi RL:n tiedottamisrikossäännöksessä viitataan. Tällöin Ratan standardeilla voidaan kuitenkin ainoastaan täsmentää varsinaisesta rangaistussäännöksestä ilmenevien säännösten sisältöä.[68] Laillisuusperiaatteen mukaisesti tällaisiin Ratan standardeihin tulee kuitenkin olla rikossäännöksissä selkeät viittaukset ja vastaavasti aineellisissa säännöksissä sekä Ratan standardeissa viittaukset rikoslakiin.[69] Tilanteissa, joissa esimerkiksi Ratan antamista standardeista poikkeaminen on olennaista, voidaan hyvin perustein katsoa menetellyn huolimattomasti. Menet-

---

[68] Ks. Backman s. 26, jonka mukaan laintasoista sääntelyä alempana normien hierarkiassa oleva rangaistussäännös voi tulla kyseeseen vain, kun laissa on asianmukainen delegointi. Silloinkin asetuksella tai muulla alemman tason säännöksellä on sallittua täsmentää mutta ei laajentaa rikosoikeudellista vastuuta.

[69] Ks. myös Tolonen 2000 s. 82–83, jonka mukaan tilanteissa, joissa rangaistavan käyttäytymisen määrittely on ainakin osittain jätetty eduskuntalakia alemmantasoisen normiston varaan, on edellytettävä valtuutusketjun sekä rangaistavan menettelyn määrittävien säännösten täsmällisyyttä. Kyseisestä alemmanasteisesta normistosta tulee myös käydä ilmi niiden rikkomisen rangaistavuus.

Ks. ns. blankorangaistussäännöksistä myös Heinonen s. 75 ja Tolvanen 2002 s. 210–211, jonka mukaan laillisuusperiaatteen kannalta tiettyjen rikossäännösten ongelmana on, että rangaistussäännös on usein eri säädöksessä kuin oikean käyttäytymisen määrittelevät normit. Tolvasen mukaan käyttäytymisnormien ja rangaistussäännösten välillä tulisi olla selkeät viittaussäännökset ja käyttäytymisnormit pitäisi muotoilla sillä täsmällisyydellä, jota vaaditaan rikostunnusmerkistöiltä. Ks. blankokriminalisoinneista laillisuusperiaatteen näkökulmasta myös jäljempänä luku 8.2.4.

telyn rikosoikeudellinen rangaistavuus kuitenkin edellyttää menettelyn sisältyvän myös varsinaisen rikostunnusmerkistön soveltamisalueelle.

Arvopaperimarkkinoilla säädetyt huolellisuusvelvollisuudet voivat ainakin osin perustua myös itsesääntelyelinten normistoihin tai yritysten omiin sisäisiin menettelytapaohjeisiin.[70] Tällaisten normien merkitys on kuitenkin lainsäädännöllisiä normeja olennaisesti vähäisempää.[71] Arvopaperimarkkinoilla erityisesti pörssin lain nojalla antamille normeille, kuten pörssin säännöille ja kaupankäyntisäännöille, voidaan antaa huolellisuusvelvoitteiden arvioinnissa merkitystä. Pörssillä on AML:n mukaan oltava säännöt, jotka sisältävät AML:a täydentävät määräykset muun muassa siitä, millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia pörssiyhtiöille ja niiden hallinnolle AML:iin ja pörssin sääntöihin perustuvien velvollisuuksien täyttämiseksi asetetaan.[72] Vastaavasti kurssin vääristämisen osalta rikosoikeudellisesti rangaistavan menettelyn rajoja on katsottu ainakin jossain määrin voitavan rajata pörssin kaupankäyntisäännöillä.[73] Toisaalta myös esimerkiksi sijoituspalveluyritysten ja listayhtiöiden sisäiset kaupankäyntisäännöt tai muut toimintaohjeet voidaan huolellisuusarvioinnissa ottaa huomioon.[74]

Pörssin sääntöjä voidaan pitää itsesääntelyn luomina oikeudellisina tapanormeina, joiden asemaa tulkintalähteenä korostaa niiden viranomaisvahvisteisuus. Pörssi on listayhtiöitä ja arvopaperinvälittäjiä sitovilla säännöillään nimenomaan pyrkinyt tulkitsemaan, täsmentämään ja selkeyttämään laissa markkinaosapuolille asetettuja velvollisuuksia. Näin ollen tulkintatilanteessa, jossa arvioidaan esimerkiksi sitä, onko pörssiyhtiö täyttänyt laissa sille asetetut tiedonantovelvollisuudet, voidaan tulkinta-apua hakea pörssin listayhtiöille asettamista tiedonantovelvollisuussäännöistä. Tilanteessa, jossa itse lain säännös on tulkinnanvarainen, mutta menettelyn voidaan katsoa selkeästi olevan pörssin riittävän täsmälli-

---

[70] Ks. samoin Kurenmaa s. 83–84.

Ks. Nuutila 1997 s. 147 ss. ja s. 263, jonka mukaan tilanteissa, joissa oikeusnormeista ei saada johtoa sen arvioimiseen, oliko tilanteessa toimittu riittävän huolellisesti, saatetaan arvioinnissa joutua turvautumaan erilaisiin epävirallisiin normeihin, tapanormeihin tai esimerkiksi toimintaohjeisiin. Tapanormeina on pidettävä esimerkiksi organisaation omaa tehtävien ja toimivaltuuksien laatua kuvaavaa sisäistä normistoa.

[71] Ks. HE 44/2002 s. 90 ja 95, Tapani 2004 s. 112 ja Nuutila 1997 s. 149. Nuutilan mukaan ns. tekniset normit eivät sinänsä milloinkaan saa sitovaa asemaa mutta ne voivat antaa hyvän lähtökohdan huolellisuusvelvoitteiden määrittelyyn. Nuutilan mukaan pelkkä teknisen normin rikkominen ei siten riitä sille, että riskinottoa pidetään kiellettynä. Toisaalta aina teknisen normin noudattaminenkaan ei ole riittävä syy sille, että teon katsotaan jäävän sallitun riskin puitteisiin. Ks. myös Nuutila 1996 s. 320–321.

[72] AML 3:4.1,5.

[73] Ks. HE 254/1998 s. 28.

[74] Ks. myös Kurenmaa s. 196–198. Itsesääntelyn ja tietyllä alalla hyväksyttyjen tapanormien huomioon ottamisessa kielletyn riskinoton sisältöä määriteltäessä on kuitenkin tiettyjä itsesääntelyn subjektiivisuudesta johtuvia rajoituksia, joihin palataan jäljempänä luvussa 8.4.

sesti määriteltyjen sääntöjen vastainen, voidaan menettelyn katsoa osoittavan huolimattomuutta myös lain noudattamisen suhteen.[75]

Näin ollen myös siviili- ja yhtiöoikeudellisilla normeilla sekä niistä ilmenevillä käyttäytymis- ja tapanormeilla voi osin olla merkitystä määriteltäessä rikosoikeudellisesti rangaistavan menettelyn rajoja. Rikottaessa tunnusmerkistöstä tulkinnan avulla muodostettua huolellisuusvelvoitetta voidaan katsoa otetun kielletty riski.[76] Jos epävirallisiakaan normeja ei tunnusmerkistön täsmentämiseksi ole yksittäistapauksessa käytettävissä, käyttöön voi lopulta tulla avoimempi periaatepunninta, jossa rajaa haetaan toiminnan hyötyjä ja haittoja keskenään punnitsemalla.[77] Tällaiseen hyöty–haitta-punnintaan voidaan joutua turvautumaan esimerkiksi listayhtiöiden jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta määrittävien säännösten osalta, jotka ovat hyvin joustavia ja ainoastaan suuntaa antavia. Kielletyn riskinoton sisältö joudutaan luonnollisesti lopulta vahvistamaan tuomioistuinratkaisuissa, jolloin etukäteen voimassa olevat normit toimivat ainoastaan argumentteina vahvistettaessa huolellisuusvelvollisuuksien sisältöä.[78]

Kielletyn riskinoton erottaminen sallitusta voi arvopaperimarkkinarikosten osalta olla tietyissä tilanteissa ongelmallista kyseisten tunnusmerkistöjen avoimuudesta johtuen. Kuten jo edellä tuli ilmi, kielletyn riskinoton tehokas ennaltaehkäiseminen edellyttäisi mahdollisimman selkeitä, ennustettavia sekä tehokkaasti toimeenpantavissa olevia säännöksiä. Säännösten tietystä tulkinnanvaraisuudesta huolimatta on arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimivilta osapuolilta, kuten liikkeeseenlaskijoilta, sijoituspalveluyrityksiltä sekä ammattimaisilta sijoittajilta, voitava odottaa hyvää ja selvää tietämystä niitä koskevista huolellisuusvelvoitteista.[79] Toiminta arvopaperimarkkinoilla sisältää säännön-

---

[75] Pörssin säännöissä on kuitenkin voitu asettaa myös lain säännöksiä pidemmälle meneviä velvoitteita, jolloin pörssin sääntöjen vastainen menettely ei sinänsä riitä osoitukseksi lain säännösten vastaisesta menettelystä.

Ks. myös Löfmarck 1987 s. 370 ja Samuelsson 1991 s. 207, joiden mukaan pörssin säännöistä poikkeaminen on jo itsessään osoitus huolimattomuudesta. Ks. myös af Sandeberg 2001 s. 155–157, jonka mukaan tuottamusarvioinnissa voidaan ottaa huomioon pörssin säännöt.

[76] Nuutila 1997 s. 145–146.

[77] Nuutila 1997 s. 150–153 ja HE 44/2002 s. 95. Ks. myös Vento 1998 s. 544–545, jonka mukaan riski on periaatteessa mahdollista ottaa silloin, jos siitä saatava hyöty ylittää toiminnasta oikeushyvän haltijoille aiheutetun vaaran. Sallitun riskin ottoon liittyy intressivertailu toimintaan liittyvien vaarojen ja tavoiteltavan hyödyn välillä. Huomioon tulee ottaa niin suojeluobjektina oleva mahdollinen yleinen kuin individuaalinenkin etu. Vertailun tulee käsittää esimerkiksi toimintaan liittyvän objektin arvo, seurauksen todennäköisyys, sen mahdollinen suuruus ja ilmeiset heijastusvaikutukset.

[78] Jareborg 1994 s. 51–54 ja Nuutila 1996 s. 313–314, jonka mukaan tiukkaa sitoutumista eri normeissa kirjattuihin velvoitteisiin ei voida pitää ehdottomana vaatimuksena, vaan kyse on usein tapauskohtaisten olosuhteiden nojalla tapahtuvasta harkinnasta.

[79] Henkilön henkilökohtainen kyvykkyys, kuten tämän omaamat poikkeukselliset tiedot, taidot tai erityisasiantuntemus tulee huomioida huolellisuusvelvoitteita määriteltäessä niitä ankaroittavana

mukaisesti tavoitteen mahdollisimman suuresta taloudellisesta hyödystä. Tämä voi johtaa siihen, että markkinoilla ammattimaisesti toimivien pyrkimyksenä on tietynlainen tasapainottelu sallitun ja kielletyn riskinoton välimaastossa. Äärimmäisessä muodossa voi olla kyse tietoisesta riskinotosta. Markkinoilla ammattimaisesti toimivien asiantuntemuksen ja usein (tietoisen) riskinoton vuoksi toiminnalle on voitava asettaa suhteellisen korkeita huolellisuusvelvoitteita.[80] Kun tekijät toimivat sääntelyn kannalta tulkinnanvaraisella tai ”harmaalla” alueella, kantavat he riskin siitä, että toiminta voidaan tulkita kielletyksi riskinotoksi, mikäli harmaalla alueella toimimiselle olisi ollut selkeästi lainmukainen vaihtoehtoinen menettelytapa.[81]

3.6 SYYKSILUETTAVUUS

Rikosoikeudessa teon rangaistavuus edellyttää aina syyllisyyttä.[82] Syyksiluettavuudelta edellytetään yleisesti tahallisuutta, tuottamusvastuun edellyttäessä siitä nimenomaista säännöstä. Sisäpiirintiedon väärinkäytön (RL 51:1) ja arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen (RL 51:5) syyksiluettavuus edellyttää joko tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Kurssin vääristämisen (RL 51:3) osalta syyksiluettavuuden edellytyksenä on sitä vastoin tahallisuus. AML 8 luvussa säädettyjen arvopaperimarkkinarikkomusten osalta edellytetään puolestaan tavallista tuottamusta.[83]

Erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistusvastuun ulottamista myös törkeästä huolimattomuudesta tehtyihin tekoihin perusteltiin lain säätämisvaiheessa lähinnä näyttöongelmilla. Muiden maiden käytännön katsottiin osoittaneen tahallisuuden toteen näyttämisen olevan vaikeaa myös silloin, kun menettelyä on

---

tekijänä. Tekijän tavanomaista huonommat kyvyt saattavat puolestaan tulla huomioon otetuiksi *tekijän* huolimattomuutta arvioitaessa. Ks. erityistietämyksen ja -osaamisen merkityksestä yleisesti Nuutila 1997 s. 263–265 ja Tolvanen 1999 s. 110–111.

80 Häyrynen 1999 s. 35. Ks. myös Kurenmaa s. 198–199.

81 Tolonen 2000 s. 39.

82 Suomessa tahallisuutta ja huolimattomuutta on säännönmukaisesti käsitelty syyllisyyteen kuuluvina käsitteinä. Tahallisuuden ja huolimattomuuden yläkäsitteinä käytetään ”syyksiluettavuuden” käsitettä, joka määritellään tekijän suhtautumiseksi konkreettiseen tekoon. Ks. kuitenkin Frände 2005 s. 13 ja 183 ss., jossa tahallisuutta ja huolimattomuutta käsitellään tunnusmerkistön osina. Ks. myös Tapani 2004 s. 107. Kyseisestä rikoksen rakenneopillisesta jaottelusta ei kuitenkaan seuraa sisällöllisiä seurauksia rikosten edellytyksille.

83 AML:iin sisältyvän uuden sisäpiirintiedon käytön (AML 5:2) ja kurssin vääristämisen (AML 5:12) osalta syyksiluettavuuden edellytykseksi riittää myös tavallinen tuottamus. Vastaavasti AML 2 luvussa säädettyjen tiedonantovelvoitteiden rikkomisen tai laiminlyönnin ja niistä määrättävien hallinnollisten seuraamusten edellytykseksi riittää tavallinen tuottamus.

henkilön asema ja motiivit huomioon ottaen pidettävä kiistatta tuomittavana. Lisäksi katsottiin, ettei maamme oikeusperinne huomioon ottaen ollut mahdollista ratkaista ongelmaa esimerkiksi käännettyä todistustaakkaa koskevilla säännöksillä. Näistä syistä rangaistavuuden rajoittamista ainoastaan tahallisiin tekomuotoihin ei katsottu tarkoituksenmukaiseksi.[84] Myöhemmässä rikoslakiprojektin arvopaperimarkkinarikoksia koskeneessa uudistusehdotuksessa katsottiin vastaavasti monien markkinoiden luotettavuutta heikentävien ja jo sellaisinaan hylättävien tekojen jäävän vaille rangaistusuhkaa, mikäli syyksiluettavuudelta vaadittaisiin tahallisuutta. Lisäksi uudistusvaiheessa korostettiin markkinoilla toimivien ammattimaisuutta ja asiantuntevuutta, jonka katsottiin puoltavan tavallista ankaramman huolellisuusvaatimuksen asettamista.[85]

Arvopaperimarkkinarikosten täyttymisen edellyttäessä, kurssin vääristämistä lukuun ottamatta, joko tahallisuutta tai törkeää tuottamusta, keskitytään seuraavassa pääasiassa tuottamus-käsitteen määrittelemiseen. Tahallisuuden ja tuottamuksen käsitteiden sekä niiden eri muotojen ja sisältöjen yleisen tason määrittelemisen jälkeen pyritään kunkin tunnusmerkistön osalta kuvaamaan ja täsmentämään erikseen tahallisuudelle ja ennen kaikkea törkeälle huolimattomuudelle asetettavia edellytyksiä.[86]

3.6.1 Tahallisuus

Oikeustieteessä ja -käytännössä on erotettu kolme tahallisuuden muotoa: tarkoitustahallisuus, varmuustahallisuus ja todennäköisyystahallisuus. Tekoa pidetään tahallisena ensinnäkin, milloin tekijän tarkoituksena on ollut rikoksen tunnusmerkistön toteuttaminen. Tekijä on esimerkiksi nimenomaisesti pyrkinyt aiheuttamaansa seuraukseen. Toiseksi tahallisuusvaatimus täyttyy, jos tunnusmerkistön toteutuminen vastaa sitä, mitä tekijä teon hetkellä on pitänyt varmana (varmuustahallisuus) tai varsin todennäköisenä (todennäköisyystahallisuus).[87]

Rikoslaissa (RL 3:6) tahallisuus on määritelty ns. seuraustahallisuuden näkökulmasta.[88] Tahallisuuden täyttymiseksi tekijän on pidettävä seurauksen aiheutu-

---

[84] HE 157/1988 s. 55.

[85] OLJ 3/1993 s. 37–38 ja 45.

[86] Jäljempänä tarkastellaan erikseen syyksiluettavuuden edellytyksiä sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta luvussa 4.4, kurssin vääristämisen osalta luvussa 5.3 ja arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen osalta luvussa 6.7.

[87] HE 44/2002 s. 16. Ks. seuraustahallisuuden kolmijaottelusta tarkemmin esim. Frände 2005 s. 121–131. Ns. peittämisperiaatteen mukaan tahallisuuden on katettava rikoksen kaikki ainesosat eli seikat, jotka sisältyvät yksittäiseen rikostunnusmerkistöön. Ks. Frände 2005 s. 116.

[88] RL 3:6:n tahallisuusmääritelmän 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.”

mista varsin todennäköisenä eli tekijän täytyy pitää seurauksen syntymistä todennäköisempänä kuin sen syntymättä jäämistä. Jos tekijä pitää molempia vaihtoehtoja yhtä uskottavina, tahallisuusvaatimus ei täyty.[89]

Tahallisuus suhteessa muihin tunnusmerkistötekijöihin kuin seurauksiin määrittyy sen sijaan ennen kaikkea tiedollisten kriteerien nojalla. Teko-olosuhteiden osalta tahallisuuden perustilanteena voidaan pitää tietoa siitä, että teko toteuttaa tunnusmerkistön. Tahallisuuden alarajaa määrittää vastaavasti todennäköisyysasteinen olosuhdetahallisuus. Painotettaessa tiedollisia elementtejä asian ratkaisee se, kuinka hyvin tekijä oli selvillä muiden olosuhteiden käsillä olosta. Viimeaikaisissa korkeimman oikeuden ratkaisuissa myös teko-olosuhteiden osalta rajaksi on lain perustelujen mukaan asetettu se, onko tekijän katsottu pitäneen niiden käsillä oloa varsin todennäköisenä.[90]

Koponen on olosuhdetahallisuuden osalta esittänyt vaihtoehdoksi todennäköisyystahallisuudelle ns. positiivista tahtotahallisuutta. Tällöin riittävää voisi olla tekijän sekä hyväksyvä että ilmeisen välinpitämätön suhtautuminen tunnusmerkistön täyttymiseen.[91] Frände mukaan tiettyä olosuhdetta koskevan tiedon ei tarvitse nousta ”varsin todennäköisen” tasolle, vaan riittää, että kyseessä on tiedon aste, jota edellyttää RL:n tunnusmerkistöerehdystä koskevan säännöksen (RL 4:1) käsite ”olla selvillä”. Frände mukaan oletettavuutta olosuhteen olemassaolosta ei voida katsoa riittäväksi, vaan on vaadittava, että tekijä on pitänyt olosuhteen olemassaoloa yhtä todennäköisenä kuin sitä, että olosuhde ei ole olemassa.[92]

---

[89] Ks. HE 44/2002 s. 87 ja Tapani 2004 s. 222.

[90] Ks. HE 44/2002 s. 73–74 ja s. 87, jonka mukaan teko olisi tahallinen milloin tekijä pitää tunnusmerkistön toteutumista tekonsa varsin todennäköisenä seurauksena. Lisäksi tahallisesti katsotaan toimivan sen, joka pitää varsin todennäköisenä, että tunnusmerkistön edellyttämät olosuhteet ovat muutoin käsillä.

Alun perin hallituksen esitykseen sisältynyt tahallisuuden määritelmä koski sekä seuraus- että olosuhdetahallisuutta. Eduskunnan lakivaliokunta ehdotti esitystä kuitenkin muutettavan siten, että tahallisuuden määritelmäsäännöksessä säädettäisiin ainoastaan seuraustahallisuudesta. Lakivaliokunta katsoi alkuperäisen ehdotuksen soveltuvan erityisen huonosti talousrikosten olosuhdetahallisuuteen ja voivan nostaa niiden tahallisuuskynnystä. Valiokunnan mukaan olosuhdetahallisuus jää oikeuskäytännössä arvioitavaksi, jolloin huomioon on otettava tunnusmerkistöerehdystä koskeva säännös. Ks. LaVM 28/2002 s. 9–10. Ks. Frände 2005 s. 121, jonka mukaan tämä merkitsee prima facie, että tunnusmerkistöerehdys ja olosuhdetahallisuus ovat saman mitalin kaksi puolta.

[91] Koponen s. 113 ja 244 ss. Koposen mukaan olosuhdetahallisuuteen voidaan lakivaliokunnan ehdotukseen tekemien muutosten johdosta soveltaa tahtotahallisuutta.

[92] Frände 2005 s. 132–135. Frände mukaan kyseinen tasapainotahallisuus saa otteeseensa myös talousrikoksiin liittyvät tyyppitapaukset, joissa tekijälle on aineellisessa lainsäädännössä asetettu selonottovelvollisuus. Frände mukaan henkilöltä, joka ei tarkista tiettyä tietoa, puutuu tieto asioiden tilasta, ja hänen on lähdettävä siitä, että tieto voi olla yhtä hyvin väärä kuin oikeakin. Frände 2005 s. 135–136 mukaan voidaan tuskin kiistää, että lakivaliokunnan lausuma on tulkittavissa myös välinpitämättömyystahallisuuden hyväksymiseksi muiden elementtien kuin seurauksen

3.6.2 Tekijän huolimattomuus

Tuottamusta koskevan RL 3:7.1 momentin mukaan: ”Tekijän menettely on huolimatonta, jos hän rikkoo olosuhteiden edellyttämää ja häneltä vaadittavaa huolellisuusvelvollisuutta, vaikka hän olisi kyennyt sitä noudattamaan (tuottamus).” Tekijän huolimattomuus kuvaa tuottamuksellisten rikosten *subjektiivista* puolta, ja on osa siitä kokonaisuudesta, jota rikosoikeuden systematiikassa kutsutaan *syyllisyydeksi.*[93] Syyllisyydessä on katsottu olevan kyse tekijän tahdonmuodostuksen moitittavuudesta ja toisaalta siitä, voitiinko tekijältä kohtuudella edellyttää toisenlaista suhtautumista.[94] Jotta tekijää voitaisiin rangaista, edellytetään syyllisyysperiaatteen mukaisesti, että tekijällä olisi ollut mahdollisuus eli kyky ja tilaisuus toimia toisin.[95] Arvioitavana on se, olisiko kyseiseltä tekijältä voitu vaatia objektiivisen huolellisuusvelvoitteen noudattamista ottaen huomioon hänen henkilökohtaiset edellytyksensä ja ominaisuutensa.[96]

Tekijän huolimattomuutta arvioitaessa tuottamus on erikseen jaettu tietoiseen ja tiedostamattomaan tuottamukseen. Tuottamuksellisten rikosten osalta syyksilukemiseen riittää kumpi tahansa riskinoton laji.[97] Tietoisessa tuottamuksessa on katsottu olevan kyse *tietoisesta* (tiedostetusta) *riskinotosta*. Tällöin tekijä toimii siitä huolimatta, että mieltää tunnusmerkistön toteutumisen *mahdolliseksi*. Tie-

---

osalta. Frände mukaan välinpitämättömyystahallisuudessa tekijän on tullut tekohetkellä arvioida, että määrätyn olosuhteen käsilläolo on oletettavaa, toisin sanoen että olosuhteen olemassaolon mahdollisuus on varteenotettava. Tekijän toiminta sinänsä osoittaa, että hän ei anna olosuhteen vaikuttaa käyttäytymiseensä. Joka toimii tiedosta huolimatta, ei useimmiten välitä siitä, onko olosuhde olemassa vai ei. Mitä suurempi todennäköisyys, sitä helpommin voidaan väittää, että tekijä on ollut välinpitämätön.

93 Tolvanen 1999 s. 117.

Edellä luvussa 3.5 käsiteltiin *teon huolimattomuutta* osana teon tunnusmerkistön mukaisuutta. Teon huolimattomuudessa oli kyse kielletyn ja sallitun riskinoton määrittelystä *yleisellä tasolla*. *Tekijän* huolimattomuudessa eli subjektiivisessa syyksiluettavuudessa on kysymys tekijän *yksilöllisistä* ominaisuuksista.

94 Nuutila 1996 s. 182. Ks. syyllisyysperiaatteesta ja sen perusteista laajemmin Nuutila 1997 s. 69 ss.

95 Ks. syyllisyysperiaatteen edellyttämästä toisintoimimismahdollisuudesta esim. Nuutila 1997 s. 74–75, Tolonen 2000 s. 38 ja Tapani 2004 s. 65–66.

96 Nuutila 1997 s. 265.

RL 3:7.3:ssa on määritelty tuottamuksen alaraja, jonka on katsottu merkitsevän perustaltaan ankaran vastuun poissulkemista. Frände 2005 s. 62. Ks. myös Nuutila 1998 s. 170, jonka mukaan jo HM 1.2:stä ilmenneen ihmisarvon kunnioittamisen periaatteen on voitu ymmärtää merkitsevän sitä, että subjektiivisesta syyllisyydestä riippumaton rangaistusvastuu on kielletty.

97 Ks. HE 44/2002 s. 16 ja 90, jossa todetaan, ettei oikeuskirjallisuuden tuntemaa erottelua tietoisen ja tiedottoman tuottamuksen välillä ole sisällytetty rikoslakiin, koska erottelulla ei ole suoranaisia seurannaisvaikutuksia ja käytännön merkitystä, koska tuottamukselliset rikokset ovat rangaistavia niin tietoisella kuin tiedottomallakin tuottamuksella tehtyinä.

toisessa riskinotossa on siten kyse todennäköisyyttä alemmasta epäilystä tunnusmerkistön täyttymisestä.[98]

Tiedostamattoman tuottamuksen on puolestaan katsottu viittaavan *tiedostamattomaan* (tiedottomaan) *riskinottoon*. Tiedostamattomassa riskinotossa tekijä ei ole edes mieltänyt tunnusmerkistön toteutumista mahdolliseksi tai ei ole tullut ylipäätään ajatelleeksi asiaa.[99] Tiedostamattomassa tuottamuksessa voi siten olla kyse myös välinpitämättömyydestä, jota voidaan pitää haitallisempana kuin tietoista mutta huolellista riskinottoa.[100] Vastuu tiedostamattomasta tuottamuksesta perustellaan niin sanotun ryhtymistuottamuksen kautta. Vaikka tekijä ei ole tosiasiassa mieltänyt seurauksen sattumisen mahdollisuutta tai ei ole tullut sitä ajatelleeksi, rangaistusvastuun kannalta on riittävää, että hänellä oli tekoon ryhtyessään tilaisuus ja kyky havaita seurauksen sattumisen mahdollisuus ja hänen olisi myös pitänyt se havaita.[101]

Tiedostamaton tuottamus arvioidaan siten kahdessa vaiheessa. Ensin kysytään, mitä tekijän olisi pitänyt tehdä, jotta hän olisi mieltänyt toimintansa riskit. Yleensä riskit olisi havaittu, jos olisi hankittu enemmän tietoa tai yleisesti ottaen selvitetty paremmin toiminnan riskitekijät. Toiseksi on kysyttävä, olisiko tekijä voinut tai olisiko hänen edes pitänyt ryhtyä niihin toimenpiteisiin, joita toiminnan riskitekijöiden mieltäminen olisi välttämättä edellyttänyt. Konkreettisemmin sanottuna tekijä ei olisi edes voinut tehdä sitä, mitä hänen olisi pitänyt, jos häneltä puuttui jo toimintaan ryhdyttäessä tilaisuus riskien havaitsemiseen tai jos hän ei olisi kyennyt riskien havaitsemiseen. Tekijällä on täytynyt olla tosiasialliset mahdollisuudet (tilaisuus ja kyky) riskien havaitsemiseen ja siten lainmukaiseen toimintaan viimeistään tekoon tai toimintaan ryhtyessään, jotta häntä voi-

---

[98] Ks. Nuutila 1997 s. 266 ja Tolvanen 1999 s. 118. Ks. myös Frände 2005 s. 214, jonka mukaan tietoinen huolimattomuus on käsillä, kun tekijä mieltää, että rikosoikeudellisesti relevanttia olosuhdetta ei voida konkreettisessa tilanteessa sulkea pois. Huolimattomuus näin ollen edellyttää, että tekijän on täytynyt pitää rikosoikeudellisesti relevanttien elementtien käsillä oloa enemmän tai vähemmän epätodennäköisenä.

[99] Nuutila 1997 s. 266–267. Ks. Tolvanen 1999 s. 118, jonka mukaan tiedostamattomalle riskinotolle on ominaista se, ettei tekijä lainkaan havaitse ottavansa kiellettyä riskiä.

Ks. Frände 2005 s. 214 ja 225, jonka mukaan tiedottomassa huolimattomuudessa tekijä on kokonaan vailla todennäköisyystietoisuutta olosuhteen olemassaolosta. Huolimattomuus edellyttää, että tekijältä on puuttunut kokonaan tieto rikosoikeudellisesti relevanttien elementtien käsillä olosta. Tiedon puutteeseen rinnastetaan arviointi, jonka tuloksena olosuhteen käsillä olo on suljettu pois. Jos tekijältä puuttui tieto tietystä rikosoikeudellisesti relevantista olosuhteesta, niin on tutkittava, onko tekijällä ollut tilaisuus ja kyky hankkia riittävä tieto asiasta, mikä olisi estänyt häntä tekemästä tekoa.

[100] Ks. Nuutila 1997 s. 266, joka toteaa välinpitämättömyyden tekojen seurauksista voivan olla paljon haitallisempaa kuin se, että tekijä huolellisen harkinnan jälkeen päätyy arvioimaan seurauksen syntymisen vähäiseksi.

[101] HE 44/2002 s. 90–91 ja 96.

taisiin rangaista. Toiminnan järjestäminen siten, että riskejä ei enää toiminnan kestäessä voidakaan havaita tai hallita, ei poista tuottamusvastuuta. Tuottamusvastuusta on luovuttava, jos tekijällä ei tosiasiassa ole ollut mahdollisuutta toimia toisin (noudattaa lakia), eikä se johtunut siitä, että tekijä olisi aikaisemmin laiminlyönyt tehdä sen, mitä häneltä vaadittiin ja minkä tekemiseen hänellä oli ollut sekä kyky että tilaisuus.[102]

3.6.3 Törkeä huolimattomuus

Rikoslain 3:7.2 momentissa on ilmaistu törkeän huolimattomuuden sisältö. Määritelmän 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.*”

Törkeän tuottamuksen kokonaisarvostelussa on siten otettava huomioon sekä teon objektiivisen että tekijän subjektiivisen huolimattomuuden aste.[103] Säännöksen perustelujen mukaan törkeää tuottamusta on joko ”hyvin tärkeiden huolellisuusvelvoitteiden rikkominen huolimattomuudesta, joka osoittaa erityistä välinpitämättömyyttä näitä velvoitteita kohtaan” tai ”tietoinen riskinotto, joka ei kuitenkaan ole tahallisuutta”.[104] Teon huolimattomuuden arvostelussa on katsottu olevan syytä ottaa huomioon ennen kaikkea rikotun huolellisuusvelvoitteen riskipotentiaali.[105] Esimerkiksi pelkkä pörssin sääntöjen tai Ratan yleisluonteisen ohjeen vähäinen rikkominen ei vielä osoita teon törkeää huolimattomuutta. Jos kyseessä on sen sijaan lakiin sisältyvän keskeisen velvoitteen vastainen menettely, joka tyypillisesti voi aiheuttaa merkittävää vaaraa tai suuria riskejä, on teon huolimattomuus katsottava törkeäksi.

Tekijän huolimattomuus voi puolestaan olla törkeää, mikäli riskinotto on selvästi tietoista ja epätavanomaista. Käytännössä teon ja tekijän törkeä huolimattomuus voi usein ilmetä samanaikaisesti. Mitä tärkeämmän huolellisuusvelvoitteen rikkomisesta on kysymys ja mitä olennaisemmalla tavalla velvoitetta riko-

---

[102] Ks. HE 44/2002 s. 96, Nuutila 1997 s. 75 ja 267–268 sekä Tolvanen 1999 s. 120. Ks. myös Jareborg 1994 s. 213, jonka mukaan tiedostamattomassa tuottamuksessa on lähinnä kyse selonottovelvollisuuden tai valvontavelvollisuuden laiminlyönnistä.

[103] Tunnusmerkistössä mainituista seikoista ensimmäiset kolme liittyvät tekoon, neljäs tekijään ja viidentenä mainitut muut olosuhteet kumpaankin. Ks. HE 44/2002 s. 97. Teon huolimattomuutta on käsitelty jo edellä luvussa 3.5.

[104] HE 44/2002 s. 91.

[105] Nuutila 1997 s. 273, jossa huolellisuusvelvoitteen riskipotentiaaliin eli merkittävyyteen on katsottu vaikuttavan vaarannettujen etujen tärkeys ja loukkauksen todennäköisyys.

taan, sitä useammin voidaan katsoa, että riskinotto on ollut tietoista ja epätavanomaista.[106] Ratkaisevana kriteerinä tuottamuksen törkeyttä arvioitaessa ei kuitenkaan ole pidetty sitä, oliko riskinotto tietoista vai tiedostamatonta. Vaikka törkeä tuottamus ilmenee usein tietoisen tuottamuksen yhteydessä, myös tiedostamaton tuottamus voi olla törkeää tuottamusta.[107]

Muilla tekoon ja tekijään liittyvillä olosuhteilla viitataan monenlaisiin seikkoihin. Muita tekoon liittyviä ja arviossa huomioon otettavia olosuhteita ovat muun muassa tekijän tosiasialliset mahdollisuudet suurempiin varotoimenpiteisiin. Jos tekijällä olisi ollut kaikki mahdollisuudet toimia huolellisemmin, mutta hän ei ole vaivautunut minimoimaan riskejä, tuottamuksen törkeys voidaan todeta helpommin.[108]

Mikäli teon huolimattomuus katsotaan törkeäksi ja tekijän huolimattomuus ainoastaan tavanomaiseksi tai päinvastoin, voidaan tekoa kokonaisarvostelun nojalla pitää törkeästä huolimattomuudesta tehtynä. Törkeältä tuottamukselta on oikeuskäytännössä kuitenkin edellytetty, että sekä teon että tekijän huolimattomuuden tulee ylittää jonkinasteinen vähimmäistaso. Esimerkiksi tahallisuutta lähellä oleva tietoinen riskinotto voi liittyä myös vähäiseen vaaraan. Tällaisissa tilanteissa tuottamusta ei tulisi pitää törkeänä pelkästään tekijän subjektiivisen huolimattomuuden perusteella. Vastaavasti sellaisessakin tilanteessa, jossa teko on objektiivisesti ottaen törkeän huolimaton, tekijän subjektiivisen huolimattomuuden on oltava riittävällä tasolla. Pelkkä teon huolimattomuus ei vielä tee tuottamuksesta törkeää. Huolimattomuuden törkeysarvostelu on oikeuskäytännössä usein tehty myös laajemmasta aikanäkökulmasta. Arvioinnissa on otettava huomioon tekijän toiminta pidemmältä ajalta ennen varsinaista tekohetkeä.[109]

3.6.4 Erehdyssäännökset vastuuvapausperusteina

Rangaistusvastuun eri tavoin poistavia vastuuvapausperusteita käsitellään rikoslaissa erehdyssäännöksinä (kielto- ja tunnusmerkistöerehdys) sekä oikeuttamis- ja anteeksiantoperusteina.[110] Rikoslain tunnusmerkistöerehdystä koskevan säännöksen (RL 4:1) mukaan: ”Jos tekijä ei teon hetkellä ole selvillä kaikkien niiden

---

[106] Nuutila 1997 s. 272.
[107] Jareborg 1994 s. 218 ja Nuutila 1997 s. 272.
[108] HE 44/2002 s. 98 ja Frände 2005 s. 231.
[109] Ks. Nuutila 1997 s. 275–277 ja HE 44/2002 s. 98, jonka mukaan törkeyttä ei arvostella pistemäisesti esimerkiksi liikenneonnettomuuteen välittömästi johtaneen ajovirheen näkökulmasta, vaan ottamalla huomioon syytetyn menettely liikenteessä kokonaisvaltaisemmin.
[110] Oikeuttamisperusteen (mm. pakkotilan tai hätävarjelun) soveltuessa teko katsotaan oikeudenmukaiseksi, kun taas anteeksiantoperuste poistaa teolta ainoastaan syyllisyyden. Ks. HE 44/2002 s. 110 ja Frände 2005 s. 11.

seikkojen käsilläolosta, joita rikoksen tunnusmerkistön toteutuminen edellyttää, tai jos hän erehtyy sellaisesta seikasta, teko ei ole tahallinen. Vastuu tuottamuksellisesta rikoksesta voi kuitenkin tulla kysymykseen tuottamuksen rangaistavuutta koskevien säännösten mukaan." Tunnusmerkistöerehdys poistaa siten teolta ainoastaan tahallisuuden ja kyseinen erehdys tulee ottaa huomioon erityisesti olosuhdetahallisuutta arvioitaessa.[111]

Seuraavassa arvioinnin kohteeksi otetaan erehdystyypeistä erityisesti kieltoerehdys. Sisäpiirintiedon väärinkäytön ja arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen ollessa rangaistavaa myös törkeästä huolimattomuudesta tehtynä, on kieltoerehdyksellä suurempi käytännön merkitys sen voidessa poistaa teon rangaistavuuden myös tuottamuksellisten rikosten osalta. Kieltoerehdyksellä voi olla merkitystä myös RataL:ssa säädettyjen hallinnollisten seuraamusten soveltamisessa, joiden täyttyminen edellyttää tahallisuutta tai huolimattomuutta.[112] Tunnusmerkistöerehdys voi tosin myös saada merkitystä Ratan seuraamusprosessiharkinnassa. Mikäli Rata arvioi saamansa selvityksen nojalla tekijän erehtyneen esimerkiksi kurssin vääristämisen tunnusmerkistössä tarkoitettujen arvopaperin hintatasoa vääristävien toimenpiteiden harhaanjohtavuudesta, voi Rata päätyä käsittelemään asian hallinnollisessa prosessissa.

Rikoslain kieltoerehdystä koskevan säännöksen (RL 4:2) mukaan tekijän erehtyessä pitämään tekoaan sallittuna hän on rangaistusvastuusta vapaa, jos erehtymistä on pidettävä ilmeisen anteeksiannettavana seuraavien seikkojen vuoksi: 1) lain puutteellinen tai virheellinen julkistaminen, 2) lain sisällön erityinen vaikeaselkoisuus, 3) viranomaisen virheellinen neuvo tai 4) muu näihin rinnastettava seikka. Kieltoerehdyksessä on katsottu olevan kyse anteeksiantoperusteesta, koska tekijä erehtyy teon oikeudenvastaisuudesta. Kieltoerehdykselle on oikeuskäytännössä myönnetty ainoastaan rajoitettu merkitys vastuusta vapauttavana sekä sitä lieventävänä perusteena. Säännöksen perustelujen mukaan vain ilmeisen anteeksiannettava tietämättömyys voisi johtaa vastuuvapauteen ja poistaa teon rangaistusvastuun niin tahallisesta kuin tuottamuksellisesta teosta. Teko voi olla anteeksiannettava lähinnä silloin, jos tekijä ei ole pitänyt

---

[111] Ks. Frände 2005 s. 121, jonka mukaan tunnusmerkistöerehdys ja olosuhdetahallisuus ovat saman mitalin kaksi puolta. Ks. myös Frände s. 139–140, jossa RL 4:1:n säännös katsotaan tarpeelliseksi muita olosuhteita koskevan tiedon näkökulmasta. Tekijä erehtyy tunnusmerkistössä tunnetuksi edellytetyn seikan vallitsemisesta, jos hän ei pitänyt tietyn olosuhteen olemassaoloa yhtä todennäköisenä kuin sen poissaoloa. Siten tasapainotahallisuus ei tule kysymykseen, ja tahallisuus sulkeutuu pois RL 4:1:n nojalla. Ks. tunnusmerkistöerehdyksestä laajemmin esim. Nuutila 1997 s. 241–242.

[112] Erehdyssäännösten merkitys hallinnollisesti sanktioitujen väärinkäyttösäännösten osalta voi korostua, jos hallinnolliset seuraamukset voidaan EIS:n ja EIT:n autonomisen tulkinnan perusteella luonnehtia tosiasiallisesti "rikosoikeudellisiksi". Ks. jäljempänä luvussa 8.2.4 esitettyä.

toimintansa oikeudenvastaisuutta edes varteenotettavana mahdollisuutena.[113] Jos tekijä sen sijaan on erehtynyt luulemaan tekoaan sallituksi omaa huolimattomuuttaan, erehdys on vaikutukseton.[114] Kieltoerehdys on siten anteeksiannettava vain, jos tekijä on tehnyt kaiken sen, mitä häneltä voitiin kohtuudella vaatia oikean tiedon saamiseksi.[115]

> Arvopaperimarkkinarikosten osalta erehdys voi painottua usein normituntemuksen puolelle, jolloin erehdystilanteita voidaan arvioida myös tunnusmerkistö- ja kieltoerehdyksien välimaastoon sijoittuvina ns. soveltamiserehdyksinä. Soveltamiserehdyksestä voidaan puhua tilanteissa, joissa tekijä tuntee kiellon pääpiirteissään ja tuntee tosiasiat, mutta soveltaa lakia mielessään toisella tavalla kuin tuomioistuin. Tulkintaero perustuu yleensä normistoa koskevaan virheelliseen tietoon. Erehdystyyppi koskee siten tosiasioiden tarkempaa oikeudellista arvottamista. Kyse on oikeudellisesta, ei tosiasiallisesta virhearvioinnista. Suurin osa soveltamiserehdyksistä on katsottu voitavan sijoittaa kieltoerehdyksen kanssa samaan ryhmään. Etenkin jos tekijällä on virheellinen kuva tunnusmerkistön rajoista, hän on asiallisesti erehtynyt tekonsa kielletystä luonteesta. Kieltoerehdyksen tapaan kyseisen erehdyksen soveltuvuuden arvioinnissa ovat keskeisiä henkilön selonottovelvollisuuden laajuus, johon vaikuttavat henkilön sosiaalinen asema, rikoksen laatu sekä säännösten monimutkaisuus. Vastuuvapautuksen edellytyksenä on, että tekijältä ei kohtuudella voitu odottaa suurempaa huolellisuutta soveltamiskäytäntöjen selvittämisessä.[116]

Arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen voidaan ajatella olevan siinä määrin tulkinnanvaraisia, että rikosoikeudelliset erehdysopit voisivat joissakin tilanteissa tulla niiden soveltamisen yhteydessä kyseeseen. Rikoslain erehdyssäännöksille voidaan kuitenkin käytännössä vain harvoin antaa merkitystä arvopaperimarkkinarikosten yhteydessä. Erehdystilanteen olemassaoloon on sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksen osalta otettu nimenomaisesti kantaa valtionsyyttäjän tekemässä syyttämättäjättämispäätöksessä.[117] Tapauksessa valtionsyyttäjä katsoi tahallisuuden edellyttämän tietoisuuden täyttyneen, kun epäilty oli ollut tietoinen sisäpiirintiedon luonteen arvioinnin perusteena olevista tosiseikoista. Merkitystä ei valtionsyyttäjän mukaan ollut sillä, oliko tekijä itse pitänyt tietoa rikosoikeudellisesti sisäpiirintietona. Valtionsyyttäjän mukaan tunnusmerkistöerehdys ei siten toteutunut eikä menettelyn kiellettyä luonnetta ja oikeudenvastaisuutta koskeva erehdys olisi vastuuvapautusperuste muulloin

---

[113] Ks. HE 44/2002 s. 105–106 ja Koponen s. 289–294.
[114] Nuutila 1997 s. 318.
[115] Frände 2005 s. 210, jonka mukaan erehdys oli siten tietyssä mielessä väistämätön.
[116] Ks. Nuutila 1997 s. 234 ja 243–255. Ks. myös Frände 2005 s. 144.
[117] Ks. Valtakunnansyyttäjänviraston päätös 03/12 syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus].

kuin ollessaan ilmeisen anteeksiannettava.[118] Valtionsyyttäjän mukaan arvopaperikaupan kaltaisella erityisesti säännellyllä alalla erehtyminen menettelyn rikosoikeudellisesti kielletystä luonteesta voi vain hyvin poikkeuksellisesti olla anteeksiannettavaa. Arvopaperimarkkinoilla toimivan on otettava selvää vallitsevasta oikeudellisesta sääntelystä.

Kieltoerehdyksen merkitys anteeksiantoperusteena voi kuitenkin arvopaperimarkkinarikosten osalta joissakin tilanteissa aktualisoitua. Esimerkiksi Ratan puutteellisesti tai virheellisesti julkaisema tulkinta tietyn RL:n tunnusmerkistöön sisältyvän säännöksen sisällöstä voisi toimia anteeksiantoperusteena. Lain sisällön erityinen vaikeaselkoisuus voi myös jo itsessään muodostua riittäväksi vastuuvapausperusteeksi. Lain perustelujen mukaan kyseisellä vastuuvapausperusteella on suurin merkitys erikoisrikosoikeuden alueella ja tilanteissa, joissa RL:n normit saavat sisältönsä kotimaisesta aineellisesta lainsäädännöstä tai EY-säännöksistä. Arvopaperimarkkinarikoksia voidaan pitää juuri tällaisina tunnusmerkistöinä, sillä niiden täsmällinen sisältö määräytyy tietyiltä osin AML:n sisältämien säännösten perusteella. Lain sisällön erityisen vaikeaselkoisuuden osalta vastuuvapausperusteeksi ei kuitenkaan riitä pelkkä säännösten tulkinnanvaraisuus. Kieltoerehdystä koskevan säännöksen perustelujen mukaan alueen, jolla lain sisällön erityinen vaikeaselkoisuus voi olla syynä vastuusta vapauttavaan kieltoerehdykseen, tulee käytännössä jäädä hyvin kapeaksi.[119]

Arvopaperimarkkinarikosten osalta lain puutteelliseen tai virheelliseen julkistamiseen taikka lain sisällön erityiseen vaikeaselkoisuuteen liittyvän anteeksiantoperusteen sovellettavuutta rajoittaa se, että erityisesti arvopaperimarkkinoilla ammattimaisemmin toimivat tahot ovat velvollisia ottamaan tarkemmin selvää toimintaympäristöään koskevien säännösten täsmällisestä sisällöstä. Ratkaisevaa on, millä tavoin ja kuinka huolellisesti henkilöt ovat pyrkineet ottamaan selvää lain oikeasta sisällöstä ja tulkinnasta.[120] Arvopaperimarkkinarikosten lähtökohtainen vakavuusaste ja tekijöiden usein verraten korkea tietämys arvopape-

---

[118] Tässä valtionsyyttäjä viittaa sekä tunnusmerkistö- että kieltoerehdykseen.

[119] HE 44/2002 s. 107.

Ks. Frände 2005 s. 207, jonka mukaan kaikki KKO:n ratkaisut, joissa kieltoerehdys on hyväksytty anteeksiantoperusteeksi, ovat koskeneet muita kuin RL:iin sisältyviä normeja. RL:n ulkopuolisia normeja koskevasta tietämättömyydestä huolimatta kieltoerehdyksellä on hyvin rajoitettu soveltamisala, koska henkilöiden, joita nämä normit koskevat, edellytetään ottavan selvää voimassa olevasta oikeudesta.

Ks. myös Nuutila 1997 s. 318, jonka mukaan oikeuskäytännössä kieltoerehdystä koskeneet tapaukset ovat koskeneet *rikoslain ulkopuolisia vaikeaselkoisia* kriminalisointeja tilanteissa, joissa tekijä on *koettanut* parhaansa mukaan *hankkia tietoa* siitä, miten lain mukaan tulisi menetellä.

[120] Kieltoerehdystä koskevan säännöksen perustelujen mukaan jokaisen tulee lähtökohtaisesti ottaa selvää oman alansa erityismääräyksistä, myös mutkikkaista ja tulkinnanvaraisista. Lisäksi on edellytettävä, että tällaisella alalla toimiva ottaa selvää, ei vain lakitekstin sisällöstä, vaan myös oikeuskäytännöstä ja esitöistä. Ks. HE 44/2002 s. 107.

rimarkkinoilla noudatettavista menettelytavoista asettavat selonottovelvollisuuden käytännössä korkealle. Tällöin on myös annettava huomattavasti vähemmän merkitystä erehdyksen kaltaisille tilanteille vastuusta vapauttavana tekijänä. Keskeisin erehdysoppien soveltamisalue voisi esimerkiksi sisäpiirisäännösten kohdalla tulla kyseeseen ns. toissijaisten sisäpiiriläisten osalta. Markkinoilla eiammattimaisesti toimivilta sijoittajilta tai sijoittajilta, joilla on arvopaperimarkkinoista kokemusta vähän, ei voida edellyttää yhtä hyvää tietämystä markkinoilla noudatettavista sisäpiirisäännöistä kuin ammattimaisemmilta sijoittajilta tai ensisijaisilta sisäpiiriläisiltä. Kyseisiltä henkilöiltä ei myöskään voida vaatia yhtä pitkälle meneviä selonottotoimenpiteitä säännösten täsmällisestä sisällöstä.

Kieltoerehdys voi joissakin tapauksissa poistaa teolta syyksiluettavuuden myös silloin, jos viranomainen on antanut virheellisen neuvon. Tekijä on esimerkiksi voinut pyytää Ratan neuvoja tai tulkintaa sisäpiirintiedon olemassaolon mahdollisuudesta tai yhtiön tiedonantovelvollisuuden kynnyksen ylittymisestä ja jälkikäteen osoittautuu, että neuvot ovat olleet virheellisiä. Ratan antama virheellinen neuvo voi tietyissä tapauksissa toimia vastuuvapausperusteena.[121] Väärä neuvo, joka saadaan puutteellisten selvitysten pohjalta, ei kuitenkaan vapauta vastuusta. Erehdyssäännöksen soveltamisen edellytyksenä on, että neuvoa pyytänyt on antanut täydellisen ja totuudenmukaisen selonteon ja oikeat taustatiedot.[122]

Sen sijaan esimerkiksi oikeudelliselta avustajalta saadun virheellisen neuvon ei ole katsottu vapauttavan vastuusta. Se voi kuitenkin olla vastuuta lieventävä seikka.[123] Lain erityiselle vaikeaselkoisuudelle ja oikeudelliselta asiantuntijalta

---

Perustelujen mukaan erehtymisen anteeksiannettavuutta arvioitaessa ratkaisevaa on lopulta se, onko erehtyminen ollut kokonaisuudessaan ilmeisen anteeksiannettavaa ja olisiko tekijältä kohtuudella voitu edellyttää, että hän olisi ottanut ja saanut asioista selvää. Tässä arvostelussa on kiinnitettävä huomio usein samantyyppisiin seikkoihin kuin tuottamusarvostelussa. Siten myös tekijän ammatti ja asema saattavat vaikuttaa. Määrätyllä elämänalueella toimivalle tekijälle voidaan asettaa pidemmälle menevä selonottovelvollisuus. Esimerkiksi kauppaa harjoittava joutuu selvittämään omaa ammattiansa koskevat normit ja näkemään tässä vaivaa silloinkin, kun normit ovat epäselvät. HE 44/2002 s. 107–108.

Ks. Frände 2005 s. 209, jonka mukaan lain erityisellä vaikeaselkoisuudella tarkoitetaan, että juridisen koulutuksen saaneella on vaikeuksia ratkaista, missä rangaistavan raja kulkee. Mikäli asiantuntija erehtyy, kysyjä vapautuu rikosoikeudellisesta vastuusta, jos laki on ollut erityisen vaikeatulkintainen.

[121] Kieltoerehdystä koskevan säännöksen perustelujen mukaan väärät viranomaisneuvot tekevät erehdyksen anteeksiannettavaksi erityisesti, milloin neuvoa kysyneellä on hyvät perusteet pitää saamaansa vastausta viranomaisten auktoritatiivisena päätöksenä asiassa. Ks. HE 44/2002 s. 107.

[122] Kaikissa tapauksissa neuvon tulee myös olla selvä ja yksiselitteinen sekä sen tulee koskea juuri asianomaista yksittäiskysymystä. Ks. HE 44/2002 s. 107.

[123] HE 44/2002 s. 107. Ks. Frände 2005 s. 209, jonka mukaan oikeudellisten asiantuntijoiden, kuten asianajajien antamat neuvot eivät vapauta rangaistusvastuusta. Tällöin voidaan sanoa, että tekijää moititaan huonosta neuvonantajan valinnasta.

saadulle virheelliselle neuvolle yhdessä tulisi kuitenkin tietyissä tilanteissa voida antaa merkitystä vastuuvapausperusteena. Arvopaperimarkkinarikosten osalta ongelmalliseen välimaastoon voivat sijoittua myös pörssiltä saadut virheelliset neuvot. Mikäli neuvon alainen seikka koskee rikossäännösten sisältöä tai niiden tulkintaa, on tekijän jo lähtökohtaisesti pyydettävä neuvoa Ratalta, joka on arvopaperimarkkinarikossäännöksien noudattamista valvova viranomainen. Mikäli pörssi kuitenkin antaa esimerkiksi listayhtiön tai arvopaperinvälittäjän edustajalle jälkikäteen virheelliseksi osoittautuneen neuvon sellaisen velvollisuuden sisällöstä, jolla voi olla merkitystä myös RL:iin sisältyvän tunnusmerkistön täyttymisen kannalta, voi tämä toimia ainakin vastuuta lieventävänä seikkana. Kyseinen ongelma voi olla ilmeisin listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuteen liittyvissä tilanteissa, joiden noudattamista valvovat sekä pörssi että Rata. Pörssin tehtäviin ei tosin nimenomaisesti kuulu lain säännösten valvominen, vaan ainoastaan pörssin omien säännösten valvonta. Listayhtiöiden edustajien on kuitenkin voitava luottaa pörssin heille antamiin neuvoihin tiedonantovelvollisuutta koskeviin lain säännöksiin perustuvien ja usein niitä täsmentävien pörssin sääntöjen sisällöstä.

Kieltoerehdyksenä voisi myös tulla arvioitavaksi tilanne, jossa ulkomaalainen sijoittaja tai välittäjä ei ole tiennyt Suomen lainsäädäntöön sisältyvän tunnusmerkistön rangaistavuuden yksityiskohtaisemmista edellytyksistä. Peruslähtökohtana tällöinkin on oltava se, että Suomen markkinoilla tavalla tai toisella toimivien ulkomaalaisten henkilöiden on otettava selvää Suomessa voimassa olevien säännösten sisällöstä.[124] Hyvän esimerkin kieltoerehdyksen vaikutuksesta teon rangaistavuuteen antaa seuraava johdannaismarkkinarikosta koskenut syyttämättäjättämispäätös.[125]

Tapahtumatiedot
Tapauksessa yhtiö oli yhtiön hallituksen puheenjohtajan määräyksestä ollut osapuolena termiinikaupoissa. Epäiltynä ollut hallituksen puheenjohtaja oli ollut termiinikauppojen toteuttamisajankohtana kauppojen kohde-etuutena olleiden osakkeiden liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsen. Vielä tuolloin voimassa olleen OptioKL 3:13.2 momentissa kiellettiin mm. osakkeen antaneen yhtiön hallituksen jäseneltä olemasta osapuolena yhtiön osakkeeseen kohdistuvaa termiiniä koskevassa optiokaupassa. Saman pykälän 4 momentin mukaan kieltoa sovellettiin myös sellaiseen yhtiöön, jossa mainitussa momentissa tarkoitetulla henkilöllä yksin tai yhdessä perheenjäsenensä tai toisen momentissa mainitun henkilön tai tämän perheenjäsenen kanssa oli määräysvalta. OptioKL:n silloin voimassa olleen 5:3:n mukaan oli johdannaismarkkinarikoksena rangaistavaa, mikäli menetteli vastoin kyseistä kieltoa.

---

[124] Ks. myös HE 44/2002 s. 107.
[125] Helsingin kihlakunnan syyttäjänviraston päätös 4/99 syyttämättä jättämisestä 4.5.1999.

Perustelut

Syyteharkinnassa oli kyse lähinnä siitä, oliko epäiltynä olleella hallituksen puheenjohtajalla yksin tai yhdessä perheenjäsenensä kanssa kyseisissä termiinikaupoissa osapuolena olleessa yhtiössä määräysvalta. Syyttäjä katsoi OYL:n, AML:n ja Ratan määräyksen sisäpiiri-ilmoituksista perusteella, että myös OptioKL:ssa määräysvallalla tarkoitettiin ääntenenemmistöä, vaikka sitä ei nimenomaisesti OptioKL:ssa oltu määritelty.

Ongelmalliseksi tapauksessa nousi kuitenkin OptioKL:ssa määrittelemätön perheenjäsenen käsite. AML:a koskevassa hallituksen esityksessä perheen käsitteeseen katsottiin kuuluvan niiden henkilöiden, jotka perintökaaren 2 luvun mukaan voivat periä sisäpiirin henkilön, sekä näiden puolisoiden. Syyttäjä katsoi perustelluksi tulkita OptioKL:n perheenjäsenen käsitteen sisällön identtisesti AML:n määrittelemän käsitteen kanssa. Kyseisen tulkinnan mukaan termiinikaupoissa osapuolena ollut yhtiö oli siten epäillyn määräysvaltayhteisö, sillä tällä oli yhdessä lastensa, siskojensa, veljensä ja tämän vaimon sekä lasten kanssa omistuksessaan yli puolet kyseisen yhtiön äänivallasta.

Ratkaisevaksi tekijäksi syyteharkinnassa nousi kuitenkin kyseisten johdannaiskauppojen aikaan voimassa ollut Ratan sisäpiiri-ilmoituksia koskeva määräys ja siihen sisältyvä ohje, jossa perheenjäsenellä tarkoitettiin ainoastaan aviopuolisoa, avopuolisoa, lapsia ja vanhempia. Näin ollen Rata oli tulkinnut perheenjäsen käsitettä suppeammin kuin mitä AML:a koskevassa hallituksen esityksessä oli tehty. Vaikka Ratan kyseinen määräys koski vain sisäpiiri-ilmoituksia, eikä kyseisen rangaistussäännöksen sisältöä ja sen tulkintaa, katsoi syyttäjä, että kyseisestä määräyksestä ja siihen sisältyvästä ohjeesta olisi voinut saada sen käsityksen, että Ratan tulkinnan mukaan epäillyllä ei olisi ollut laissa tarkoitettua määräysvaltaa yhtiössä.

Syyttäjän mukaan lakia ja laintarkoitusta tulkitsemalla olisi ollut mahdollista, että tutkinnan kohteena ollut toiminta olisi ollut tahallisena tai törkeän huolimattomana syyksiluettavaa. Koska kuitenkin epäillyn toiminta oli jälkikäteen arvostellen ollut Ratan määräykseen sisältyvän ohjeen tulkinnan puitteissa hyväksyttävää, katsoi syyttäjä, ettei ollut riittävää näyttöä epäillyn tahallisuudesta tai törkeästä huolimattomuudesta. Syyttäjä myös katsoi olevan erittäin todennäköistä, että asiasta nostettava syyte olisi johtanut sen hylkäämiseen. Tässä yhteydessä syyttäjä vetosi myös korkeimman oikeuden ennakkopäätöksiin (KKO 1985 I 2 ja KKO 1986 II 37), joissa syytteet oli hylätty anteeksiannettavan kieltoerehdykseen perusteella. Tapauksissa liikenteenharjoittajat olivat harjoittaneet luvanvaraista toimintaa ilman lupaa, koska he olivat luottaneet valtakunnallisen öljy-yhtiön asiantuntemukseen, jonka mukaan lupaa ei ollut tarvittu.

4 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö

4.1 YLEISTÄ

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä pidetään eräänä merkittävimpänä arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta heikentävänä ilmiönä ja sen huomio sääntelyssä on koko ajan kasvanut. Suomessa sisäpiirintiedon väärinkäyttö säädettiin rangaistavaksi AML:n säätämisen yhteydessä vuonna 1989.[1] Arvopaperimarkkinarikoksia koskeneessa lakiuudistuksessa 1990-luvun lopulla sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoiva rangaistussäännös siirrettiin muiden arvopaperimarkkinarikossäännösten tapaan AML:sta RL:n 51 lukuun.[2] Samassa yhteydessä sisäpiirisäännöksiä tiukennettiin laajentamalla tekijäpiirin käsitettä ja säätämällä erillinen törkeää tekomuotoa koskeva tunnusmerkistö.

Aikaisemmin sisäpiiriin kuuluville henkilöille oli laissa asetettu erityisiä kaupankäyntirajoituksia, mutta nykyisin niistä on luovuttu. Vaikka kyseiset rajoitukset ainoastaan ns. pitkäaikaiset sijoitukset salliessaan mahdollisesti ehkäisivät sisäpiirikauppojen tekemistä, katsottiin kyseisten rajoitusten kuitenkin tarpeettomasti estävän sinällään hyväksyttävien kauppojen tekemisen.[3] Tämän vuoksi

---

[1] Yhdysvallat kielsi ensimmäisenä valtiona sisäpiirikaupankäynnin vuonna 1934. Euroopassa sisäpiirikaupankäynti kiellettiin esimerkiksi Ranskassa vasta vuonna 1970, Isossa-Britanniassa 1980, ja muissa Euroopan valtioissa yleisimmin 1980-luvun lopulla. Ks. esim. Braithwaite – Drahos s. 154. Ruotsissa sisäpiirikaupankäynti kiellettiin vuonna 1985 ja Tanskassa vuonna 1986. Ks. Afrell – Klahr – Samuelsson s. 290 ja Lau Hansen 2003b s. 111. Sisäpiirisäännösten toimeenpano kuitenkin tehostui esim. Yhdysvalloissa vasta 1980-luvulla, sillä vuosien 1934–1979 välillä SEC pani vireille ainoastaan 53 sisäpiiritutkimusta, vastaavan lukumäärän ollessa vuosien 1980–1987 välillä jo 177. Ks. Friedrichs s. 167.

Ks. myös Langevoort 2001 s. 255–256, jonka mukaan Yhdysvalloissa sisäpiirisääntelyn tarve perustettiin lähinnä haluun erottua muiden maiden arvopaperimarkkinoihin liitetystä piirteestä eliitin hallitsemina markkinoina. Sisäpiirikaupankäynnin kielto koki myös merkittävää vastustusta etenkin 1960-lopulta aina 1980-luvun alkupuolelle, jolloin epäiltiin sisäpiirisääntelyn hyödyllisyyttä ja toimivuutta. 1980-luvulla kuitenkin tapahtui käänne, jolloin myös ekonomistipiireissä pääsääntöisesti myönnettiin sisäpiirisääntelyn hyödyllisyys. Tänä päivänä keskustelu koskee lähinnä sitä, missä muodossa ja laajuudessa sisäpiirisääntelyä tulisi olla olemassa.

[2] Rikoslakiprojekti teki oikeusministeriölle oman ehdotuksensa arvopaperimarkkinarikosten uudistamiseksi jo vuonna 1993 ja siitä annettiin hallituksen esitys eduskunnalle vuonna 1994. Uudistusta ei kuitenkaan ehditty toteuttaa ja se raukesi. Uudistus toteutui lopulta vasta vuonna 1999, jolloin RL:iin säädettiin omat arvopaperimarkkinarikoksia koskevat rangaistussäännökset.

[3] AML:iin sisältynyt kielto koski vastakkaissuuntaisia kauppoja 6 kuukauden pituisena ajanjaksona. Kaupankäyntirajoituksia perusteltiin sisäpiirikaupankäynnin valvonnan vaikeudella. Ks. HE 157/1988 s. 47, OLJ 3/1993 s. 10–11 sekä yleisemmin HE 7/1996.

sisäpiiriläisille laissa asetetuista kaupankäyntirajoituksista luovuttiin vuonna 1996.[4] Samassa yhteydessä sisäpiiriläisten arvopaperiomistusten julkisuutta kuitenkin lisättiin.[5] Arvopaperiomistusten julkisuus toteutuu sisäpiiriläisille laissa asetetun ilmoitusvelvollisuuden perusteella.[6] Ilmoitusvelvollisuus määräytyy henkilöllä yhtiössä olevan aseman mukaan.[7]

MAD:sta johtuneen lakiuudistuksen yhteydessä myös sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuutta sekä rekisterinpitovelvollisuutta koskevia säännöksiä joiltain osin tarkistettiin.[8] Ilmoitusvelvollinen on velvollinen ilmoittamaan myös puoli-

---

[4] Nykyisin voimassa olevat kaupankäyntirajoitukset sisältyvät APVY:n ohjeeseen sekä pörssin sisäpiiriohjeeseen. APVY:n jäsenilleen antaman sitovan sisäpiiriohjeen mukaan arvopaperivälittäjien johdon ja henkilökunnan tekemän yksittäisen arvopaperin hankinnan ja luovutuksen välillä tulee olla vähintään kuukauden ajanjakso. Pörssin sisäpiiriohjeen mukaan yhtiöiden on määriteltävä se ajanjakso, jonka aikana pysyvät sisäpiiriläiset eivät saa käydä kauppaa yhtiön arvopapereilla ennen yhtiön osavuosikatsauksen ja tilinpäätöstiedotteen julkistamista (suljettu ikkuna). Ajanjakson tulee olla vähintään 14 vuorokautta. Jos yhtiö julkistaa tulostietonsa kuuden kuukauden jaksoin, ajanjakson tulee olla vähintään 21 vuorokautta. Ks. Pörssin sisäpiiriohje kohta 6.1.

Ruotsissa listayhtiöiden sisäpiiriläisiltä on sen sijaan laissa kielletty kaupankäynti yhtiön osakkeilla 30 pv. ennen yhtiön osavuosikatsausten julkistamista. Aiemmin sisäpiiriläisille oli laissa asetettu lyhyen (3 kk.) kaupankäynnin kielto, joka kumottiin kyseisen suljetun ikkunan säätämisellä. 30 päivän kaupankäyntikielto ulottuu myös osavuosikatsausten julkistamispäivään. Säännös koskee myös osakkeenomistajia, jotka omistavat vähintään 10 % yhtiön osakepääomasta tai osakkeiden tuottamasta äänimäärästä. Vastaava kielto koskee myös yhtiön omien osakkeiden hankintaa. Kiellosta on kuitenkin eräitä poikkeuksia. Säännöksen rikkominen on sanktioitu seuraamusmaksulla, jonka suuruus on 10 % tehdyn kaupan arvosta, kuitenkin vähintään 15 000 kruunua ja enintään 350 000 kruunua. Ks. Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 15 ja 21 §. Ks. myös prop. 2004/05:142 s. 147–151.

Vastaavasti Englannissa vuosineljänneksittäin tulostietoja julkistavien listayhtiöiden sisäpiiriläisille on asetettu suljettu ikkuna, jonka on oltava joko 30 päivän pituinen ennen yhtiön osavuosikatsauksen julkistamista tai ajanjakso vuosineljänneksen päättymisestä tulosjulkistuksen antamiseen, jos tämä aika on lyhyempi. Vuosikatsausten osalta suljetun ikkunan pituus on 60 päivää ennen tilinpäätöstiedotteen julistamista. Vastaavat kiellot koskevat myös yhtiön kaupankäyntiä sen omilla osakkeilla. FSA Model Code LR 9 Annex 1.1 sekä LR 12.2.

[5] Ks. sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuuden kehittymisestä Karjalainen – Parkkonen s. 257–258 sekä VM 21/98.

[6] Ks. sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuudesta ja tähän liittyvästä rekisterinpitovelvollisuudesta laajemmin Kurenmaa s. 316–327 sekä Karjalainen – Parkkonen s. 257–276.

[7] Henkilöiden asemaan perustuvasta omistuksen julkisuudesta on säädetty AML 5:3:ssä. Ilmoitettavista tiedoista on säädetty liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten osalta AML 5:4:ssä ja muiden sisäpiiriläisten osalta AML 5:5:ssä.

Ilmoitusvelvollisten omistusten julkisuus koskee myös AML 10 luvussa määriteltyjä johdannaissopimuksia. Sijoitusrahastolaissa on lisäksi omat säännöt rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön palveluksessa olevien henkilöiden ilmoitusvelvollisuudesta sekä rahastoyhtiöiden rekisterinpidosta. Ks. SRL:n sisäpiirisäännöksistä SRL 99 § ja 100 § sekä Harju – Syyrilä s. 325–341.

[8] AML:n uudistettujen 5 luvun säännösten mukaan laissa määriteltyjen sisäpiiriläisten arvopaperiomistuksista on pidettävä ns. julkista sisäpiirirekisteriä, josta käy ilmi kunkin rekisteriin merkittävän henkilön kohdalla hänen ja hänen lähipiirinsä omistamat arvopaperit. Listayhtiöiden sisäpiiriläisten osalta ilmoitusvelvollisuus laajeni joiltain osin, kun taas arvopaperinvälittäjien sisäpiiriläisten osalta ilmoitusvelvollisuus joiltain osin supistui. Listayhtiöille tuli uudistuksen yhteydessä

sonsa, edunvalvonnassaan olevan vajaavaltaisen sekä muut vähintään yhden vuoden ilmoitusvelvollisen kanssa samassa taloudessa asuneet perheenjäsenet. Ilmoitusvelvollisuus koskee myös ilmoitusvelvollisen ja hänen lähipiirinsä määräysvalta- ja vaikutusvaltayhteisöjä. Ilmoitusvelvollisen on omien omistustensa lisäksi ilmoitettava myös edellä mainitun lähipiirin sekä määräysvaltayhteisöjen arvopaperiomistukset ja niissä tapahtuneet muutokset. Käytännössä useimpien ilmoitusvelvollisten omistusten julkisuus toteutuu arvo-osuusjärjestelmään liitettyjen arvopaperien osalta arvopaperikeskuksen ylläpitämän rekisterijärjestelmän (SIRE) välityksellä.[9] Rata on lisäksi antanut ilmoitusten tekemisestä ja rekisterinpidosta tarkempia määräyksiä.[10] Sisäpiiriläisiä koskevan ilmoitusvelvollisuuden ja rekisterinpitovelvollisuuden laiminlyönti oli ennen säädetty rangaistavaksi arvopaperimarkkinarikkomuksena mutta lakiuudistuksen yhteydessä kyseiset rikkomussäännökset dekriminalisoitiin. Nykyisin ilmoitusvelvollisuuden ja rekisterinpitovelvollisuuden rikkomisesta tai laiminlyömisestä voi seurata Ratan määräämä rikemaksu.[11]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn tekevät erityisen haasteelliseksi sisäpiirisäännösten noudattamisen valvontaan liittyvät ongelmat. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä voidaan pitää arvopaperimarkkinoilla ilmenevistä väärinkäytöksistä vaikeimmin paljastettavissa sekä toisaalta vaikeimmin estettävissä olevana rikoksena.[12] Suomessa on toistaiseksi tuomittu sisäpiiririkoksista vain n. 15 henkilöä.[13] Sisäpiirintiedon väärinkäytön paljastamisen vaikeus ja rikostuomioiden

---

velvoite pitää sisäpiirirekisterin sisältämät tiedot yleisön saatavilla myös sähköisen tietoverkon kotisivuilla. Ks. HE 137/2004 s. 31, jossa ilmoitusvelvollisuuden tarkoituksena todetaan olevan ehkäistä markkinoiden väärinkäyttöä lisäämällä liikkeeseenlaskijoiden johdon ja sen lähipiirin arvopaperikauppojen avoimuutta. Ilmoitusvelvollisuuden toisena tavoitteena todetaan olevan parantaa sijoittajien mahdollisuuksia saada tarpeellista tietoa liikkeeseenlaskijoista ja erityisesti liikkeeseenlaskijan johdon tekemistä arvopaperikaupoista.

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkisen sisäpiirirekisterin lisäksi pidettävä myös ns. yrityskohtaista sisäpiirirekisteriä. Ks. yrityskohtaisesta sisäpiirirekisteristä jäljempänä luvussa 4.6 esitettyä.

9 Kyseinen menettely perustuu AML 5:6:ään.

10 Ks. Ratan standardi 5.3.

11 Ks. RataL 24b §.

12 Ks. Häyrynen 2002 s. 173–174, jossa listayhtiöiden ja sijoituspalveluyritysten johdolle tehdyssä kyselytutkimuksessa noin 75 % vastaajista arvioi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä tapahtuvan useammin kuin harvoin.

Ks. myös Suomen Pörssisäätiö 2003, jonka suomalaisille kotitalouksille tehdyn kyselytutkimuksen mukaan 25 % arvopaperiomistajista oli täysin samaa mieltä väittämän kanssa, jonka mukaan sisäpiiritiedot vaikuttavat osakekauppoihin.

13 Vuosina 1999–2004 Rata on suorittanut vuosittain keskimäärin 20–30 sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa tutkimusta, joista se vuosittain on tehnyt noin viisi tutkintapyyntöä poliisille. Ratan suorittamat sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeneet tutkimukset ovat yleistyneet viime vuosina. Vielä vuosina 1997–1998 tutkimuksia tehtiin vuosittain alle kymmenen. Lähde: Rata.

harvinaisuus ovat kuitenkin kansainvälisiä ilmiöitä.[14] Sisäpiirintiedon väärinkäytön paljastamiseen, näytön hankkimiseen sekä muihin rikosoikeudellisen vastuun toteutumiseen liittyviin ongelmiin palataan tarkemmin luvussa 8.1.

4.2 TUNNUSMERKISTÖ

RL 51:1.1 (13.5.2005/300)
Sisäpiirintiedon väärinkäyttö
Joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttää julkisen kaupankäynnin 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.[15]

---

[14] Ruotsissa vuosien 1991–1999 välisenä aikana Ruotsin valvontaviranomainen (FI) suoritti vuosittain keskimäärin 40–50 sisäpiiritutkimusta. Viime vuosina FI:n tutkimat ja syyttäjälle ilmoittamat sisäpiiririkokset ovat kuitenkin olleet kasvussa. Vuosina 1999–2004 FI tutki vuositasolla keskimäärin n. 50–80 sisäpiiritapausta. Vuosina 2003–2004 FI lähetti yhteensä 30 sisäpiiritapausta syyttäjäviranomaisten tutkittavaksi. Lähde: http://www.fi.se ja BRÅ-rapport 2002:1 s. 78.

Ks. myös prop. 2004/05:142 s. 46, jonka mukaan vuosien 1997 ja 2004 välisenä aikana FI on tutkinut yhteensä 417 sisäpiiritapausta, joista 62 tapausta on toimitettu esitutkinta- ja syyttäjäviranomaiselle (Ekobrottsmyndigheten). Näistä kuusi tapausta on johtanut syytteisiin ja viisi langettavaan tuomioon.

Norjassa oli puolestaan vuoteen 2003 mennessä annettu vain kaksi sisäpiirituomiota. Aarum s. 244.

Vastaavasti Englannissa vuosien 1980–1999 välillä nostettiin 62 sisäpiirisyytettä, joista 23 johti tuomioon. Jones – Johnstone s. 121. Vähäisten tuomioiden määrän katsotaan osin johtuneen hallinnollisten ja siviilioikeudellisten sanktioiden puutteesta. Newkirk – Robertson s. 10. Ks. myös Rider 2000 s. 229, jonka mukaan myös sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönneistä on Englannissa nostettu syytteitä harvoin ja esimerkiksi sisäpiiriläisille asetetun optiokaupankäyntikiellon rikkomista on oikeudessa käsitelty vuosien 1967–2000 välillä vain kolme kertaa.

Ks. de Graaff s. 173, jonka mukaan Hollannissa oli v. 1999 mennessä annettu vain yksi rikosoikeudellinen sisäpiirituomio.

Ks. sisäpiirintiedon väärinkäytön seuraamuksista muissa maissa myös Kurenmaa s. 339–340, jonka mukaan Tanskassa on vuosien 1995–2001 välisenä aikana annettu kuusi sisäpiirituomiota ja Saksassa vastaavana ajanjaksona 16 tuomiota. Ranskassa rikosoikeudellisia sisäpiirituomioita annettiin vuosina 1994–2000 yhteensä 11 henkilölle ja hallinnollisia seuraamuksia yhdeksälle henkilölle.

[15] Säännöksen toisen momentin mukaan: ”Sisäpiirintiedon väärinkäytöstä tuomitaan myös henkilö, joka 1 momentissa tarkoitetulla tavalla käyttää arvopaperimarkkinalain 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi tällaisessa kaupankäynnissä.” Säännöksen kolmannen momentin mukaan: ”Tahallisen rikoksen yritys on rangaistava.”

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistö koostuu 1) sisäpiirintiedosta, 2) arvopaperin luovuttamisesta tai hankkimisesta taikka toisen neuvomisesta suoraan tai välillisesti arvopaperia koskevassa kaupassa, 3) taloudellisesta hyötymistarkoituksesta sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä sekä 4) tahallisuudesta tai törkeästä huolimattomuudesta.[16] Seuraavassa on kunkin tunnusmerkistötekijän yhteydessä käsitelty MAD:n ja sen nojalla annetun komission määritelmädirektiivin vastaavia säännöksiä sekä niiden aiheuttamia muutoksia kansalliseen lainsäädäntöön.

4.2.1 Sisäpiirintiedon määritelmä

AML 5:1 (13.5.2005/ 297)
Sisäpiirintieto
Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

Mitä 1 momentissa säädetään, sovelletaan myös arvopaperiin,

1) joka on julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteena toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa;
2) jota on haettu otettavaksi julkisen kaupankäynnin kohteeksi tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa; tai
3) jonka arvo määräytyy julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevan arvopaperin taikka 1 tai 2 kohdassa tarkoitetun arvopaperin perusteella.

4.2.1.1 Soveltamisala

MAD:n implementoinnissa direktiivin säännökset otettiin huomioon sekä RL:n että AML:n säännöksiä muuttamalla. Lähtökohtana uudistuksessa pidettiin sitä, ettei Suomen RL:n soveltamisalaa ollut tarkoituksenmukaista laajentaa koskemaan tekoja, joilla ei ole riittävää liittymäkohtaa Suomeen. MAD:n edellyttämän markkinoiden väärinkäyttösäännösten alueellisen soveltamisalan laajentamisen

---

[16] Kolme ensimmäistä tunnusmerkistötekijää muodostavat ns. objektiivisen tunnusmerkistön mukaisuuden, kun taas tahallisuuden ja törkeän huolimattomuuden voidaan katsoa kuuluvan joko subjektiiviseen tunnusmerkistöön tai niitä voidaan käsitellä erillisenä syyksiluettavuuden vaatimuksena.

Vrt. Kurenmaa s. 163, joka käsittelee tunnusmerkistön objektiivisen puolen alaisuudessa tekijää, tekotapoja sekä kiellettyä riskinottoa ja subjektiivisen puolen alaisuudessa hyötymistarkoitusta. Tahallisuutta ja tekijän huolimattomuutta Kurenmaa tarkastelee erillisinä syyksiluettavuuden vaatimuksina.

katsottiin olevan luontevampaa panna täytäntöön laajentamalla AML:n soveltamisalaa.[17] RL:n soveltamisedellytykset eivät uudistuksessa pääosiltaan muuttuneet.

RL 51:6:ään aiemmin sisältynyt sisäpiirintiedon määritelmä siirrettiin uudistuksen yhteydessä AML 5:1:ään. RL:n nykyisessä määritelmäpykälässä (RL 51:6.2) ainoastaan viitataan AML 5:1.1:iin, jonka mukaan sisäpiirintieto koskee Suomessa julkisen kaupankäynnin tai AML 3:16:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää tietoa. Näin ollen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien RL:n rangaistussäännösten soveltamisen edellytyksenä on, että kyseinen arvopaperi on Suomessa julkisen kaupankäynnin tai AML 3:16:ssä tarkoitetun kaupankäynnin kohteena.[18] Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä ei sovelleta yksityisen osakeyhtiön arvopaperiin eikä myöskään julkisen osakeyhtiön arvopaperiin, joka ei ole julkisen kaupankäynnin tai AML 3:16:ssä tarkoitetun kaupankäynnin kohteena. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto soveltuu sen sijaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien vaihdantaan myös markkinoiden ulkopuolella.[19]

Määritelmäsäännökseen (RL 51:6.4) tehtyjen muutosten jälkeen RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä sovelletaan myös OptioKL:ssa tarkoitettuun vakioituun optioon tai termiiniin sekä AML 10:1a:ssä tarkoitettuun vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavaan johdannaissopimukseen. Säännöksessä arvopaperin luovuttamiseen ja hankkimiseen rinnastetaan vakioidun johdannaissopimuksen tekeminen sekä vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavan johdannaissopimuksen tekeminen. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia säännöksiä sovelletaan vakioituun optioon tai termiiniin sekä näihin rinnastettavaan johdannaissopimukseen siitä riippumatta, onko sovittu johdannaissopimuksen kohdeetuuden luovutuksesta vai suorituksen korvaavasta hyvityksestä.[20]

Määritelmäsäännökseen (RL 51:6.4) tehtiin myös teknisiä muutoksia, jotta se kattaisi hyödykejohdannaissopimukset. Uuden säännöksen mukaan RL:n säännöksiä sovelletaan vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavaan johdannais-

---

[17] HE 137/2004 s. 30.

[18] Ks. muun julkisen kaupankäynnin sekä muun ammattimaisesti järjestetyn ja yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn sisällöistä tarkemmin HE 184/2001 s. 31–38 ja Karjalainen – Parkkonen s. 190–204.

[19] RL 51:1:ää muutettiin uudistuksen yhteydessä kuitenkin siten, että AML 3:16:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin liittyvän sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa vain, jos sisäpiirintietoa käytetään hyväksi mainitussa kaupankäyntimenettelyssä. Tällaisen kaupankäynnin osalta ehdotus siten supisti rangaistavan käyttäytymisen alaa. Vastaava rajoitus tehtiin AML 5:2.4:iin. Ks. HE 137/2004 s. 83.

[20] Rikoslaissa viittausta on täydennetty, jotta johdannaissopimuksen tekeminen kiistatta kuuluisi soveltamisalaan, kun se rinnastuu arvopaperin luovuttamiseen tai hankkimiseen. HE 254/1998 s. 36.

sopimukseen siitä riippumatta, onko niiden kohde-etuutena julkisen kaupankäynnin tai muun arvopaperien ostajien ja myyjien yhteensaattamiseksi ammattimaisesti järjestetyn ja yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena oleva arvopaperi.[21] RL:n soveltamisala siten tältä osin laajeni ja on myös jopa AML:n sisäpiirintiedon käyttöä koskevaa säännöstä laajempi.[22] AML 10:1b:ssä tarkoitettujen ns. OTC-johdannaisten osalta RL:n säännökset sitä vastoin eivät voi tulla sovellettavaksi.[23]

RL 51:7:ssä on lisäksi määritelty tietyistä poikkeuksista, joiden osalta sisäpiirintiedon väärinkäyttöä tai kurssin vääristämistä koskevat säännökset eivät tule sovellettaviksi. Rajoitussäännöksen mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia säännöksiä ei sovelleta sellaiseen julkiseen kaupankäyntiin arvopapereilla, johon AML 3:13.2:n nojalla vahvistettujen sääntöjen tai saman luvun 14.2:n mukaan ei sovelleta sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia AML:n säännöksiä.[24] Lisäksi rajoitussäännöksessä on rajattu komission takaisinostoasetuksen mukaisesti tapahtuvat omien osakkeiden hankinnat ja stabilisaation sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ja kurssin vääristämistä koskevien säännösten soveltamisen ulkopuolelle.

RL 1 luvun soveltamisalaa koskevat säännökset voivat lisäksi rajata sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen soveltamista rikoksen tekopaikalle asetettujen vaatimusten perusteella. RL 1:1:n mukaan Suomessa tehtyyn rikokseen sovelletaan Suomen lakia. RL 1:10:ssä on puolestaan annettu säännökset rikoksen tekopaikasta. Säännöksen mukaan rikos katsotaan tehdyksi sekä siellä, missä rikollinen *teko suoritettiin*, että siellä, missä rikoksen tunnusmerkistön mukainen seuraus ilmeni.

---

[21] Ks. HE 137/2004 s. 84 ja 140.

[22] Perustellumpaa olisi ollut muuttaa RL:n säännöstä AML 10 luvun säännöksiä vastaavalla tavalla, edellyttämällä myös RL:n säännöksen soveltamiselta sitä, että kohde-etuutena on julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi taikka raaka-aine tai muu hyödyke. Vaihtoehtoisesti AML 10 luvun soveltamisalasäännökset olisi tullut muotoilla yhteneviksi RL:n säännösten kanssa.

[23] AML 10:1b:ssä viitataan ainoastaan AML 5 luvun pykäliin, eikä AML 5:1:ssä viitata nykyisin RL 51:1–2:ssä tarkoitettuihin sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoihin.

Ks. Kurenmaa s. 96 ja 108–109, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa sovellettiin ennen MAD:n implementointia myös sellaisiin OTC-johdannaisiin, joiden kohde-etuutena oli Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi. Kurenmaa perustelee kantaansa sillä, että AML 10:1b:ssä todetaan tällaiseen johdannaissopimukseen sovellettavan AML 5:1:ää sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa. Vaikka sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen soveltaminen olisikin Kurenmaan esittämin perustein voinut olla tarkoituksenmukaista ja lienee ollut myös lainsäätäjän tarkoitus myös tällaisten OTC-johdannaisten osalta, olisi se ilman RL:n määritelmäsäännökseen sisältyvää viittausta kuitenkin ollut laillisuusperiaatteen näkökulmasta kyseenalaista.

[24] Ks. laajemmin HE 254/1998 s. 37.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön ollessa ns. tekorikos[25], jonka täyttyminen ei edellytä erityisen seurauksen syntymistä, on ratkaisevaa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan teon suorittamispaikka eli käytännössä pörssin sijaintipaikka.[26] Näin ollen ainoastaan Helsingin pörssissä toteutettuun kauppaan voidaan lähtökohtaisesti soveltaa Suomen rikoslakia.[27] Jos kyse on pörssin ulkopuolella tehdystä kaupasta, teon voidaan katsoa tapahtuneen siellä, missä kauppa tosiasiallisesti tehtiin. Tulkinnanvaraisempana voidaan sen sijaan pitää tilannetta, jossa henkilö antaa Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevaa arvopaperia koskevan toimeksiannon Suomesta käsin toteutettavaksi jonkin toisen valtion alueella sijaitsevassa pörssissä, jossa kyseinen arvopaperi on myös kaupankäynnin kohteena (rinnakkaislistaus). RL:n soveltamisalaa koskevat säännökset eivät tällöinkään aseta esteitä Suomen rikoslain sovellettavuudelle edellyttäen, että rikoksen on tehnyt Suomen kansalainen tai että rikoksen voidaan selvittää kohdistuneen suomalaiseen henkilöön.

> Suomen rikoslakia voitaisiin siten soveltaa tilanteessa, jossa Suomen kansalainen on tehnyt sisäpiirikaupan ulkomaisessa pörssissä sellaisella arvopaperilla, joka on myös Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena.[28] Vastaavasti Suomen rikoslakia voitaisiin soveltaa tilanteessa, jossa ulkomailla on tehty kauppa (sisäpiirintietoa hyväksikäyttäen) sellaisella arvopaperilla, joka on julkisen kaupankäynnin kohteena myös Suomessa, mikäli kaupan vastapuolena kyetään näyttämään olleen Suomen kansalaisen tai suomalaisen yhteisön. Tähän antaa mahdollisuuden RL 1:5, jonka mukaan: ”Suomen ulkopuolella tehtyyn rikokseen, joka on kohdistunut Suomen kansalaiseen, suomalaiseen yhteisöön, säätiöön tai muuhun oikeushenkilöön…, sovelletaan Suomen lakia, jos teosta Suomen lain mukaan saattaa seurata yli 6 kuukauden vankeusrangaistus.” Kyseisen kohdan soveltamisen lisäedellytyksenä on RL 1:11:n mukaan se, että kyseinen rikos oli myös tekopaikan lain mukaan rangaistava.[29]

---

[25] Ks. rikosten jaottelusta teko- ja seurausrikosiin esim. Heinonen – Koskinen s. 125–126.

[26] Vanha sisäpiiridirektiivi (5 art.) edellytti jäsenvaltioiden soveltavan sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoja ainakin sen alueella tehtyihin, sellaisia arvopapereita koskeviin toimiin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi jonkin jäsenvaltion arvopaperimarkkinoilla. Artiklan mukaan jäsenvaltioiden oli katsottava ainakin sellaisen liiketoimen tapahtuvan omalla alueellaan, joka toteutetaan jäsenvaltion alueella sijaitsevalla tai toimivalla markkinapaikalla.

[27] Näin siitä huolimatta, että kauppaa koskeva toimeksianto olisi annettu ulkomailta ja toimeksiantaja olisi ulkomainen.

[28] RL 1:6:n mukaan: ”Suomen kansalaisen Suomen ulkopuolella tekemään rikokseen sovelletaan Suomen lakia.”

[29] RL 1:11:ssä säädetyn kaksoisrangaistavuuden vaatimuksen mukaan: ”Milloin rikos on tehty vieraan valtion alueella, Suomen lain soveltaminen voidaan perustaa 5, 6 ja 8 §:ään vain, jos rikos myös tekopaikan lain mukaan on rangaistava ja siitä olisi voitu tuomita rangaistus myös tämän vieraan valtion tuomioistuimessa. Rikoksesta ei silloin Suomessa saa tuomita ankarampaa seuraamusta kuin siitä tekopaikan laissa säädetään.”

Sisäpiirintiedon väärinkäytön yritys sen sijaan täyttyy jo silloin, kun toimeksianto on annettu välittäjän toteutettavaksi. Rikoksen yrityksen tekopaikaksi on pääsäännön mukaan katsottu se paikka, missä yritykseen jäänyt teko suoritettiin taikka vaihtoehtoisesti se paikka, missä rikoksen tunnusmerkistön mukainen seuraus olisi ilmennyt.[30] Näin ollen sisäpiirintiedon väärinkäytön yrityksen voidaan katsoa tapahtuneen siellä, missä toimeksianto annettiin. Jos aiemmin mainitun esimerkin mukaisesti henkilö antaisi sisäpiirintietoon perustuvan toimeksiantonsa ulkomaiseen pörssiin toteutettavaksi Suomesta käsin ja teko jäisi yrityksen asteelle, voisi se RL 1:1:n ja 1:10:n perusteella tulla Suomessa tehtynä rangaistavaksi Suomen rikoslain nojalla. Sisäpiirintiedon väärinkäytön tekotavan ollessa toisen neuvominen, ratkaisevaa on se, missä sisäpiirintietoa koskeva neuvo annettiin. Suomen rikoslaki voi tulla sovellettavaksi neuvomista koskevan tekotavan osalta myös esimerkiksi tilanteessa, jossa myös Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvän sisäpiirintiedon nojalla tehty kauppa toteutetaan ulkomaisessa pörssissä (rinnakkaislistaus), mutta jota koskeva sisäpiirivihje on annettu Suomesta.

AML 5:2:ssä säädetyn sisäpiirintiedon käyttösäännöksen soveltamisala on RL:n väärinkäyttösäännöksen soveltamisalaa laajempi. MAD:n mukaan väärinkäyttösäännöksiä on sovellettava rahoitusvälineisiin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla *vähintään yhdessä jäsenvaltiossa.* Toiseksi MAD:n säännöksiä on sovellettava myös ns. ensimarkkinoilla ja harmailla markkinoilla eli tilanteissa, joissa rahoitusvälineen ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla *on* vasta *haettu.*

AML:n soveltamisalan laajentaminen markkinoiden väärinkäyttöä koskevien säännösten osalta toteutettiin laajentamalla AML:n sisäpiirintiedon määritelmää ja sisällyttämällä AML 1:1:ään uusi 3 momentti.[31] AML:iin sisällytetty sisäpiirintiedon määritelmä koskee myös arvopapereita, jotka ovat julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteena toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa tai joita on haettu otettavaksi julkisen tai sitä vastaavan

---

[30] Ks. RL 1:10.2:n yksityiskohtaiset perustelut HE 1/1996.

[31] AML 1:1.3:n mukaan AML 5 luvun säännöksiä sisäpiirintiedon käyttämisestä ja kurssin vääristämisestä sovelletaan myös ulkomaiseen arvopaperiin, joka on julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteena toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa, jos arvopaperia koskeva liiketoimi on tehty Suomessa. Sama koskee ulkomaista arvopaperia, jota on haettu otettavaksi Euroopan talousalueella tällaisen kaupankäynnin kohteeksi.

MAD 10 artiklan mukaan: ”Kunkin jäsenvaltion on sovellettava tässä 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.”

kaupankäynnin kohteeksi toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa. Määritelmäsäännöstä sovelletaan myös arvopapereihin, joiden arvo määräytyy julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevan arvopaperin taikka säännöksen 1 tai 2 kohdassa tarkoitetun arvopaperin perusteella (AML 5:1.2).[32]

Merkittävänä puutteena voidaan pitää sitä, ettei myös RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä voida soveltaa sellaisella arvopaperilla tapahtuvaan kaupankäyntiin, jota on vasta haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Näin yhtiön listautumistilanteissa RL:n rangaistussäännöstä ei voida soveltaa esimerkiksi yhtiön osakkeiden merkintään tai kaupankäyntiin ennen kuin osake on virallisesti otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

AML:n sisäpiirintiedon käyttösäännöksen soveltamisalaa on ulkomaisten arvopaperien osalta supistettu AML 1:1.3:ssa siten, että liiketoimen on oltava tehty Suomessa. Liiketoimi katsotaan perustelujen mukaan tehdyksi Suomessa esimerkiksi silloin, jos sitä koskeva toimeksianto on annettu Suomessa. Liiketoimi katsotaan tehdyksi Suomessa myös silloin, jos tekijä on ilmaissut sisäpiirintiedon toiselle tai käyttänyt sisäpiirintietoa hyväksi neuvomalla toista arvopaperia koskevassa kaupassa ja sisäpiirintiedon ilmaisija tai neuvon antaja on tiedon ilmaistessaan tai neuvon antaessaan ollut Suomessa.[33]

Vastaavasti AML 5:2:n sisäpiirintiedon käytön kieltoa voidaan soveltaa esimerkiksi tilanteessa, jossa Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevalla arvopaperilla on toteutettu kauppa toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevassa pörssissä, jossa se myös on kaupankäynnin kohteena. Kyseisessä tilanteessa AML:a voidaan soveltaa siitä riippumatta, minkä maan kansalainen kaupan on tehnyt taikka minkä maan kansalaiseen teko on kohdistunut tai mistä valtiosta käsin toimeksi-

---

[32] MAD 9 artiklan mukaan: ”Tätä direktiiviä 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.”

”Mitä 2, 3 ja 4 artiklassa säädetään, sovelletaan myös kaikkiin rahoitusvälineisiin, joita ei ole otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla jäsenvaltiossa, mutta joiden arvo on sidoksissa ensimmäisessä alakohdassa tarkoitettuun rahoitusvälineeseen.”

Säännöksessä tarkoitettuja arvopapereita voivat olla esimerkiksi listaamattomat warrantit, vaihtovelkakirjat, optio-oikeudet ja muut johdannaistyyppiset arvopaperit, joiden arvo määräytyy julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteena toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa olevien arvopaperien arvon perusteella. Ks. HE 137/2004 s. 61.

[33] HE 137/2004 s. 50. MAD:n suomenkielinen ilmaisu ”liiketoimi” on osin harhaanjohtava käännös direktiivin englanninkielisen version ilmaisusta ”*actions carried out*”. Direktiivissä säädettyjen säännösten soveltamista ei siten tule rajoittaa ainoastaan tilanteisiin, joissa on kyse jäsenvaltion alueella tehdyistä arvopaperikaupoista, vaan niitä voidaan soveltaa myös muihin direktiivissä kiellettyihin toimenpiteisiin. Tällaisia voivat olla kauppoja koskevien toimeksiantojen tekeminen, sisäpiirintiedon ilmaiseminen tai sisäpiirintiedon nojalla tapahtuva toisen neuvominen.

anto on annettu. Käytännössä eri jäsenvaltioiden valvontaviranomaisten voi olla tällaisissa tilanteissa sovittava siitä, mikä viranomainen yksittäistapauksessa ottaa vastuun säännösten toimeenpanosta ja seuraamusten määräämisestä.[34]

MAD:n edellyttämät muutokset tehtiin vastaavasti myös AML 10 luvun säännöksiin johdannaissopimusten osalta. AML 10:1:n viittaussäännöksiä tarkistettiin siten, että säännöksessä tarkoitettuihin vakioituihin optioihin ja termiineihin sovelletaan samoja MAD:n täytäntöönpanosta johtuvia säännöksiä kuin arvopapereihin. AML 10:1a:ssä tarkoitettujen vakioituihin optioihin ja termiineihin rinnastettavien johdannaissopimusten sekä AML 10:1b:ssä tarkoitettujen ns. OTC-johdannaissopimusten osalta AML:n sisäpiirintiedon käyttöä koskevan säännöksen (AML 5:2) soveltamisen edellytykseksi on kuitenkin asetettu se, että kyseisten johdannaissopimusten kohde-etuutena on julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi taikka raaka-aine tai muu hyödyke.[35]

Esimerkiksi norjalaisessa Nord Pool -sähköjohdannaispörssissä kaupankäynnin kohteena olevat johdannaisinstrumentit ovat AML 10:1a:ssä tarkoitettuja johdannaissopimuksia (vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavat johdannaissopimukset). AML:n sisäpiirintiedon väärinkäyttökieltoa (AML 5:2) ei kuitenkaan voida soveltaa kyseisiin Nord Poolissa kaupankäynnin kohteena oleviin johdannaissopimuksiin, koska niiden kohde-etuutena ei ole AML 10:1a:ssä edellytetty julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi taikka raaka-aine tai muu hyödyke.[36] AML:ssa omaksuttua ratkaisua voidaan pitää MAD:n vastaisena. MAD edellyttää sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksiä voitavan soveltaa vähintään yhdessä jäsenvaltiossa säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettuihin hyödykejohdannaisiin, kuten esimerkiksi sähköjohdannaisiin. Edellytys siitä, että kyseisten johdannaissopimusten kohde-etuutena on oltava julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi,[37] on kuitenkin MAD:n vastainen, eikä säännöksen tulkinnalla korjattavissa.[38]

---

[34] Direktiivin 16 artiklan 3 kohdan mukaan eri jäsenvaltioiden toimivaltaiset viranomaiset, joilla on toimivalta 10 artiklassa tarkoitetuissa asioissa, kuulevat toisiaan ehdotetuista seurantatoimista.

Ns. *ne bis in idem* -periaate ei myöskään ehdottomasti estä sitä, että samasta teosta annettaisiin samalle henkilölle joko hallinnollinen tai rikosoikeudellinen seuraamus kahdessa eri valtiossa. Ks. periaatteesta jäljempänä luvussa 8.2.4 esitettyä.

[35] Ks. HE 137/2004 s. 75, jossa todetaan virheellisesti, että AML 10:1.2 momenttia olisi muutettu siten, että sisäpiirintietoa ja sen käyttöä sekä kurssin vääristämistä koskevia AML 5 luvun säännöksiä sovelletaan myös johdannaissopimuksiin, joiden kohde-etuus on raaka-aine tai muu hyödyke.

[36] Julkinen kaupankäynti on määritelty AML 1:3:ssä.

[37] Säännös ja sen perustelut jättävät epäselväksi myös sen, onko AML 10:1a:ssä oleva viittaus julkisesta kaupankäynnistä tarkoitettu kohdistuvan ainoastaan arvopaperiin, vaan myös raaka-aineeseen tai muuhun hyödykkeeseen. Viittauksen on katsottava kohdistuvan ainoastaan arvopaperiin, sillä raaka-aine tai muu hyödyke ei itsessään voi olla julkisen kaupankäynnin kohteena.

[38] Vastaavasti AML 10:1b on ristiriidassa MAD:n kanssa. Säännöksen sanamuoto ”julkisen kaupankäynnin kohteena” viittaa ainoastaan Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan ar-

Sen sijaan RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä voidaan soveltaa Nord Poolissa johdannaissopimuksilla tehtyihin kauppoihin, koska AML 10:1a:ää vastaavaa rajoitusta ei ole asetettu RL 51:6.4:ssa. RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen soveltaminen edellyttää kuitenkin sitä, että sisäpiirintiedon väärinkäytössä on tekijänä ollut Suomen kansalainen tai että kaupan vastapuolena on ollut suomalainen henkilö. Vastaavasti RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännös voi neuvomista koskevan tekotavan osalta tulla sovellettavaksi silloin, jos Nord Poolissa toteutettavaa kauppaa koskeva neuvo on annettu Suomesta.

4.2.1.2 Arvopaperiin liittyvä tieto

Sisäpiirintiedon on liityttävä arvopaperiin. Tiedon ei siten tarvitse suoranaisesti koskea kaupan kohteena olevaa arvopaperia ollakseen sisäpiirintietoa vaan riittää, että tiedon vaikutus kohdistuu tiettyihin arvopapereihin tai jopa arvopaperimarkkinoihin yleensä. Liikkeeseenlaskijaa koskevista tiedoista arvopaperiin liittyviä tietoja ovat esimerkiksi tiedot suunnitteilla olevista julkisista osto- tai lunastustarjouksista, tilinpäätöksen tai osavuosikatsauksen sisällöstä, osakeannista, suurista investoinneista, merkittävistä keksinnöistä, yrityskaupoista tai yhtiön taloudellisista vaikeuksista.[39] Tieto voi liittyä liikkeeseenlaskijaan ja sen arvopaperiin myös sitä kautta, että tieto koskee jotakin liikkeeseenlaskijaan läheisesti liittyvää tahoa. Esimerkkinä tällaisesta tiedosta voi olla muun muassa tieto liikkeeseenlaskijan suuren asiakkaan tai liikekumppanin taloudellisista vaikeuksista.[40] Samoin tieto yrityksen työntekijöitä koskevista laajoista irtisanomisista voi olla sisäpiirintietoa.

Tieto voi lain esitöiden mukaan koskea myös taloudelliseen kehitykseen yleisesti vaikuttavia seikkoja, kuten muun muassa keskuspankkien korkopäätöksiä, valmisteilla olevia olennaisia muutoksia yhteisö- tai verolainsäädännössä sekä muita mahdollisia vireillä olevia muutoksia, jotka tulisivat aiheuttamaan jollekin toimialalle lisääntyviä kustannuksia. Tieto voi myös koskea kansantalouden

---

vopaperiin. Säännöstä olisi MAD:n tarkoitus huomioon ottaen tulkittava kuitenkin niin, että myös muissa jäsenvaltioissa kuin Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi soveltuisi säännösten soveltamisalaan. Laillisuusperiaatteen kannalta tämä olisi kuitenkin kyseenalaista.

[39] HE 254/1998 s. 34 ja HE 157/1988 s. 45–46.

[40] Ks. sisäpiirintiedosta kurssiriippuvuustapausten osalta Painilainen s. 843 ss., jonka mukaan pääsääntönä voidaan pitää, ettei ns. kurssiriippuvuustapauksessa tehty arvopaperikauppa täytä RL 51:1:n tunnusmerkistöä. Vaikka tiedon katsottaisiinkin olevan sisäpiirintietoa, tahallisuuden tai törkeän huolimattomuuden toteennäyttäminen on Painilaisen mukaan kurssiriippuvuustapauksissa vaikeaa. Kurssiriippuvuudella Painilainen tarkoittaa tapauksia, joissa pörssiyhtiön arvopaperin arvo seuraa toisen pörssiyhtiön arvopaperin, kuten sen kilpailijan tai alihankkijan arvopaperin arvoa.

yleistä tilaa kuten esimerkiksi erilaisia julkaistavia tilastotietoja.[41] Tällaisilla kansantalouden yleistä tilaa kuvaavilla tilastotiedoilla tai muilla vastaavilla tiedoilla voi kuitenkin vain harvoin olla olennainen vaikutus tietyn tai tiettyjen arvopaperien hintaan. Esitöiden väljästä ilmaisusta huolimatta tällaisten yleisten tietojen osalta voisi kuitenkin olla perusteltua edellyttää tietynasteista syy-yhteyttä tiedon ja tiettyjen arvopapereiden mahdollisen hinnan- tai arvonmuutoksen välillä.[42]

MAD:ssa sisäpiirintiedon edellytykseksi riittää kuitenkin jo se, että tieto vähintään välillisesti tai epäsuorasti liittyy useampaan rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen.[43] MAD:n mukaan sisäpiirikauppojen osalta on myös 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. Tällainen voi olla esimerkiksi valmisteilla oleva terrori-isku.[44] MAD:ssa sisäpiirintiedon on siten nimenomaisesti tarkoitettu voivan liittyä myös yleisesti arvopapereihin, eikä syy-yhteyttä juuri tiettyihin arvopapereihin ole ainakaan kaikissa tapauksissa edellytettävä.[45]

Arvopaperiin liittyvää tietoa on myös markkinatieto eli tieto arvopapereita koskevista toimeksiannoista.[46] MAD sisältää erillisen sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen asiakkaiden toimeksiantoja koskien. MAD 1 artiklan 1 kohdan 3 alakohdan mukaan:

> *Niiden henkilöiden osalta, joiden tehtävänä on rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen toteuttaminen 'sisäpiiritiedolla' tarkoitetaan myös asiakkaan antamaa ja asiakkaalle toteutettavana olevaa toimeksiantoa koskevaa luonteeltaan tarkkaa tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useam-*

---

[41] Esimerkkeinä esitöissä mainitaan tullihallituksen kauppatasetilastotiedot ja työllisyyden kehitystä koskevat tilastotiedot. HE 254/1998 s. 34 ja 36.

[42] Ks. myös HE 318/1992 AML 5:1:n yksityiskohtaiset perustelut, joiden mukaan: "Jotta arvopaperimarkkinoihin yleensä kohdistuvaa tietoa voidaan pitää sisäpiirintietona, on syy-yhteyden tiedon ja arvopaperin arvon muutoksen välillä oltava selvä siten, että nimenomaan kyseinen tieto vaikuttaa suoranaisesti tietyn arvopaperin tai tiettyjen arvopaperien arvoon."

[43] Ks. MAD 1 artiklan 1 kohta, jonka mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen. Ks. myös MAD:n johdantolause 16.

[44] MAD johdantolauseet 14 ja 17 sekä HE 137/2004 s. 62.

[45] Ks. vastaavasti myös Ferrarini 2004 s. 720 av. 51, jonka mukaan sisäpiirintieto voi olla myös yleistä tietoa, joka on omiaan vaikuttamaan markkinoilla noteerattujen arvopaperien kursseihin yleisesti.

[46] Ks. markkinatiedon käsitteestä laajemmin ymmärrettynä Annola 2005 s. 99–101 ja 162. Annola määrittelee markkinatiedon niin, että se sisältää kaiken liikkeeseenlaskijan ulkopuolella syntyneen tiedon ns. virallistieto pois lukien.

paan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.[47]

Arvopaperinvälittäjän palveluksessa oleva meklari voi siten syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön esimerkiksi tilanteessa, jossa meklarilla on tieto asiakkaansa merkittävästä toimeksiannosta ja meklari toteuttaa kauppoja toimeksiannon kohteena olevalla arvopaperilla omaan tai toisen lukuun ennen kyseisen asiakkaan kauppojen toteuttamista. Sisäpiirintiedoksi katsottavasta markkinatiedosta ei ole kyse, jos tieto koskee välittäjän omaa tulevaa kaupankäyntiä tai toimeksiantoja. Jotta asiakkaan toimeksiantoja koskeva tieto täyttäisi sisäpiirintiedon olennaisuuden vaatimuksen, tulee kyse olla laajoista tai muuten vaikuttavista toimeksiannoista.[48] Esitöissä kyseisen vaikutuksen katsotaan usein olevan hyvin laajoilla samaan arvopaperiin kohdistuvilla toimeksiannoilla.[49] Lisäedellytyksenä tällaisen suuren toimeksiannon osalta voidaan pitää sitä, että kyseinen toimeksianto toteutetaan suhteellisen lyhyessä ajassa.[50]

Yhdenkin markkinoiden kannalta vaikuttavassa asemassa olevan toimeksiantajan suunnitelmien tunteminen voi myös jo olla sisäpiirintietoa.[51] Toimeksianto-

---

[47] Sisäpiirintiedon edellytyksenä ei kuitenkaan yksiselitteisesti ole se, että tieto koskee asiakkaalle jo toteutettavana olevaa toimeksiantoa. Säännöksen englanninkielisessä versiossa on käytetty ilmaisua: "…information conveyed by a client and related to the client's *pending* orders, which is of a precise nature". Englanninkielisen säännöksen mukaan sisäpiirintiedon edellytyksenä ei tule pitää sitä, että asiakas on jo antanut toimeksiannon välittäjälle toteutettavaksi, vaan riittävänä on pidettävä jo asiakkaan suunnittelemaa ja valmisteltavana olevaa toimeksiantoa, kunhan sitä koskeva tieto on riittävän täsmällistä.

[48] Ratan ohjeessa (201.7 kohta 4.5) on myös kielto kaupankäynnistä asiakasta vastaan (ns. *front running*). Kyseisen kiellon tarkoitus on estää sijoituspalveluyhteisöä tekemästä kauppaa omaan lukuunsa ennen asiakkaan antaman toimeksiannon toteutusta, mikäli se voi johtaa asiakkaan aseman huononemiseen. Tällöin kyseinen kielto estää sijoituspalveluyhteisön kyseisen kaupankäynnin siitä riippumatta, onko kyseinen asiakkaan toimeksianto katsottava sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen mukaisesti olennaiseksi vai ei. Sijoituspalveluyhteisö voi sitä vastoin syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön siitä huolimatta, johtaako kyseinen menettely asiakkaan aseman huononemiseen vai ei.

[49] HE 254/1998 s. 34. Ks. myös HE 318/1992, AML 5:1:n yksityiskohtaiset perustelut, jossa sisäpiirintietoa katsotaan voivan olla markkinatieto, jota arvopaperinvälittäjän palveluksessa olevalla meklarilla tai muulla toimihenkilöllä on välittäjän asiakkaiden toimeksiannoista ja niiden laajuudesta. Tällöin on kuitenkin oltava selvää, että toimeksiantojen toteuttaminen voi vaikuttaa arvopaperin kysyntään tai tarjontaan markkinoilla. Toimeksianto voi olla merkittävä koostaan riippumatta, jos kyseisen toimeksiantajan toimenpiteisiin kohdistuu arvopaperimarkkinoilla tavanomaista suurempaa mielenkiintoa. Sisäpiirintietoa on tällöin tieto toimeksiantotilanteesta.

[50] Kurenmaa s. 149

[51] HE 254/1998 s. 34. Esitöissä kyseistä mahdollisuutta täsmennetään vielä sillä, että kyseisen vaikuttavassa asemassa olevan toimeksiantajan toimintaa seurataan markkinoilla tavanomaista tarkemmin. Yhtäkin toimeksiantoa koskeva tieto yhdistettynä muuhun tietoon voi olla niin merkittävää, että se täyttää olennaisuusedellytyksen.

jen ja suunniteltujen kauppojen osalta sisäpiirintiedon edellytyksenä on kuitenkin pidettävä niiden tietynasteista *konkreettisuutta.* Näin ollen esimerkiksi tieto toimeksiantoja koskevista yleisistä suunnitelmista ei vielä riitä täyttämään täsmällisyyden vaatimusta. Asiakkaan antama tieto toimeksiantoa koskevista suunnitelmista voi kuitenkin olla sisäpiirintietoa, jos tieto on riittävän yksilöity.[52] Markkinoille on ominaista spekulointi ja erilaisten vahvistamattomien tietojen esiintyminen, jolloin voi olla vaikea yksittäistapauksessa vetää raja sille, milloin kyseiset tiedot muuttuvat konkreettisiksi suunnitelmiksi. Jotta kyseisten suunnitelmien tunteminen voisi täyttää sisäpiirintiedon käsitteen, tulee niillä jo suunnitelmina julkistettuina olla olennainen vaikutus kyseisen arvopaperin arvoon tai hintaan. Suunnitelmien konkreettisuutta ilmentää lähinnä se, että jonkinasteinen käsitys toimeksiannon tai kaupan suuruudesta ja hintaehdoista on jo muodostettavissa. Toimeksiantoon liittyvä sisäpiirintieto oli arvioitavana seuraavassa hovioikeuden ratkaisussa.[53]

> Tapauksessa pankkiiriliikkeen meklarin ja toimitusjohtajan katsottiin tahallisuudesta syyllistyneen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ostaessaan 50 000 TPO:n osaketta pankkiiriliikkeen omaan salkkuun, tietoisina tulevasta ja itse välittämästään isosta sopimuskaupasta. Hovioikeus katsoi, että ostajan (HPY) ostokiinnostus oli 17.11.1999 ilmaistu osake-erän suuruuden ja osakkeen hinnan osalta niin yksityiskohtaisesti, että kysymyksessä olleen poikkeuksellisen suuren ostotoimeksiannon toteutuminen oli asiassa aiemmin käydyt neuvottelut ja HPY:n osakkeisiin kohdistama yleinen mielenkiinto huomioon ottaen ollut siitä lukien todennäköistä. Tähän ei vaikuttanut se, että HPY:n hallitus oli vasta 19.11.1999 ratkaissut asian lopullisesti.
>
> Hovioikeus katsoi ottaen huomioon pankkiiriliikkeen toimitusjohtajan asema, hänen tietoisuutensa pankkiiriliikkeen ja HPY:n välillä TPO:n osakkeesta käydyistä neuvotteluista, pankkiiriliikkeen toimitusjohtajan tiedossa ollut HPY:n TPO:n osakkeisiin kohdistama yleinen ostokiinnostus ja neuvottelun kohteena olleen osake-erän poikkeuksellinen koko, että pankkiiriliikkeen toimitusjohtajan oli 18.11.1999 antaessaan meklarille valtuutuksen ostaa pankkiiriliikkeen omaan salkkuun 50 000 TPO:n osaketta täytynyt tietää HPY:n tulevasta ostotoimeksiannosta.
>
> Hovioikeuden mukaan tieto HPY:n tulevasta suuresta ostotarjouksesta oli ollut sisäpiirintietoa. Sen käyttäminen pankkiiriliikkeen meklarin ja toimitusjohtajan toimesta edellä kerrotulla tavalla 50 000 osakkeen osake-erän ostamisessa pankkiiriliikkeen omaan salkkuun ja siitä 46 971 osakkeen myymisessä

Ks. myös Karjalainen – Parkkonen s. 333, joiden mukaan yhdenkin toimeksiantajan suunnitelmien tunteminen voi olla sipitietoa, jos toimeksiannon toteutuksen myöhempi julkitulo voi vaikuttaa olennaisesti kohdearvopaperin arvoon.

52 HE 137/2004 s. 61.

53 Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230, [ns. TPO-tapaus]. Ks. tapauksen aiemmasta ratkaisusta Helsingin käräjäoikeus 7.11.2002, R 01/13963.

19.11.1999 sekä pankkiiriliikkeen toisen meklarin toimesta 19.11.1999 pankkiiriliikkeen asiakkailtaan saamien yhteensä 33 700 TPO:n osakkeen myyntitoimeksiantojen toteuttamisessa oli ollut sisäpiirintiedon käyttämistä pankkiiriliikkeen tai sen asiakkaiden hyväksi RL 51:1:n vastaisesti.

4.2.1.3 Julkistamaton tieto

Markkinoilla yleisesti tunnettu tieto ei ole sisäpiirintietoa. Sisäpiirintietoa voi olla ainoastaan tieto, jota ei ole julkistettu tai jota ei muuten ole ollut markkinoilla saatavissa. Julkistamisella tarkoitetaan tiedon asianmukaista saattamista yleisön ja tiedotusvälineiden saataville. Julkistamisen kannalta keskeistä on nimenomaan tiedon saattaminen markkinoilla käytettäväksi.[54] Jos tieto on markkinoiden käytettävissä, vaikka sitä ei ole julkistettu, sen hyväksikäyttäminen on myös sallittua.[55] Tällä tarkoitetaan esimerkiksi yleisesti saatavilla olevaa tietoa.[56] Samoin sellaiset julkistamattomat tiedot, jotka vastoin yrityksen tahtoa ovat vuotaneet julkisuuteen ja tulleet yleisesti tunnetuiksi, ovat markkinoilla käytettävissä, eikä kyse ole sisäpiirintiedosta. Esimerkiksi listayhtiön Internet-sivustolla saatavissa oleva yhtiön osavuosikatsaus hetkeä ennen sen julkistamista pörssitiedotteena on markkinoiden käytettävissä.[57] Yleisemminkään Internetistä saatu tieto ei voi olla sisäpiirintietoa, ellei tietoa ole saatu laittomasti esimerkiksi tietomurron avulla. Vastaavasti esimerkiksi paikallisessakaan tiedotusvälineessä julkistettua tietoa ei tule pitää sisäpiirintietona.[58] Markkinoiden hinnanmuodostuksen

---

[54] HE 254/1998 s. 34–35. Tiedon julkistamattomuutta arvioitaessa ei tarvitse kiinnittää huomiota siihen, ovatko kaupan osapuolet tietoisia julkistetusta seikasta, sillä kyseinen seikka on julkistettuna vaikuttanut automaattisesti arvopaperin hintaan. Osapuoli ei näin kärsi vahinkoa siitä, että hän on seikasta mahdollisesti tietämätön. Näin Annola 2005 s. 116.

[55] Ks. Annola 2005 s. 223, jonka mukaan tiedon julkiseksi tulemista ei ole tarkoitettu kytkeä julkistamisen välineeseen tai julkistamisen tapaan. Ratkaisevaa on, että tieto on saatettu markkinoiden käytettäväksi.

[56] Esitöissä käytetään esimerkkinä yleisesti saatavilla olevasta tiedosta yrityksen merkkivuosia. HE 254/1998 s. 35.

Säännöksen perusteluissa HE 254/1998 s. 35 myös todetaan, että: ”Vaikka esimerkiksi viranomaisella oleva tieto olisi periaatteessa julkinenkin, sen hyväksikäyttäminen ei välttämättä ole sallittua.” Kyseistä esitöissä ilmaistua mahdollisuutta on kuitenkin tulkittava suppeasti. Julkisiin asiakirjoihin ei lähtökohtaisesti tule edes voida sisältyä sisäpiirintietoa. Ks. myös Annola 2005 s. 272–273, jonka mukaan julkisiin asiakirjoihin sisältyvän tiedon käyttämistä ei tulisi pitää moitittavana, jos rakenteellista informaatioetua tiedon saamiseksi ei ole. Ulkopuolisen henkilön ei voida edellyttää tietävän tai ottavan selvää siitä, onko julkiseen asiakirjaan sisältyvä tieto sisäpiirintietoa vai ei.

[57] Ks. myös Annola 2005 s. 258, jonka mukaan listayhtiön verkkosivulla esitettyä tietoa on pidettävä julkistettuna. Annolan 2005 s. 263 mukaan myös esim. Internetin tunnetulla keskustelupalstalla julkistettu informaatio voi joskus olla rinnastettavissa markkinoilta saatavissa olevaan informaatioon.

[58] Ks. myös Annola 2005 s. 175–176 ja 265.

tehokkuus sekä sijoittajien oikeusvarmuus edellyttävät kyseisissä tilanteissa tiedon vapaata käytettävyyttä.[59]

Harkittaessa, onko tieto ollut markkinoilla saatavilla, on kiinnitettävä huomiota säännöksen tarkoitukseen saattaa markkinoilla toimivat sijoittajat tiedollisesti tasa-arvoiseen asemaan. Tiedon julkistaminen tai levittäminen rajatulle henkilöpiirille ei luonnollisesti tee tiedosta yleisesti tunnettua tai markkinoilla saatavissa olevaa.[60] Toiseksi julkistetun tai markkinoilla muuten saatavissa olevan tiedon tulee olla riittävää ja täsmällistä.[61] Esimerkiksi puutteellisesti julkistettu informaatio ei vielä tee tiedosta markkinoilla yleisesti tunnettua ja se voi siten yhä olla sisäpiirintietoa. Säännös tähtää siihen, että tiedon on oltava joko asianmukaisesti julkistettu tai muuten tosiasiallisesti markkinoilla saatavilla.[62] Tämä pitää sisällään vaatimuksen sekä julkitulleen tiedon riittävyydestä ja täsmällisyydestä että sen saajapiirin rajoittamattomuudesta. Tiedon julkistamattomuuden edellytys oli arvioitavana seuraavassa hovioikeuden ratkaisussa.[63]

> Ratkaisussa oli arvioitavana erityisesti se, oliko Sammon toimitusjohtajalla kaupantekohetkellä 28.5.1999 ja 7.6.1999 hallussa ollut tieto ollut julkista tai muuten markkinoilla saatavissa. Tapauksessa Sampo oli 24.5.1999 jättänyt Suomi-yhtiölle neuvottelutarjouksen mm. vakuutuskantojen siirrosta, ja jossa Sampo oli ilmoittanut olevansa valmis neuvottelemaan myös Suomi-yhtiön omistamien Pohjolan osakkeiden ostamisesta. Hovioikeuden mukaan neuvottelutarjous oli sinänsä tehty vakavassa tarkoituksessa päästä asiassa sopimukseen, vaikka tarjouksen menestysmahdollisuuksiin oli Sammossa suhtauduttu sitä jätettäessä eri syistä epäilevästi. Tarjoukseen olivat alusta alkaen sisältyneet Suomi-yhtiön Pohjolan osakkeet, jotka ostamalla Sampo olisi saanut merkittävän osan Pohjolan osakkeista ja myös merkittävän äänivallan Pohjo-

---

[59] Kyseisissä tilanteissa sisäpiirintiedon esim. Internetiin tai paikalliseen tiedotusvälineeseen levittäneen tahon toimintaa voidaan sen sijaan arvioida sisäpiirintiedon nojalla tapahtuvana neuvomisena tai sisäpiirintiedon ilmaisemisena.

[60] Näin myös af Sandeberg 2002 s. 85 ja Kurenmaa s. 114.

[61] Ks. samansuuntaisesti Annola 2005 s. 223–224, jonka mukaan tiedon julkistetuksi tulemista arvioitaessa on myös arvioitava sitä, onko julkistettu informaatio osa suurempaa informaatiokokonaisuutta, jota muulta osin ei mahdollisesti ole julkistettu. Julkistetun tiedon merkityksen arviointiin voivat merkittävästi vaikuttaa siihen liittyvät julkistamattomat tiedot. Esimerkiksi jos taloudellisesti merkityksellisiä kauppasopimuksen yksityiskohtia jätetään julkistamatta, näistä tietoiset eivät voi käydä arvopaperikauppaa kauppasopimuksen syntymistä koskevan julkistamistoimen perusteella.

[62] Ks. myös Annola 2005 s. 243–247, jonka mukaan tiedon saatavissa oleminen markkinoilla liittyy siihen, minkälaisia informaatiokanavia markkinoilla toimivan rationaalisen sijoittajan voidaan olettaa seuraavan. Informaatiokanavan rationaalisuuden arviointiin vaikuttaa informaatiokanavan käyttäjien määrä, kanavan sisällöllinen arviointi (kenelle se on suunnattu), informaatiokanavan tehtävä (tiedotusvälineen luonne). Tiedon saatavuuden rationaalisuuden arviointiin tulee vaikuttaa se, onko tieto saatavissa sijoittajan roolin perusteella eli kaikkien sijoittajien saatavissa.

[63] Helsingin hovioikeus 17.6.2005, R 03/3030, [ns. Leskinen-tapaus].

lassa. Kysymyksessä olisi hovioikeuden mukaan ollut myös taloudellisesti arvioituna poikkeuksellisen suuri kauppa. Hovioikeus katsoi Sammon eräänä strategisena tavoitteena olleen hankkia Pohjolan osakkeita ja niiden kautta määräysvalta Pohjolassa, mitä tietoa oli pidettävä luonteeltaan sisäpiirintietona.

Sampo oli 25.5.1999 julkaissut neuvottelutarjousta koskeneen pörssitiedotteen, minkä lisäksi sanomalehdessä oli 26.5.1999 julkaistu Sammon johtoryhmään kuuluneen Kalevan toimitusjohtajan asiaa koskenut haastattelu. Hovioikeus katsoi Sammon pörssitiedotteen olleen sisällöltään tulkinnanvarainen eikä sen perusteella ollut yksiselitteisesti voitu todeta neuvottelutarjouksen koskeneen myös Suomi-yhtiön Pohjolan osakkeita. Hovioikeuden mukaan Kalevan toimitusjohtajan antamasta lehtihaastattelusta oli kuitenkin käynyt ilmi, että Suomi-yhtiön omistamat Pohjolan osakkeet kiinnostavat erityisesti Sampoa. Suomi-yhtiön epäselvä tilanne ja se, että Suomi-yhtiö voi myydä Pohjolan osakkeet, oli hovioikeuden mukaan myös keväällä 1999 ollut yleisesti arvopaperimarkkinoita tuntevien, huolellisten henkilöiden tiedossa. Hovioikeus siten katsoi, toisin kuin käräjäoikeus, että markkinoilla oli ollut saatavilla tieto siitä, että Sampo ollessaan valmis neuvottelemaan Suomi-yhtiön omistamien Pohjolan osakkeiden ostamisesta samalla tosiasiallisesti tavoitteli myös määräysvaltaa Pohjolassa.

Hovioikeuden mukaan vastaajalla oli ollut luonteeltaan sisäpiirintiedoksi katsottava tieto, joka sinänsä on tyypillisesti ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan Pohjolan osakkeiden arvoon. Tieto oli kuitenkin hovioikeuden mukaan ollut vastaajan hankkiessa Pohjolan osakkeita 28.5.1999 ja 7.6.1999 julkista ja markkinoilla saatavissa. Hovioikeuden mukaan hän ei siten osakkeet hankkiessaan ollut käyttänyt hyväkseen sisäpiirintietoa.

Hovioikeuden ratkaisu antaa aiheen muutamaan huomioon. Tiedon julkistaminen pörssitiedotteessa sekä lehtihaastattelussa ei vastannut sitä tietoa ja tiedon täsmällisyyden astetta, joka vastaajalla oli asiasta ollut. Kyseisessä tiedotteessa tai haastattelussa ei ollut mainittu neuvottelutarjoukseen sisältyneestä tarjouksesta ostaa Pohjolan osakkeet. Lehtihaastattelussa esiin tuotua tietoa Sammon kiinnostuksesta Pohjolan osakkeita kohtaan niiden tullessa myyntiin sekä markkinoilla yleisesti tiedossa ollutta tietoa Suomi-yhtiön halukkuudesta myydä Pohjolan osakkeet voidaan pitää eri asiana kuin konkreettista tietoa Sammon tekemästä tarjouksesta, johon sisältyi tarjous Pohjolan osakkeiden ostamisesta sekä tietoa Sammon tavoitteesta hankkia Pohjolassa määräysvalta.[64]

---

[64] Ks. tapauksesta aiemmin Helsingin käräjäoikeus 11.7.2003, R03/1412. Käräjäoikeuden mukaan lehdessä julkistettu tieto siitä, että Suomen omistamat Pohjolan osakkeet kiinnostavat Sampoa, jos ne tulevat myyntiin, oli ollut vain osa siitä tiedosta, joka vastaajalla oli asiasta ollut. Edelleen käräjäoikeuden mukaan tietoa ei ollut julkistettu eikä se ollut tullut muutenkaan julkisuuteen oikeassa muodossa. Käräjäoikeuden mukaan ei ollut sama asia, oliko Sampo sijoitusmielessä ollut kiinnostunut Pohjolan osakkeista vai tavoitteliko se osakkeiden avulla määräysvaltaa. Kun tieto oli ollut julkistamaton olennaisilta osiltaan, oli se käräjäoikeuden mukaan ollut laissa tarkoitetuin tavoin julkistamaton.

Markkinoiden käytettävissä ollut tieto ei siten ollut identtinen suhteessa vastaajan hallussa olleeseen tietoon. Eroa voidaan myös pitää olennaisena, koska tieto koski yhtiön arvopaperin arvoon erittäin olennaisesti vaikuttavaa seikkaa. Tällaisissa tilanteissa sijoittajien tiedollisen tasavertaisuuden vaatimusta voidaan pitää korostuneena. Säännöksen tavoite on nimenomaisesti turvata se, että tieto on joko asianmukaisesti julkistettu tai muuten tosiasiallisesti markkinoilla saatavissa. Hovioikeuden ratkaisun perusteluja voidaan kritisoida myös siitä, että tiedon julkistamattomuus on sisäpiirintiedon, eikä sisäpiirintiedon hyväksikäytön edellytys, kuten perusteluista ilmenee.

Tiedon julkistamattomuuden vaatimus oli ratkaistavana myös seuraavassa Englannin FSA:n tekemässä ratkaisussa.[65]

> Tapauksessa välittäjän palveluksessa ollut analyytikko oli ostanut listatun yhtiön A osakkeita 28.–30.4.2003 yhteensä n. 330 000 kpl:ta hintaan 6–6.25p. Ostojen ajankohtana analyytikolla oli ollut tiedossaan yhtiön D yhtiöstä A tekemä ostotarjous, jonka yhtiön A hallitus oli jo hyväksynyt. Tiedote ostotarjouksesta julkistettiin 2.5.2003. Ostotarjouksessa osakkeen hinta oli 8p osakkeelta. Analyytikko myi yhtiön osakkeet muutama päivä tiedotteen julkistamisen jälkeen ja teki kaupoillaan n. 5 000 £ voiton. FSA antoi analyytikolle 18 000 £ sakon. FSA katsoi myös yhtiön A talousjohtajan syyllistyneen markkinoiden väärinkäyttöön levittämällä relevanttia tietoa analyytikolle. FSA antoi yhtiön A talousjohtajalle 15 000 £ sakon.
>
> Yhtiö A oli aiemmin 15.4.2003 antanut tiedotteen, jonka mukaan yhtiöstä mahdollisesta tullaan tekemään ostotarjous. Yhtiön osakkeen kurssi nousi samana päivänä 29 %. Yhtiöiden D ja A edustajat olivat tavanneet 25.4.2003 ja tuolloin oli neuvoteltu tarjouksen hinnaksi 8 p osakkeelta. Kyseisessä kokouksessa tarjous myös ehdollisesti hyväksyttiin. Yhtiö D lähetti yhtiössä A tekemänsä DD-tarkastuksen jälkeen 30.4.2003 yhtiölle A kirjeen, jossa se vahvisti tarjouksen hinnaksi 8 p osakkeelta. Yhtiö D julkisti 2.5.2003 tiedotteen, jonka mukaan käteisostotarjouksen ehdoista koko yhtiön A osakekannan hankkimisesta oli päästy sopimukseen. Tiedotteen mukaan yhtiö A:n hallitus suositti ostotarjouksen hyväksymistä osakkeenomistajilleen.
>
> FSA katsoi analyytikon saaneen tiedon ostotarjouksesta yhtiön A talousjohtajalta. Yhtiön A talousjohtaja oli 14.4.2003 informoinut analyytikkoa yhtiön A seuraavana päivänä antamasta pörssitiedotteesta liittyen mahdolliseen tar-

---

Ks. myös Helsingin käräjäoikeus 5.3.1999, R98/8408, [ns. Hertzen-tapaus], jossa käräjäoikeus totesi tuomitulla olleen yrityskauppahankkeesta yksityiskohtaisempaa ja parempaa tietoa kuin mitä markkinoilla toimivilla osakkeenostajilla yleisesti oli. Markkinoilla oli ainoastaan tieto yhtiön yleisestä suunnitelmasta keskittyä anestesia- ja tehohoitoliiketoimintaan ja tieto siitä, että kyseisen kaupan kohde oli myytävänä. Yhtiön mahdollisuuksia oli pidetty kuitenkin yleisesti pienempinä kuin ne tosiasiallisesti olivat olleet. Tuomitulla oli ollut tieto ostosuunnitelmasta yksityiskohtineen sekä tieto siitä, että yhtiön mahdollisuudet ostaa ainoastaan haluamansa osat kaupan kohteesta olivat ennen osakkeiden ostopäätöstä selvästi parantuneet alkuasetelmasta.

[65] FSA Final Notice 13.12.2004.

joukseen. Yhtiön A talousjohtaja oli myös 28.4.2003 lähettänyt analyytikolle sähköpostiviestin, jossa hän oli kertonut ostotarjouksen alustavasti hyväksytystä 8p hinnasta ja yhtiön A hyväksyneen tarjouksen.

Analyytikko esitti puolustuksenaan sen, että hän olisi ostanut yhtiön A osakkeita siitä huolimatta, ettei olisi saanut tarjousta ja sen hyväksymistä koskevia yksityiskohtaisia tietoja yhtiön A talousjohtajalta. Tätä hän perusteli luottamuksella tarjouksen läpimenosta, koska lehdistössä oli 16.4.2003 spekuloitu mahdollisesta ostotarjouksesta ja tuolloin yhdeksi ehdokkaaksi oli mainittu yhtiö D. FSA:n mukaan kyseinen tieto yksistään ei kuitenkaan olisi voinut saada aikaan luottamusta tarjouksen hyväksymisestä. Analyytikolla oli varma tieto siitä, että tarjouksen tekijä oli yhtiö D sekä tieto myös tarjouksen hyväksytystä hinnasta ja sen ehdollisesta hyväksynnästä yhtiössä A. FSA:n mukaan ainoa markkinoilla ollut tieto mahdollisesta tarjoajasta oli sisältynyt lehdistössä esiintyneeseen spekulaatioon, jossa ei ollut viitattu tietojen viralliseen lähteeseen. Yhtiöstä A laaditussa analyysissa oli myös ainoastaan viitattu näkemykseen, että yhtiö D oli mahdollisesti ostotarjouksen takana. Kyseisissä tiedoissa ei ollut mainittu tarjouksen hintaan tai sen hyväksymisen todennäköisyyteen liittyviä yksityiskohtaisia tietoja taikka sitä, että kyseessä oli käteistarjous.

Tiedon julkistamiseen liittyvän tulkintaongelman muodostaa myös se, milloin tiedon voidaan sen julkistamisen seurauksena katsoa tulleen julkiseksi siten, että sitä voidaan vapaasti hyödyntää. Sisäpiirintiedon väärinkäytön rajoittaminen tiukasti kyseisen tiedon julkistamista edeltävään aikaan voi olla ongelmallista, sillä julkistettavasta tiedosta etukäteen tietoiset osapuolet voivat hyödyntää informaatioetuaan tekemällä arvopaperikaupan välittömästi tiedon julkistamisen jälkeen. Tällöin informaatio ei ole vielä tehokkaasti ehtinyt heijastua arvopaperin kurssiin.[66] Etenkin listayhtiöiden sisäpiiriläisillä voi olla merkittävä informaatioetu muihin sijoittajiin nähden sisäpiirintiedon julkistamisajankohtana, jos informaatioetua ei nimenomaisesti pyritä poistamaan. Säännöstä olisikin tulkit-

---

[66] Ks. Astola s. 183 ja Annola 2005 s. 227–228, joiden mukaan julkistamisen edellytykseksi ei ole ollut tarkoitus asettaa tiedon imeytymistä markkinoille.

Ks. Karjalainen – Parkkonen s. 335, joiden mukaan tällainen tilanne saattaisi täyttää sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön joissakin tapauksissa.

Vrt. Kurenmaa s. 115, jonka mukaan lain sanamuoto sallisi sisäpiiriläisten hyödyntävän tietoa välittömästi tiedon julkistamisen jälkeen, vaikka menettely ei olisikaan täysin lain hengen mukaista. Kurenmaan mukaan säännöksen tarkoitus edellyttäisi sisäpiiriläisten odottavan tiedon julkistamisen jälkeen hetken aikaa, että markkinoilla olisi ainakin teoriassa mahdollisuus ehtiä reagoimaan tietoon.

Annolan 2005 s. 231 mukaan erityisesti sisäpiirintiedon julkistamista edeltävä toimeksianto olisi sisällytettävissä kielletyn hyväksikäytön piiriin, koska tällöin tietoa käytetään hyväksi toimeksiannon yhteydessä.

Yhdysvalloissa tiedon katsotaan tulleen julkistetuksi ja levinneen yleisölle vasta silloin, kun yleisöllä on ollut aikaa omaksua (assimilate) julkistettu tieto. Ks. IOSCO 2003.

tava siten, että tiedon hyödyntäminen tiedon julkistamisesta ja julkistettavan tiedon sisällöstä etukäteen tietoisten henkilöiden osalta on kielletty myös välittömästi tiedon julkistamisen jälkeen aina siihen asti, kunnes tiedon julkistamisen voidaan olettaa jo vaikuttaneen arvopaperin hintaan. Kiellon selkeys puoltaisi kuitenkin sitä, että kaupankäyntirajoitus määriteltäisiin täsmällisesti esimerkiksi siten, että kaupankäyntikielto koskisi myös tiedon julkistamispäivää.[67]

4.2.1.4 Tiedon olennaisuus ja täsmällisyys

Sisäpiirintiedon edellytyksenä on tiedon olennaisuus ja täsmällisyys.[68] MAD:een sisältyvä sisäpiirintiedon määritelmä ei tuonut merkittäviä muutoksia Suomessa jo aiemmin omaksutun määritelmän sisältöön.[69] Tiedon olennaisuuden määrittely tehdään MAD:n mukaan kuitenkin myös sijoittajan päätöksenteon näkökulmasta, eikä yksinomaan tiedon mahdollisen olennaisen hintavaikutuksen näkökulmasta. Lisäksi tiedon täsmällisyyden vaatimuksen ei ainakaan eksplisiittisesti voida katsoa sisältyneen RL:n aiempaan sisäpiirintiedon määritelmään. RL:n määritelmäsäännöksessä käytetyn ilmaisun ”arvopaperiin liittyvää *tietoa*”, on kuitenkin jo aiemmin voitu ymmärtää tarkoittavan tiettyihin tosiasioihin perustuvaa täsmällistä tietoa.[70]

---

[67] Ks. samoin Annola 2005 s. 225–235, jonka mukaan erityisen kaupankäyntirajoituksen tulisi ulottua niihin henkilöihin, jotka ovat olleet tietoisia sisäpiirintiedosta ennen sen julkistamista. Annolan mukaan de lege ferenda sisäpiirintiedon julkistamisvaiheeseen liittyvän informaatioepätasapainon tasoittamiseen olisi perustelluinta pyrkiä säätämällä sisäpiirintiedolle nimenomaisesti imeytymisvaatimus. Tällöin laissa säädettäisiin selkeät kriteerit sille, milloin sisäpiiriläiset voisivat käydä kauppaa tiedon julkistamisen jälkeen.

Esimerkiksi Ruotsissa listayhtiöiden sisäpiiriläisille laissa asetettu 30 päivän kaupankäyntikielto ennen yhtiöiden tulosjulkistuksia ulottuu myös osavuosikatsausten julkistamispäivään. Ks. Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 15 §.

[68] Tarkoitus ei siten ole ollut kriminalisoida sellaisen tiedon hyväksikäyttämistä, jolla on vain vähäinen vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan, vaikka vaikutus olisi kiistatonkin. HE 254/1998 s. 35.

Tiedon olennaisuus-vaatimuksen voidaan katsoa myös turvaavan ja kannustavan markkinoilla toimivia sijoittajia ja analyytikoita hankkimaan ja tuottamaan uutta informaatiota ilman sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvää riskiä.

[69] MAD 1 artiklan 1 kohdan mukaan 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.”

Artiklan 2 kohdassa on erikseen määritelty sisäpiirintieto hyödykejohdannaisten osalta sekä 3 kohdassa sisäpiirintieto ns. markkinatiedon osalta.

[70] Ks. myös Karjalainen – Parkkonen s. 336, joiden mukaan tiedon täsmällisyyden vaatimus on ajatuksellisesti kuulunut RL:n sisäpiirintiedon määritelmään.

MAD:ssa sisäpiirintiedon olennaisuus määritellään käyttämällä ilmaisua ”*todennäköisesti* olisi huomattava vaikutus”.[71] AML:n määritelmäsäännöksessä puolestaan käytetään ilmaisua ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan”.[72] MAD:n sanamuoto voi antaa sellaisen kuvan, että sisäpiirintiedolta tulisi edellyttää todennäköistä vaikutusta, kun taas AML:ssa käytetyn ilmaisun ei ole tulkittu tarkoittavan sitä, että sisäpiirintiedolla edes todennäköisesti olisi merkitystä arvopaperin arvon tai hinnanmuodostuksen kannalta. AML:n säännöksen mukaan riittävää on, että tiedolla *yleensä* on vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan. Ilmaisun ”on omiaan olennaisesti” ei kuitenkaan voida katsoa olevan ristiriidassa MAD:n englanninkielisen sanamuodon kanssa.

Sisäpiirintiedon olennaisuutta arvioitaessa on kiinnitettävä huomio sekä vaikutuksen *olennaisuuden* arviointiin että olennaisen vaikutuksen *todennäköisyyden* arviointiin. Tiedon tulee arvopaperimarkkinoilla käytettävien yleisten arviointiperusteiden mukaan olla sellainen, että sillä yleensä on olennainen vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan.[73] Riittäväksi on katsottu, että tiedon olennaisen vaikutuksen mahdollisuus on objektiivisesti arvioiden todellinen.[74] Tosi-

---

[71] MAD:n englanninkielisessä versiossa käytetään ilmaisua ”*would be likely to have a significant effect*”. Myös jo vanhassa sisäpiiridirektiivissä käytettiin vastaavaa ilmaisua. MAD:n johdantolauseessa 16 sisäpiirintiedon olennaisuus on määritelty hieman poikkeavasti käyttämällä ilmaisua: ”Tietoa, jolla *voisi olla* huomattava vaikutus…” sekä vastaavasti direktiivin englanninkielisessä tekstissä ilmaisua: ”Information which *could have* a significant effect…”.

[72] Kyseinen sanamuoto vastaa RL:n määritelmäsäännökseen jo aiemmin sisältynyttä sanamuotoa.

[73] HE 254/1998 s. 35. Ks. myös HE 157/1988 s. 46, jonka mukaan riittävää on se, että tieto objektiivisesti arvioiden on sellainen, että sen julkistamisella voidaan katsoa olevan merkitystä arvopaperin arvonmuodostuksen kannalta.

[74] Annola 1990 s. 93 ja Kurenmaa s. 123–126. Kurenmaan mukaan sisäpiirintiedolta edellytettävä olennaisuuden vaatimus on kansainvälisesti vertailtuna eräs keskeisin tunnusmerkistöihin liittyvistä eroista, joita eri maiden lainsäädäntöjen väliltä löytyy. Kurenmaan mukaan kansainvälisessä vertailussa juuri olennaisuuden vaatimus yhdessä syyksiluettavuuden kanssa rajaa merkittävästi rangaistavan ja rankaisemattoman teon väliä.

Ks. myös HE 137/2004 s. 60, jonka mukaan olennaisen hintavaikutuksen tosiasiallista mahdollisuutta on yhä pidettävä riittävänä edellytyksenä tiedon olennaisuudelle.

Ks. myös Helsingin käräjäoikeus 30.6.2000, R 00/869, [ns. Siljola-tapaus], jonka mukaan lain tunnusmerkistö ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon” ei tarkoita sitä, että sisäpiirintiedolla varmasti tai edes todennäköisesti olisi merkitystä arvopaperin arvonmuodostuksen kannalta.

Ks. myös Helsingin käräjäoikeus 5.3.1999, R 98/8408, [ns. Hertzen-tapaus], jossa oikeuden mukaan tuomitun olisi pitänyt ymmärtää pidättäytyä osakeostosta, koska tällä oli sellaista tietoa, että se mahdollisesti olisi vaikuttanut Instrumentariumin osakkeen arvoon, jos kaikki hänellä ostotilanteessa ollut tieto olisi julkaistu. Sillä, mikä vaikutus yrityskaupalla on tosiasiallisesti myöhemmin ollut Instrumentariumin osakekurssin kehitykseen, ei oikeuden mukaan ollut vaikutusta arvioitaessa tuomitun menettelyn moitittavuutta. Oikeus myös totesi, että vaikutuksen todennäköisyydellä ei toiminnan tuomittavuuden kannalta ole merkitystä, kunhan vain vaikutuksen mahdollisuus on todellinen.

asiallista vaikutusta ei vaadita. Olennaisen hintavaikutus-kriteerin täyttymiseltä tulisi kuitenkin edellyttää, että kyseisen hintavaikutuksen mahdollisuus on *oletettava* tai *varteenotettava*. On omiaan vaikuttamaan olennaisesti -kriteeriä eivät sen sijaan täytä tilanteet, joissa olennaisen vaikutuksen mahdollisuus on vähäinen.

Sisäpiirintiedon olennaisuudesta ja sen hintavaikutuksen mahdollisuudesta tehtävä arvio on muodostettava *ex ante* -näkökulmasta. Tiedon mahdollista olennaista vaikutusta arvioidaan siten jo tiedon käyttöhetkellä, eikä niin, että tiedon kohteena olevan seikan olisi toteutuessaan voitava olettaa vaikuttavan olennaisesti arvopaperin hintaan tai arvoon. Vaikutusta on pyrittävä arvioimaan kysymällä, mitä arvopaperin kurssille olisi tapahtunut, jos kyseinen tieto olisi sen käyttöhetkellä julkistettu. Olisiko kyseinen tieto tyypillisesti aiheuttanut tekohetkellä olennaisen kurssireaktion?[75]

Muutoksen olennaisuus on lain esitöiden mukaan suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin.[76] Merkitykseltään sinänsä vähäiset seikat yhdistettyinä toisiinsa voivat myös muodostaa tiedon, joka ylittää olennaisuuskriteerin.[77] Vai-

---

Ks. myös Helsingin käräjäoikeus 24.10.2003, R 03/3410, missä oikeus katsoi kyseessä olleen sopimusjärjestelyn olleen objektiivisesti arvioituna sen tyyppinen järjestely, jonka olennainen vaikutus yhtiön osakkeen pörssikurssin määräytymiseen on ollut todellinen mahdollisuus.

[75] Tyyppitapausajattelua voidaan jossain määrin jo hyödyntää sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen ulottuvuuden osalta nimenomaan määriteltäessä tyypillisen sisäpiirintiedon edellytyksiä. Tyyppitapausajattelun mukaan lopullinen tulkintaratkaisu perustuu siihen, ovatko ratkaistavana olevan tapauksen oikeustosiseikat tyypillisiä normin tarkoitetun soveltamisalan ydinalueen kanssa vai eivät. Ks. tyyppitapausajattelusta Nuutila 1996 s. 165–169, Tolonen 2000 s. 95–102, Nuotio 1998a s. 219–221 sekä Kurenmaa s. 74.

[76] Esitöissä HE 254/1998 s. 35 päivittäiset kurssimuutokset on katsottu tyypillisesti olevan alle 3 %:n suuruisia ja siten usein jo muutaman prosentin äkillistä muutosta on pidetty olennaisena.

Listayhtiöt eivät kuitenkaan ole homogeeninen ryhmä, vaan hinnanvaihtelut voivat yksittäistapauksittain vaihdella voimakkaastikin yhtiön toimialasta, yhtiön arvopaperin likviditeetistä, yleisestä markkinatilanteesta ja muista erilaisista syistä johtuen. Olennaisuuden arvio on siten tehtävä yksittäistapauksittain, ottaen ennakkoharkinnassa huomioon juuri kyseiselle osakkeelle tyypilliset päivittäiset kurssimuutokset.

Ruotsissa oli aiemmin lain esitöissä edellytetty tiedon olennaisuudelta 10 %:n tosiasiallista kurssimuutosta. Kyseistä perustelua kuitenkin muutettiin myöhemmässä lakiuudistuksessa ja edellytykseksi asetettiin, että tiedon tulee kokemusperäisesti olla omiaan vaikuttamaan arvopaperin kurssiin olennaisesti. Tosiasialliselle myöhemmälle kurssivaikutukselle ei siten enää ole annettu merkitystä. Kyseisestä muutoksesta huolimatta Sandeberg katsoo, että tutkintaviranomaiset sekä tuomioistuimet ovat kuitenkin useassa tapauksessa asettaneet tiedon olennaisuuden edellytyksen tätä korkeammaksi ja antaneet ratkaisevan merkityksen tosiasialliselle kurssireaktiolle. Sandebergin mukaan kyseinen tulkinta on heikentänyt lain uskottavuutta. Ks. af Sandeberg 2002 s. 124 ja sama 2003 s. 878–879 sekä prop. 2004/05:142 s. 56 ja 59.

Norjassa sisäpiirintiedon edellytyksenä ei sen sijaan ole tiedon *olennainen* vaikutus arvopaperin hintaan, vaan pelkkä vaikutuksen mahdollisuus tai sen todennäköisyys on katsottu riittäväksi. Aarum s. 245.

[77] HE 254/1998 s. 35.

kutuksen tulee kohdistua joko arvopaperin arvoon tai hintaan. Arvopaperin arvolla halutaan osoittaa säännöksen koskevan sellaistakin tietoa, joka ei sen julkistamisen jälkeen välittömästi vaikuta arvopaperin hintaan, mutta joka voi pidemmällä aikavälillä nostaa arvopaperin arvoa suhteessa muihin arvopapereihin.[78] Toisaalta esimerkiksi markkinoiden laskusuhdanteessa sinänsä myönteisenä pidettävä tieto ei välttämättä ole omiaan nostamaan arvopaperin kurssia mutta voi vaikuttaa sen arvoon. Toisaalta myös lyhytaikainen kurssimuutos eli vaikutus arvopaperin hintaan on riittävä säännöksen soveltamiseksi.[79]

MAD:ssa määritellyn olennaisuuden kriteerejä on lisäksi tarkennettu komission määritelmädirektiivissä. Määritelmädirektiivissä olennaisella tiedolla tarkoitetaan tietoa, *jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena*.[80] Sisäpiirintiedolla voidaan siten markkinoiden näkökulmasta katsoa olevan olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuus, jos hypoteettinen järkevä (tai huolellinen) sijoittaja todennäköisesti ottaisi tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.[81] Tiedon olennaisuuden edellytyksenä on se, olisiko järkevästi toimiva sijoittaja tekohetkellä pitänyt olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta objektiivisesti arvioiden todellisena ja siten todennäköisesti ottanut kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.[82] Tiedon

---

[78] 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. HE 254/1998 s. 35.

Arvioitaessa tietyn tiedon merkitystä sen julkistamisen aiheuttamalla välittömällä kurssimuutoksella on myös otettava huomioon markkinoiden fragmentoituminen erityyppisiin sijoittajiin. Tiettyjen fundamentaalisempien tosiasioiden nojalla päätöksensä tekevät pidempiaikaiset sijoittajat reagoivat usein uutisiin hitaammin ja täten heidän näkemyksensä tiedon merkityksestä voi ilmetä osakkeen kurssissa vasta pidemmän ajan kuluttua tiedon julkistamisesta. Ks. markkinoiden fragmentoitumisesta, erityyppisistä sijoitustyyleistä sekä niiden ominaispiirteistä Ikäheimo s. 167–172.

[79] HE 254/1998 s. 35.

[80] Komission määritelmädirektiivin englanninkielisessä versiossa käytetään ilmaisua: ”…information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.” Ks. komission määritelmädirektiivin 1 artiklan 2 kohta.

[81] Kyseinen olennaisuuden edellytys heijastaa Yhdysvalloissa voimassa olevaa olennaisuuden edellytystä (materiality requirement). Ks. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988), missä Yhdysvaltojen korkein oikeus määritteli tiedon olennaisuuden fuusiotilanteessa seuraavasti: ”*an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been considered significant by a reasonable investor*.”

Ks. samansuuntaisesta argumentoinnista jo ratkaisu TSC Industries Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S.: 438 (1976), jonka mukaan: ”*There must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having altered the total mix of information made available*.” Edelleen ratkaisun mukaan: ”*…an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote or invest*.”

[82] HE 137/2004 s. 61.

olennaisuus edellyttää siten sitä, että tieto olisi voinut *vaikuttaa* (ei muuttaa) henkilön sijoituspäätökseen. Arvioitaessa sitä, ottaisiko järkevästi toimiva sijoittaja tietyn tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään, on lähtökohdaksi otettava ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot. Arvioinnissa on erikseen otettava huomioon a) tiedon oletettu vaikutus suhteessa kyseisen liikkeeseenlaskijan toimintaan kokonaisuudessaan, b) tietolähteen luotettavuus sekä c) muut mahdolliset markkinatekijät, jotka ovat omiaan vaikuttamaan kyseisen rahoitusvälineen hintaan kyseisissä olosuhteissa.[83]

Tiedon täsmällisyys edellyttää puolestaan ensinnäkin sitä, että tieto viittaa olosuhteisiin tai tapahtumaan, jotka ovat jo ilmenneet tai tapahtuneet taikka joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai tapahtuvan.[84] Kyseisen vaatimuksen tarkoitus on ennen kaikkea tehdä ero sisäpiirintiedon ja hyvin epävarmoihin seikkoihin tai markkinahuhuihin perustuvan tiedon välillä.[85] Tiedon täsmällisyydeltä ei siten myöskään edellytetä, että se viittaa olosuhteisiin tai tapahtumaan, joiden voidaan todennäköisesti olettaa tulevaisuudessa ilmenevän tai tapahtuvan. Sisäpiirintiedon täsmällisyyttä koskevan edellytyksen voidaan katsoa täyttyvän jo silloin, kun kyseisten olosuhteiden tai tapahtuman ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus. Olosuhteiden tai tapahtuman tosiasialliseen myöhempään ilmenemiseen tai toteutumiseen liittyvät epävarmuustekijät eivät siten vähennä tiedon täsmällisyyttä, jos olosuh-

---

[83] Komission määritelmädirektiivin johdantolause 1. Ks. myös johdantolause 2, jonka mukaan: ”Päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan, mutta sitä ei tulisi käyttää sellaista henkilöä vastaan, joka on tehnyt ennen päätöksentekoa saatavilla olleiden tietojen perusteella harkittuja johtopäätöksiä.”

Säännöksen tarkoitus on siten osoittaa se, että päätöksenteon jälkeen ilmenneet tiedot voidaan ottaa huomioon arvioitaessa jälkikäteen sitä, oliko tietoa pidettävä olennaisena jo ennen päätöksentekohetkeä. Tällaisilla jälkikäteen saatavilla olevilla tiedoilla ei kuitenkaan tulisi olla merkitystä, mikäli henkilö on tehnyt (objektiivisesti arvioiden) harkitun päätöksen siitä, ettei tieto ole olennaista hänellä päätöksentekohetkellä saatavilla olleiden tietojen perusteella.

[84] Ks. komission määritelmädirektiivin 1 art. 1 kohta ja HE 137/2004 s. 60.

[85] Komission määritelmädirektiivin pohjana olevissa CESR:n neuvoissa todettiin asian tai tapahtuman olevan tosi, ”*when it is based on firm and objective evidence, which can be communicated accurately (as opposed to rumours), i.e. if it can be proven to have happened or to exist*”. CESR:n neuvoissa katsottiin myös ns. vaiheittaiseen prosessiin liittyvän sisäpiirintiedon osalta, että itse prosessi kokonaisuudessaan ja jokainen prosessin yksittäinen tosiasia on täsmällistä tietoa ja voi siten olla sisäpiirintietoa. Tällä viitattiin esimerkiksi siihen, että yrityskaupan jokainen neuvotteluvaihe itsessään on riittävän täsmällistä muodostuakseen sisäpiirintiedoksi. CESR:n neuvojen mukaan tilanteessa, jossa tieto koostuu useammasta asiasta tai tapahtumasta ja jotkut niistä eivät ole täsmällisiä, tiedon täsmällisyydelle riittää myös se, *e*ttä jokin yksittäinen tieto täyttää täsmällisyyden vaatimukset. Esimerkiksi tieto ostotarjouksesta on riittävän täsmällistä, vaikka ostotarjouksen tekijä ei vielä olisikaan päättänyt tarjouksen hintaa. Ks. CESR’s Advice 2002 kohta 20.

teiden tai tapahtuman ilmenemiseen tai toteutumiseen on kuitenkin ollut tosiasiallinen mahdollisuus.[86]

Toiseksi tiedon täsmällisyydeltä edellytetään, että informaatio on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös tai arvio tällaisten olosuhteiden tai tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaissopimusten hintaan.[87] Tiedon täsmällisyydeltä ei edellytetä mahdollisen hintavaikutuksen *suunnan* ennakoitavuutta. Tiedon itsessään on katsottava olevan sisäpiirintietoa siitä riippumatta, onko se jälkikäteen arvioituna ollut oikeansuuntaista tekijän kaupankäynnin kanssa. RL:n sisäpiirintiedon väärinkäytön edellytyksenä olevan *hyötymistarkoituksen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä* voitaisiin kuitenkin perustellusti katsoa puuttuvan esimerkiksi tilanteessa, jossa kaupankävijällä on hallussaan tietyn yhtiön arvopaperin arvoon tai hintaan tekohetken arvion mukaan ilmeisen kielteisesti vaikuttavaa sisäpiirintietoa ja tekijä siitä huolimatta ostaa kyseisen yhtiön arvopapereita.[88] Sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä tapahtuvan hyötymistarkoituksen edellytyksenä voidaan pitää sitä, että tieto jo kaupantekohetkellä oli objektiivisesti arvioituna ollut sellaista, että sillä oli tosiasiallinen mahdollisuus vaikuttaa arvopaperin arvoon tai hintaan kaupankävijän intressien mukaisesti.[89] Tiedon vaikutuksen suunnan ennakoitavuus voidaan siten ottaa huomioon arvioitaessa sitä, miten järkevä tai huolellinen sijoittaja olisi käyttänyt kyseistä tietoa vastaavissa olosuhteissa.[90]

---

[86] HE 137/2004 s. 60. CESR:n neuvojen mukaan myöskään asian tai tapahtuman tosiasialliseen jälkikäteiseen toteutumiseen liittyvillä epävarmuustekijöillä (*contingencies*) ei ole merkitystä tiedon täsmällisyydelle. Esimerkiksi yrityskauppaneuvottelut ovat sisäpiirintietoa siitä huolimatta, toteutuuko yrityskauppa lopulta vai ei. Tieto voi olla täsmällistä myös silloin, kun se liittyy seikkoihin tai tapahtumiin, jotka voivat olla toisilleen vaihtoehtoisia. Ks. CESR's Advice 2002 kohta 20.

[87] Komission määritelmädirektiivin 1 artiklan 1 kohta. CESR:n neuvojen mukaan kyseinen johtopäätös on tehtävissä: "*either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market.*" Ks. CESR's Advice 2002 kohta 20.

[88] Samaa periaatetta voidaan käyttää myös arvioitaessa sitä, onko tekijä käyttänyt sisäpiirintietoa AML 5:2:n tarkoittamalla tavalla.

[89] Vrt. Kurenmaa s. 92, jonka mukaan jo sisäpiirintiedolta voidaan lähtökohtaisesti edellyttää, että tiedon perusteella on mahdollista kohtuullisen selvästi arvioida, minkä suuntainen vaikutus sillä on arvopaperin arvoon tai hintaan.

Vrt. Karjalainen – Parkkonen s. 347, jossa sisäpiirintiedon perusteella tapahtuvan toiminnan katsotaan täytyvän olla oikeansuuntaista suhteessa tiedon sisältöön. Näin esimerkiksi arvopaperin arvoon negatiivisesti vaikuttava sisäpiirintieto ei estä arvopaperin hankintaa ja toisaalta positiiviset tiedot eivät estä luovutusta.

[90] Ks. hyötymistarkoituksesta jäljempänä luvussa 4.3 esitettyä.

Tiedon julkistamisen jälkeisen välittömän hintavaikutuksen suunnan etukäteinen arvioiminen voi joskus olla vaikeaa.[91] Osavuosikatsausten tai tilinpäätöstietojen osalta esimerkiksi sinänsä markkinoiden ennakko-odotusten mukaista tietoa on pidettävä markkinoiden kannalta tärkeänä tietona. Sisäpiiriläisen tehdessä arvopaperikaupan kyseisen yhtiön tulosta koskevan varman, vaikkakin ennakko-odotusten mukaisen tiedon nojalla, on hän paremmassa asemassa suhteessa toisiin markkinaosapuoliin, joilla kyseistä varmaa tietoa ei ole. Kyseinen tieto vahvistaa jo olemassa olevan informaation ja sen perusteella tehtyjen arvioiden luotettavuutta ja poistaa siten yhtiön taloudelliseen asemaan ja sen tuloksentekokykyyn liittyvää epävarmuutta.[92] Pelkästään se, että tekijä esimerkiksi ostaa osakkeita ajankohtana, jolloin hänellä on hallussaan omasta mielestään kielteistä tai neutraalia sisäpiirintietoa, ei yksistään ole riittävää poistamaan vastuuta sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syyllistymisestä. Sisäpiirisäännösten toimeenpanon tehokkuuden näkökulmasta voisi myös olla ongelmallista luoda nimenomainen ”turvalauseke” niitä tilanteita silmällä pitäen, joissa kurssi jälkikäteen onkin

---

[91] Esimerkiksi yrityskaupoissa kaupan julkistamisen välitöntä hintavaikutusta ja nimenomaan sen suuntaa erityisesti ostavan yrityksen arvopaperin osalta voi olla vaikea ennakoida.

Ks. myös Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (03/12) syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus], jossa katsottiin, ettei markkinoiden reagointi välttämättä ole yhdenmukaista eikä varmuudella ennakoitavissa. Vaikutukset voivat osaltaan riippua mm. tiedon julkistamistavasta.

Ks. myös The Financial Services and Markets Tribunal Decision 29.3.2005 [Arif Mohammed and The FSA], jossa henkilön katsottiin syyllistyneen markkinoiden väärinkäyttöön hänen ostaessaan listatun yhtiön osakkeita aikana, jolloin hän tiesi yhtiön aikomuksesta myydä yhtiön elektroniikkayksikkö. Vastaajan mukaan se, ettei hänellä ollut tietoja myyntisuunnitelman yksityiskohdista aiheutti suuren riskin siitä, että kaupan mahdollinen toteutuminen ja sen julkistaminen olisi voinut laskea kyseisen yhtiön osakkeen hintaa. Tribunalin mukaan vastaaja ei välttämättä ollut kaan kauppojensa tekohetkellä tietoinen mahdollisen myynnin yksityiskohdista mutta hän oli täysin tietoinen siitä, että myyntiprosessi oli yhä vireillä ja että se oli lähellä lopullista sopimusta. Tribunalin mukaan ratkaisevaa oli se, että vastaajalla oli sisäpiirintietoa jo silloin, kun hänelle oli kerrottu yksikön myyntisuunnitelmasta ja erityisesti kyseisen tiedon luottamuksellisuudesta. Kyseinen tieto oli sisäpiirintietoa siitä huolimatta, että myynnin peruuntuminen oli tuolloin vielä mahdollista. Tribunalin mukaan tiedon täsmällisyyttä ei poistanut myöskään epävarmuus myynnin aiheuttaman kurssireaktion suunnasta. Tiedon julkistaminen nosti kuitenkin yhtiön arvopaperin kurssia 19 %.

[92] Ks. Helsingin käräjäoikeus 30.6.2000, R 00/869, [ns. Siljola-tapaus], jossa käräjäoikeus viittasi myös oikeudessa kuullun asiantuntijatodistajan lausumaan, jonka mukaan myös odotettu tulos on markkinoille tärkeätä tietoa. Vrt. toisin Ståhlberg 2000 s. 737, jonka mukaan valmisteilla olevia tulostietoja ei käräjäoikeuden kannasta poiketen tulisi kategorisesti pitää sisäpiirintietona. Ståhlbergin mukaan asia edellyttää tapauskohtaista harkintaa ja tulostietoja voidaan presumptiivisesti pitää sisäpiirintietona. Vrt. myös Kurenmaa s. 130, jonka mukaan käräjäoikeuden päätöstä on syytä lukea niin, että se pitää vain lähtökohtana sitä, että osavuosikatsausten ja tilinpäätösten sisältö on aina ennen niiden julkistamista sisäpiirintietoa.

reagoinut vastakkaiseen suuntaan kuin kaupankävijän kannalta olisi ollut edullista.[93]

> Ks. Helsingin käräjäoikeus 30.6.2000, R 00/869, [ns. Siljola-tapaus], jossa vastaaja esitti puolustuksekseen sen, ettei ollut saanut kauppojen johdosta hyötyä, koska tuloskehitystä koskeneet tiedot eivät olleet niiden julkistamisen jälkeen vaikuttaneet kurssiin korottavasti. Vastaaja vetosi myös siihen, että yritysoston julkistamisen seurauksena yhtiön osakkeen kurssi laski heikentyneen liiketulosvaikutuksen vuoksi. Arvioidessaan tunnusmerkistöön sisältyvää tarkoitusta hankkia aineellista etua, oikeus totesi kuitenkin jo pelkän hyötymistarkoituksen riittävän. Tuomitulla oli ollut käytettävissään positiiviset tulostiedot ennen muita markkinaosapuolia sekä myös tieto yhtiön osingonjakokäytännöstä, jonka mukaan yrityskaupasta saatu myyntivoitto tullaan osittain käyttämään osingonjakoon. Samoin oikeus totesi kyseisestä yrityskaupasta saattavan pitkällä aikavälillä seurata positiivista vaikutusta yhtiön osakkeen arvoon. Tuomittu oli myös oikeuden mukaan kolmena vuotena peräkkäin ajoittanut toimeksiantonsa ajankohtiin, jotka olivat olleet vähän ennen tulostietoja sisältävien pörssitiedotteiden julkistamista ja yrityskaupan osalta ajankohtaan, jolloin yrityskauppa oli ollut käytännöllisesti katsoen varma. Oikeuden mielestä ostotoimeksiantojen ajankohtien valinnasta oli siten päätteltävissä, että ne oli annettu, koska osakkeiden ostaminen oli tuolloin ollut turvallista sekä tulevan osakkeen arvonnousun kannalta että osingonsaannin kannalta.

Pelkän hintavaikutuksen riittävyyttä ilman sen suunnan ennakoitavuutta voidaan perustella myös sillä, että johdannaismarkkinoilla jo sisäpiirintiedon pelkän oletettavan hintavaikutuksen perusteella voidaan tietoa käyttää hyväksi siitä riippumatta, mihin suuntaan rahoitusvälineen hinta tulee muuttumaan. Esimerkiksi tietoa tulevasta yrityskaupasta voidaan hyödyntää muodostamalla johdannaispositio, jonka seurauksena saadaan hyötyä sekä tilanteessa, jossa rahoitusvälineen hinta yrityskaupan julkistamisen seurauksena laskee että tilanteessa, jossa hinta nousee.[94]

> Englannissa markkinoiden väärinkäytöksi (misuse of information) on varsinaisen sisäpiirintiedon väärinkäytön (insider dealing) ohella katsottu myös toiminta, joka perustuu informaatioon, joka ei ole yleisesti saatavilla, ja joka markkinoilla säännöllisesti toimivan henkilön (regular user) näkökulmasta

[93] Ruotsissa eräs poikkeussäännös sisäpiirintiedon käyttämisestä on, että arvopapereita saadaan hankkia, jos kaupankävijän hallussa oleva sisäpiirintieto on omiaan laskemaan arvopaperin arvoa ja vastaavasti arvopapereita saadaan myydä jos tieto on omiaan nostamaan arvopaperin hintaa. Ks. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 5.2 §. Ks. myös Lau Hansen 2001 s. 549.

[94] HE 137/2004 s. 60. Ks. samoin Kurenmaa s. 92.

voisi olla sijoituspäätöksen kannalta merkityksellistä (relevant) tietoa.[95] FSA:n mukaan arvioinnissa otetaan huomioon se, olisiko kyseinen tieto ollut sellaista, jonka markkinoilla säännöllisesti toimiva henkilö olisi odottanut julkistettavan markkinoille. FSA:n mukaan tiedon merkityksellisyyttä arvioitaessa on otettava huomioon muun muassa tiedon ja sen lähteen luotettavuus sekä kyseisen tiedon poikkeavuus ja uutuus suhteessa markkinoilla ennestään olevaan informaatioon. Kyseinen kielto haluttiin MAD:n implementoinnin yhteydessä pitää voimassa sisäpiirisääntelyn joustavuuden vuoksi. Erityisesti säännöksen katsottiin soveltuvan tilanteisiin, joissa tieto ei välttämättä täytä varsinaisen sisäpiirintiedon edellytyksenä olevan tiedon täsmällisyyden vaatimusta.[96]

Syyteharkinnassa ja oikeuskäytännössä sisäpiirintiedon ja sen olennaisuuden määrittelyyn liittyvät ongelmat ovat kohdistuneet ennen kaikkea sen arvioimiseen, onko niin sanotun alustavan tiedon, kuten esimerkiksi yrityskaupan alustavaan suunnitteluun tai alustaviin tulostietoihin liittyvän tiedon hyväksikäyttö katsottava sisäpiirintiedon väärinkäytöksi.[97] Yhtiön myöhemmin asiasta mahdollisesti julkistama pörssitiedote antaa tietyn kuvan, jota taustaa vasten voidaan jälkikäteen arvioida, oliko tieto jo sen käyttöhetkellä mahdollisesti olennainen. Lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijaa koskevaksi sisäpiirintiedoksi voidaan lukea kaikki tiedot, jotka yhtiön tulee julkistaa AML 2:7:n nojalla.[98] Kyseinen tieto kuitenkin pääsääntöisesti muodostuu sisäpiirintiedoksi jo ennen sen julkistamisvelvollisuutta. Esimerkiksi arvopaperin arvoon tai hintaan mahdollisesti olennaisesti vaikuttavat yhtiön suunnitelmat, kuten esimerkiksi erilaisiin yritys- ja liiketoimintajärjestelyihin liittyvät hankkeet, ovat tyypillisesti sisäpiirintietoa jo huomattavasti ennen niiden julkistamisvelvollisuutta.[99]

---

[95] Termillä ”regular user” tarkoitetaan järkevää (reasonable) henkilöä, joka käy säännöllisesti kauppaa kyseisillä markkinoilla. Ks. FSMA section 130A(3) ja The Code of Market Conduct 1.2.21G.

[96] Ks. FSMA section 118(4), The Code of Market Conduct 1.5.2E ja 1.5.6E sekä HM Treasury s. 18.

[97] Ks. Rider 2000 s. 233, jonka mielestä juuri alustavalla tai vielä epävarmalla (tentative) informaatiolla on todennäköisesti suurin merkitys sisäpiiriläisten kaupoille.

[98] AML 2:7:n edellyttämää tiedonantovelvollisuutta on täsmennetty pörssin säännöissä, jotka myös voidaan ottaa huomioon täsmennettäessä tiedon olennaisuus-kriteeriä. Ståhlberg 2000 s. 737 toteaa kuitenkin perustellusti, ettei pörssin sääntöjen AML 2:7:n nojalla edellyttämät julkistettavat seikat tosin välttämättä ole niin merkittäviä, että niillä voisi olla sisäpiirintiedolta edellytettävä olennaisuuden vaikutus arvopaperin arvoon.

[99] HE 254/1998 s. 22, jossa mainitaan esimerkkeinä muun muassa investointisuunnitelmat, uusia tuotteita koskevat suunnitelmat sekä yhteistoimintahankkeisiin mahdollisesti sisältyvät myyntisuunnitelmat.

Ks. esim. Helsingin hovioikeus 13.5.2004, R 03/1382 ja Helsingin käräjäoikeus 25.3.2003, R 03/338, [ns. Koroma-tapaus], jossa kahden yhtiön välinen yhteistyöhanke oli viimeistään hallituksen kokouksessa 20.4.1999 edennyt niin pitkälle, ollut riittävän täsmällinen ja toteutumiseltaan

Yhtiöissä valmistelun alla olevat hankkeet etenevät vaiheittain ja käytännössä voi olla vaikea arvioida tarkkaa ajankohtaa, jolloin hanketta koskevaa tietoa on alettava pitää sisäpiirintietona. Esimerkiksi yrityskaupoissa osapuolten ensimmäistä yhteydenottoa tai tapaamista ei pääsääntöisesti ole vielä katsottava sisäpiirintiedoksi. Sen sijaan keskustelujen edetessä esimerkiksi yritystoiminnan tarkempaan esittelyyn, *due diligence* -tutkimusten suorittamiseen sekä kauppaehdoista neuvottelemiseen, on hanketta jo pidettävä sisäpiirintietona. Kurenmaan mukaan valmisteilla olevaa yrityskauppaa koskevaa tietoa olisi lähtökohtaisesti pidettävä sisäpiirintietona heti, kun kysymys riittävän kokoluokan yrityskaupasta tulee ensimmäisen kerran esille yhtiön hallituksessa tai jonkun muun päätöksentekoon oikeutetun tietoon, kun oikeushenkilön edustajat sopivat vastapuolen edustajien kanssa yrityskauppaa koskevien keskustelujen aloittamisesta taikka kun yhtiön itse aloittaa tutkimukset koskien tietyn yrityskaupan ehtoja tai suunnitelmaa kaupan toteuttamiseksi.[100]

Sisäpiirintiedoksi tulee lukea kaikki sellaiset valmisteilla olevat asiat, jotka julkisuuteen tullessaan voisivat muuttaa sijoittajien käsityksiä yhtiön osakkeen arvosta tai hinnasta. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen tavoitteiden mukainen tulkinta edellyttää, että myös olennaisena pidettävää alustavaa informaatiota pidetään sisäpiirintietona.[101] Alustavien tai vielä epävarmojen hankkeiden ja suunnitelmien osalta yhtiön johdon voi myös käytännössä olla vaikea uskottavasti osoittaa, että yhtiö olisi käynnistänyt hankkeen tai laatinut suunnitelmia, joiden tosiasiallisen toteutumisen mahdollisuuteen yhtiön johto ei itse olisi jo alun perin uskonut.

Tiedon olennaisuuden arvio tulee lopulta suorittaa kokonaisarvion perusteella ottaen huomioon sekä tiedon kohteena olevan seikan toteutumisen todennäköisyys että tiedon merkittävyys. Tietoa on pidettävä sitä olennaisempana, mitä 1) suurempi tapahtuman toteutumisen todennäköisyys on tai 2) mitä merkittävämpi tapahtuma toteutuessaan olisi yhtiön kannalta. Toisin sanoen, mitä merkittävämpi tieto on, sitä matalampaa toteutumisen todennäköisyysastetta on edellytettävä.[102] Kurenmaa on vastaavasti katsonut yrityskauppojen valmistelussa olevan

---

todennäköinen ja toisaalta riittävän merkittävä, että sen on voinut 3.5.1999 objektiivisesti arvioiden olettaa olennaisesti vaikuttavan osakkeen arvoon ja hintaan.

[100] Kurenmaa s. 136.

[101] Ks. Karjalainen – Parkkonen s. 338, joiden mukaan asemansa tai tehtävänsä puolesta usein sisäpiirintietoa omaavien henkilöiden tulisi arvioida hankkeita siltä näkökannalta, mihin ne toteutuessaan johtaisivat eikä siltä näkökannalta, miten suuri epävarmuus niiden toteutumiseen vielä liittyy.

[102] Ks. Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988), missä Yhdysvaltojen korkein oikeus totesi: ”*Materiality in the merger context depends on the probability that the transaction will be consum-*

kaksi toisiinsa liittyvää kriteeriä, joiden molempien osalta on tehtävä erikseen olennaisuusarviointi. Vasta sen jälkeen on mahdollista tehdä kokonaisarvio siitä, onko kyseessä sisäpiirintieto. Ensimmäinen arviointikohta on yrityskaupan suuruusluokka ja toinen ajankohta, jolloin tiedon voidaan katsoa kehittyneen olennaisuuden asteelle. Keskeinen kriteeri arvioitaessa tiedon kehittymistä olennaisuuden asteelle on nimenomaan kaupan toteutumisen todennäköisyys. Näiden kahden kriteerin ero on Kurenmaan mukaan siinä, että tehtäessä kokonaisarviota tiedon olennaisuudesta kaupan tulee aina olla riittävän kokoinen, mutta tiedon kehitysasteen osalta arvio on joustava.[103]

4.2.1.5 Markkina-analyysit

Sijoitusanalyysien painoarvon sijoituspäätöksiä ohjaavana tekijänä on katsottu viime aikoina korostuneen ja informaatioprosessin tehokkuuden on katsottu edellyttävän valmiuksia tällaisen tiedon tuottamiseen ja tulkitsemiseen.[104] Informaatioprosessin tehokkuutta edistettäessä ja uuden informaation tuottamiseen kannustettaessa on sääntelyllä kuitenkin pyritty täsmentämään analyysi- ja tutkimustiedon laatimiselle ja sen hyväksikäyttämiselle mahdollisesti asetettavia rajoituksia.

Sisäpiirintietona ei nyttemmin jo kumotun määritelmäsäännöksen mukaan pidetty julkisesti saatavissa olevia tietoja yhdistämällä yksityisesti käytettäväksi tuotettua tietoa.[105] Aiemmin voimassa olleen säännöksen mukaan yksityisesti käytettäväksi tuotettua tietoa katsottiin esimerkiksi olevan sellainen yhteisöjen toiminnan piirissä tuotettu tieto, jota ei ollut tarkoitettukaan markkinoilla julkistettavaksi, kuten arvopaperinvälittäjien omat markkina-analyysit.[106] Yksityisenä

---

mated, 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… and that, with respect to a contemplated merger, takeover, or other uncertain event, a determination of materiality is based upon balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activities."

Kyseisessä ratkaisussa korkein oikeus samalla hylkäsi aiemmin olennaisuustestinä käytetyn ns. "agreement in principle" -testin. Kyseisen näkemyksen mukaan alustavat fuusiokeskustelut eivät tulleet olennaisiksi ennen kuin neuvottelukumppanit olivat päässeet sopimukseen liiketoimen hinnasta ja rakenteesta.

[103] Kurenmaa s. 132–135.

[104] VM 1998:3 s. 56.

[105] Ks. kumottu RL 51:6.2.

[106] HE 254/1998 s. 35–36. Esitöissä tätä perusteltiin sillä, ettei sisäpiirintietoa määriteltäessä ole tarkoitettu rajoittaa tavanomaista arvopapereihin liittyvien johtopäätösten tai analyysien tekoa. Hyväksyttäväksi katsottiin siten käyttää julkisista lähteistä koottua tietoa, joka liittyy arvopaperiin, ja muokata siitä uutta tietoa.

käyttönä pidettiin myös yksityisesti kootun markkina-analyysin tarjoamista tai myymistä markkinoilla toimiville sijoittajille ja tällä tavalla hankitun materiaalin käyttöä omassa toiminnassa.[107] Annola on kutsunut säännöstä analyytikkosäännökseksi, jolla yksityisesti käytettäväksi tuotettu tieto rajataan sisäpiiritiedon ulkopuolelle ja sellaisena sisäpiirisäännöksen estämättä vapaasti markkinoilla käytettäväksi. Näin myös tuetaan analyytikkojen tehtäviä informaation määrän lisäämiseksi ja laadun parantamiseksi.[108]

Sen sijaan julkistettavaksi tarkoitetut taloudelliset katsaukset, ennusteet, tutkimustulokset ja tilastotiedot katsottiin aiemman säännöksen perusteella sisäpiirintiedoksi, mikäli niillä julkistettuina oli säännöksessä tarkoitettu vaikutus. Näin siitä huolimatta, että tiedot olisivatkin pohjautuneet julkisista asiakirjoista kerättyihin tietoihin.[109] Sisäpiirintietona voitiin esitöiden perustelujen mukaan pitää myös yksityisten taloudellisten tutkimuslaitosten julkistamattomia tutkimustuloksia, joiden pohjana olivat olleet julkisista asiakirjoista kootut tiedot.[110]

Vaikka analyysin pohjana ei olisikaan käytetty sisäpiirintiedoksi luettavaa tietoa, vaan ainoastaan julkisesti saatavilla olevia tietoja, voitiin siten itse ana-

---

[107] HE 254/1998 s. 36. Perusteluja voi siten tulkita niin, että kyseisten analyysien myyntiä ja muuta tarjoamista sijoittajille ei rinnastettu niiden julkistamiseen, vaan kyse oli yhä yksityisesti käytettäväksi tuotetusta tiedosta.

[108] Annola 2001 s. 6. Ks. myös Mäntysaari 2002 s. 322.

[109] Eri viranomaisten ja laitosten julkaisemia ns. herkkiä tilastoja, vaikka ne sinänsä perustuivatkin julkisiin tilastoihin, voitiin siten pitää sisäpiirintietona. Tällaisia ovat esimerkiksi tullihallituksen kauppatasetilastotiedot ja työllisyyden kehitystä koskevat tilastotiedot. Ks. HE 254/1998 s. 34 ja 36 ja OLJ 3/1993 s. 33–34. Sisäpiirintiedoksi olisi myös voitu lukea esimerkiksi tieto Tilastokeskuksen julkaisemasta kuluttajabarometristä tai kuluttajahintaindeksistä. Sen sijaan yksityiseen käyttöön tuotetut erilaiset kansantalouden suhdannevaihteluja kuvaavat ja osin ennakoivat indeksit kuten esimerkiksi Taloustutkimus Oy:n laatima ostopäällikköindeksi voivat sinänsä hyvinkin olla merkittäviä markkinoiden kannalta mutta yksityiseen käyttöön tuotettuina kyseisten indeksien tiedot eivät kuitenkaan säännöksen mukaan olleet sisäpiirintietoa.

[110] Perusteluna lienee ollut se, että yksityisten tutkimuslaitosten tutkimustulokset eivät ole tarkoitettu yksityisesti käytettäviksi vaan julkistettaviksi. Sen sijaan yksityisten arvopaperinvälittäjien julkisista lähteistä kokoamaa tutkimus- ja analyysitietoa ei pidetty sisäpiirintietona, koska niitä käytetään yksityisesti. Ero on tällöin se, että yksityisenä käyttönä pidettiin myös tietojen myymistä ja tarjoamista yleisölle. Perustellusti voinee kysyä, miksi arvopaperinvälittäjien analyysi- ja tutkimustiedon myymistä ja tarjoamista markkinoille pidettiin yksityisenä käyttönä ja ei-julkistettavana tietona mutta vastaavasti yksityisten tutkimuslaitosten julkistamaa tutkimustietoa ei pidetty yksityisenä käyttönä. Mikäli yksityiset tutkimuslaitokset julkaisemisen sijaan olisivat myyneet analyysejaan markkinoille, ei niitä olisi katsottu sisäpiirintiedoksi. Perusteluna, joskin ontuvana voisi olla se, että arvopaperinvälittäjät eivät omissa tutkimusanalyyseissaan pääse käsiksi tai kykene muokkaamaan yhtä merkittävää ja markkinoiden kannalta olennaista tietoa kuin yksityiset tutkimuslaitokset. Arvopaperinvälittäjät ovat kuitenkin tosiasiallisesti markkinoiden toimintaa erittäin läheltä seuraavia yhteisöjä, joilla käytännössä on mahdollisuus saada yksityisiä tutkimuslaitoksia huomattavastikin yksityiskohtaisempaa tietoa etenkin yksittäisistä liikkeeseenlaskijoista.

lyysia pitää sisäpiirintietona, jos sitä ei ollut tarkoitettu käytettäväksi yksityisesti. Analyysi muuttui siten sisäpiirintiedoksi, jos se tuotettiin muutoin kuin yksityisesti käytettäväksi. Mäntysaaren mielestä oli tulkintakysymys, milloin analyysin sisältöä voitiin pitää yksityisesti käytettäväksi tuotettuna tietona. Yksityisesti käytettäväksi tarkoitettuna tietona ei Mäntysaaren mukaan voitu pitää analyysia, joka oli tarkoitettu muun kuin suppean henkilöpiirin käyttöön.[111] Annolan mukaan julkiseksi voitiin katsoa vasta tieto, joka faktisesti levisi. Tiedon siirtymiseksi yksityisen käytön ulkopuolelle ei voinut riittää, että tieto oli periaatteessa ulkopuolisten saatavissa.[112] Tilanne muuttui vanhan säännöksen mukaan helposti toiseksi, jos tieto oli ulkopuolisten saatavissa vastikkeetta. Annolan mielestä analyysin tultua julkistetuksi esimerkiksi huomattavan arvopaperivälittäjän nettisivuilla tai laajasti leviävässä asiakaslehdessä, sen ei enää voitu katsoa olevan yksityisessä käytössä.[113]

Sijoitusanalyysin *käyttötarkoitusta* voitiin siten aiemman määritelmäsäännöksen mukaan pitää ratkaisevana tekijänä arvioitaessa analyysin sisäpiirintiedon luonnetta. MAD ei puolestaan aseta tutkimusten tai analyysien yksityistä käyttötarkoitusta ratkaisevaksi tekijäksi sisäpiirintiedon muodostumiselle ja sen hyväksikäyttämiselle. MAD:n mukaan julkisesti saatavilla olevien tietojen perusteella tehtyjä tutkimuksia ja arvioita ei pitäisi pitää sisäpiirintietona, minkä vuoksi tällaisten arvioiden perusteella toteutettuja liiketoimiakaan ei pitäisi pitää tässä direktiivissä tarkoitettuina sisäpiirikauppoina.[114] MAD:n mukaan siten myöskään julkistettavaksi tarkoitetut tutkimukset ja arviot eivät ole sisäpiirintietoa, mikäli ne on tehty julkisesti saatavilla olevien tietojen perusteella. Tämä tulkinta on sisällytetty myös uuden sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen (AML 5:1) perusteluihin.[115]

MAD:ssa omaksuttua tulkintaa voidaan lähtökohdiltaan pitää perusteltuna. Kumotun analyytikkosäännöksen edellyttämä erottelu yksityisen ja muun kuin yksityisen käytön välillä oli kiistatta vaikeaa.[116] Rikosoikeudellisen tulkinnan kannalta tilannetta voitiin myös pitää ongelmallisena, koska säännöksen soveltа-

---

[111] Mäntysaari 2002 s. 322–323.

[112] Annola 2001a s. 16. Tämäkin kriteeri suojaisi siten Annolan mukaan analyysin tuottajia ja tukisi pyrkimystä tehokkaiden markkinoiden luomiseen.

[113] Annola 2001a s. 17–18.

[114] MAD johdantolause 31.

[115] Ks. HE 137/2004 s. 61.

[116] Annola toteaa erityisen ongelman muodostuvan esimerkiksi siitä, että yksityisesti käytettäväksi tarkoitettu analyysi voi kuitenkin faktisesti levitä markkinoille yhtä laajasti tunnetuksi kuin jo lähtökohtaisesti yleisesti julkistettavaksi tarkoitettu tieto. Annola 2001b s. 35–36.

Ks. Myös Kurenmaa s. 122, joka pitää perusteltuna sitä, etteivät julkisista tiedoista kootut analyysit, tilastot tai ennusteet olisi sisäpiirintietoa riippumatta niiden käyttötarkoituksesta.

mistilanteita ei riittävän selkeästi ollut säännöksessä tai sen esitöissä kyetty rajaamaan. Säännöksen ensisijaisena tarkoituksena oli kuitenkin kannustaa eri yksityisiä tahoja informaation tuottamiseen, ilman epävarmuutta mahdollisesta sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syyllistymisestä. Tästä näkökulmasta kyseisen säännöksen tarkoitus oli taloudellisesti perusteltu.

MAD:n mukainen uusi tulkinta ei kuitenkaan täysin poista kyseiseen periaatteeseen sisältyviä ongelmia. Tulkintaongelmaksi voi yhä muodostua se, onko sijoitustutkimuksen laatimisen yhteydessä käytetty hyväksi ainoastaan julkista tietoa. Markkinoilla toimivat analyytikot, salkunhoitajat sekä suuremmat instituutiosijoittajat ovat tiedon hankinnassa luonnollisesti edullisessa asemassa, sillä heillä on piensijoittajia paremmat mahdollisuudet kommunikoida suoraan yritysjohdon kanssa.[117] Esimerkiksi analyytikko- tai sijoittajatapaamisissa analyytikot ja institutionaaliset sijoittajat pyrkivät saamaan yhtiön edustajilta tietoa yhtiön toiminnasta, markkinatilanteesta sekä yhtiön tulevaisuudennäkymistä. Keskustelut voivat koskea esimerkiksi yhtiön toimintastrategiaa tai siihen sisältyviä tavoitteita ja niiden yksityiskohtaisempaa selittämistä ja täsmentämistä. Analyytikoilla on myös tietoa yhtiön kilpailijoiden tilanteesta, jolloin he osaavat kohdistaa kysymykset paremmin ja muodostaa paremman näkemyksen yhtiön tilasta kuin muut markkinoilla toimivat osapuolet. Lisäksi analyytikot voivat lähettää analyysinsa sen kohteena olevan yhtiön johdolle kommentoitavaksi ennen sen julkistamista tai myymistä eteenpäin.[118]

Lisäksi on otettava huomioon se, että myös useasta yksittäisestä, vaikkakin sinänsä vähämerkityksellisestä tiedosta, voi yhdistettynä koostua olennaisuuskriteerin täyttävä sisäpiirintieto.[119] Vaikka kyseisissä tapaamisissa tai yhteydenotoissa ei suoranaisesti tai tietoisesti kerrottaisikaan mitään yksittäistä olennaista tietoa, voivat esimerkiksi analyytikoiden esittämiin kysymyksiin annetut vastaukset muodostaa kokonaisuudessaan sellaisen informaatiosisällön, jolla julkis-

---

[117] Ks. myös Huovinen s. 78–79, jonka mukaan määrällisesti valtaosaa yhtiön tiedoista ei julkisteta AML:n tarkoittamalla tavalla, vaan sidosinformaationa, medioissa ja sijoittajatapaamisissa, jotka selittävät, tarkentavat ja antavat merkityksen yhtiön pörssitiedotteissa julkistamille yksittäisille tiedoille.

[118] Ks. myös Annola 2001a s. 21–24, jossa käsitellään tilannetta, missä analyytikot pyrkivät hakemaan yritykseltä kannanottoa tai varmistusta analyysinsa oikeellisuudesta. Annola katsoo perustellusti tällaisen yrityksen antaman analyysia koskevan vahvistuksen olevan vaikutukseltaan merkittävää ja voivan muodostaa analyysista sisäpiirintietoa. Annolan mukaan yrityksen kertoessa näkemyksensä analyysin paikkansapitävyydestä analyytikko voi siten samalla saada sisäpiiritietoa, vaikka numeerisia lukuja hänelle ei kerrottaisikaan. Toisaalta analyysi voi olla niin yleisluontoinen, että sen vahvistaminen tai kieltäminen ei täytä olennaisuusvaikutusta, jolloin analyysi ei myöskään ole sisäpiirintietoa. Ks. myös Annola 2005 s. 193.

[119] Ks. samoin Annola 2005 s. 192, jonka mukaan analyytikon yrityksestä saamien tietojen yhteisvaikutuksen ollessa olennainen, on analyytikko saanut sisäpiirintietoa.

tettuna voisi olla olennainen vaikutus arvopaperin hintaan. Mikäli analyytikkojen tai suurten sijoittajien tieto koostuu osin heidän yhtiön johdolta saamistaan markkinoille julkistamattomista tiedoista, syntyy vaara sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Sisäpiirintiedon analyytikolle antanut yrityksen edustaja voi syyllistyä joko RL:ssa säädettyyn sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, mikäli menettely täyttää neuvomisen tunnusmerkit tai uuteen AML 5:2:ssä kiellettyyn sisäpiirintiedon ilmaisemiseen. Vastaavasti sisäpiirintiedon analyysiin sisällyttänyt analyytikko voi syyllistyä sisäpiirintiedon perusteella tapahtuvaan toisen neuvomiseen tai sisäpiirintiedon kiellettyyn ilmaisemiseen.

Analyytikkojen ja instituutiosijoittajien tosiasiallista mahdollisuutta saada yhtiön johdolta muita sijoittajia parempaa tietoa ja sen aiheuttamaa epätasa-arvoa voidaan pyrkiä eri tavoin rajoittamaan. Lähtökohtana on kuitenkin oltava se, ettei yleisöltä rajoitettuja listayhtiöiden järjestämiä sijoittaja- ja analyytikkotapaamisia ole yhtiön sijoittajasuhteiden tehokkaan hoidon näkökulmasta tarkoituksenmukaista estää. Kyseisissä tapaamisissa välitettävä informaatio parantaa myös markkinoiden hinnanmuodostuksen tehokkuutta, joka puolestaan koituu sekä sijoittajien että yhteiskunnan hyödyksi sijoitusvarallisuuden allokoituessa tehokkaasti.[120] Hyväksyttäessä lähtökohdaksi se, että kyseisiä yhtiön johdon ja esimerkiksi analyytikkojen välisiä tapaamisia joka tapauksessa ilmenee, olisi tarkemmin kyettävä rajaamaan sallitun menettelyn rajat kyseisten tapaamisten yhteydessä. Ongelman osittaisena ratkaisuna voisi olla esimerkiksi se, että kyseisissä suljetuissa tapaamisissa annettu informaatio julkistettaisiin yhtiön Internet-sivuilla tai että niistä annettaisiin erillinen pörssi- tai lehdistötiedote.[121]

Ongelman ratkaisua voitaisiin osin lähestyä myös esimerkiksi sillä, että yhtiö velvoitettaisiin julkistamaan ainoastaan kyseisten suljettujen tapaamisten ajankohdat. Tällöin myös tapaamisiin osallistumattomilla sijoittajilla olisi mahdollisuus valvoa kyseisissä tapaamisissa mahdollisesti kerrottujen tietojen olennai-

---

[120] Ks. Langevoort 2002 s. 38–39 ja 49, jonka mukaan yhtiön johto haluaa analyytikoiden seuraavan yhtiöitään ja auttavan heitä ”sijoitustarinansa” välittämisessä sijoittajille.

[121] Yhtiöiden käytäntönä on myös usein kommentoida esimerkiksi osavuosikatsausten sisältöä tarkemmin niiden julkistamisen jälkeen. Tällaiset kommentit olisi kuitenkin saatettava samanaikaisesti kaikkien markkinaosapuolien tietoon, mikäli ne sisältävät arvopaperin arvoon mahdollisesti olennaisesti vaikuttavia tietoja. Eräänä suositeltavana vaihtoehtona on se, että kaikille sijoittajaryhmille, analyytikoille ja lehdistölle järjestettäisiin yksi yhteinen tilaisuus, jota voisi seurata esim. internetissä.

Ks. Ratan standardi 5.2b kohta 5.4(36), jossa ongelmaan on kiinnitetty huomiota toteamalla: ”Jotta sijoittajat saisivat tietoa liikkeeseenlaskijoista tasapuolisesti ja samanaikaisesti, Rahoitustarkastus suosittaa, että liikkeeseenlaskijat pitäisivät sijoittaja- ja lehdistötapaamisissa käytetyn materiaalin mahdollisimman ajantasaisesti sijoittajien saatavilla, esimerkiksi liikkeeseenlaskijan Internet-sivustossa. Liikkeeseenlaskijoiden tulisi myös arvioida mahdollisuuksia taltioida ja esittää tulosjulkistusten jälkeisiä informaatiotilaisuuksia Internetin välityksellä.”

suutta tapaamisten jälkeisillä yhtiön osakkeen kurssireaktioilla. Kyseinen velvollisuus parantaisi myös Ratan ja pörssin mahdollisuuksia reagoida tapaamisten jälkeisiin kurssireaktioihin sekä ennaltaehkäisisi yhtiön edustajia antamasta tahattomastikaan olennaista ja julkistamatonta informaatiota suljetulle kuulijaryhmälle. Analyytikkotapaamistensa läpinäkyvyyttä lisäämällä yhtiö samalla informoisi sijoittajia ja osakkeenomistajiaan siitä, miten se suhtautuu kyseiseen osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta mahdollisesti heikentävään käytäntöön. Yhtiöt voisivat myös pidättyä antamasta minkäänlaista informaatiota itsestään tiettynä ajanjaksona ennen säännöllisiä tulosjulkistuksia. Kyseistä ongelmaa ehkäisee nykyisin myös AML:iin sisällytetty uusi säännös tiedon samanaikaisesta julkistamisesta (AML 2:7.3). Kyseisen säännöksen mukaan liikkeeseenlaskijan ilmaistessa toiselle henkilölle julkistamattoman ja olennaisena pidettävän tiedon, on tieto myös joko välittömästi tai ilman aiheetonta viivytystä julkistettava markkinoille.[122]

Kyseiseen MAD:n säännökseen perustuvan säännöksen esikuva on Yhdysvalloissa SEC:n vuonna 2000 säätämä tiedonantovelvollisuussäännös ”Regulation Fair Disclosure” (FD)[123]. Säännöksen mukaan listayhtiöiden on julkistettava olennainen informaatio kaikille sijoittajille samanaikaisesti. Mikäli yhtiö järjestää sijoittajille tai analyytikoille tilaisuuden, jossa se aikoo antaa olennaista informaatiota toiminnastaan, on kyseisestä tilaisuudesta informoitava kaikkia markkinoilla toimivia sijoittajia etukäteen. Kyseiseen tilaisuuteen tulee myös kaikilla halukkailla olla mahdollisimman avoin pääsy joko internetin tai puhelimen välityksellä. Yhtiön on myös pääsääntöisesti julkistettava Internet-sivuillaan kyseisessä tilaisuudessa esitetty materiaali. Mikäli yhtiö sen sijaan tahattomasti ilmaisee olennaista informaatiota vain valikoidulle yleisölle, on sen julkistettava kyseinen informaatio lehdistötiedotteena 24 tunnin kuluessa tai ennen seuraavan kaupankäynnin alkua.[124]

Kyseistä FD-sääntöä on kritisoitu siitä, että se rajoittaa analyytikoiden informaationtuotantoa, koska yhtiöt eivät ole enää halukkaita antamaan analyytikoille ja yleisölle esimerkiksi yhtiön kilpailuaseman vuoksi salassa pidettävää tietoa. Osin tämän on katsottu johtuvan juuri siitä, että kyseinen sääntö voi olla listayhtiön johdolle tekosyy olla antamatta analyytikoille vastauksia heidän kysymyksiinsä. Tämän on puolestaan katsottu voivan ehkäistä myös väärinkäytösten ilmituloa.[125] FD-säännön haittapuolena on pidetty myös analyy-

---

[122] Ks. sisäpiirintiedon ilmaisemisesta tarkemmin jäljempänä luvussa 4.2.3 esitettyä.
Erityisen ongelmallisia voivat kuitenkin olla juuri suljetut sijoittaja- tai analyytikkotapaamiset, joissa ei ole läsnä tiedotusvälineiden edustajia. Tällöin tilaisuudessa esille tulleet tiedot eivät herkästi päädy julkisuuteen edes jälkikäteen, eikä näin ollen myöskään Rata tai pörssi voi vaatia tietojen julkistamista.

[123] Securities Act Rel. No. 7881, Aug. 15, 2000.

[124] Ks. Lee – Rosenthal – Gleason s. 80.

[125] Ks. Ribstein s. 55–57.

sien laadun heikkenemistä ja analyytikkoseurannan vähentymistä etenkin pienempien yhtiöiden osalta. Lisäksi markkinoiden volatiliteetin on arveltu lisääntyvän, sijoittajien saadessa haltuunsa enemmän ”jalostumatonta” informaatiota, jota heillä ei ole kykyä käsitellä ja hyödyntää. SEC:n onkin katsottu perustelleen FD-säännöstä sen oikeudenmukaisuudella, eikä niinkään sen tehokkuudella [126]

Analyytikkojen tosiasiallinen mahdollisuus saada yhtiön johdolta muita sijoittajia parempaa tietoa voi eri markkinaosapuolien tiedollisen tasa-arvon kannalta olla ongelmallinen lähinnä kahdessa eri suhteessa. Ensiksikin sen voidaan katsoa mahdollistavan etuoikeutetun aseman analyysin laatijan niille asiakkaille, joilla on mahdollisuus sen hyväksikäyttöön ensimmäisenä. Kyseistä tilannetta ei kuitenkaan voida pitää epäoikeudenmukaisena, sillä kaikilla sijoittajilla on mahdollisuus hankkia kyseisiä analyysipalveluja. Markkinoiden luottamuksen näkökulmasta merkittävämpi ongelma voi sen sijaan olla se, että analyysin laatija ja tämän etupiiri voivat itse hyödyntää analyysin tiedon ennen kuin se myydään asiakkaille. Näin ollen analyysin tuottaja voi itse ennakoida analyysin myymisen seurauksena tapahtuvien sijoittajien arvopaperikauppojen mahdollisesti aiheuttamaa kurssivaikutusta.

Markkinoiden luottamusta ja puolueettomuutta korostavien tavoitteiden näkökulmasta voisi sinänsä olla perusteltua katsoa sijoitusanalyysin sisältämä sijoitussuositus tietyissä tilanteissa sisäpiirintiedoksi nimenomaan sijoitussuosituksen antamista koskevan tiedon osalta, vaikka sen pohjana olisivatkin julkiset tietolähteet. Sisäpiirintiedon olennaisuuden edellytyksen täyttävä sijoitussuositus voisi olla perusteltua lukea sisäpiirintiedoksi siksi, että merkittävää yksittäistä toimeksiantoa koskevan sisäpiirintiedon (markkinatiedon) tavoin voi myös sijoitussuosituksen aikaansaamilla ja suosituksen suuntaisilla toimeksiannoilla yhdessä olla olennainen vaikutus suosituksen kohteena oleva arvopaperin kurssiin. Sijoitussuosituksen laatija eikä kukaan muukaan sijoitussuosituksesta tietoinen saisi tällöin käyttää kyseistä tietoa hyväksi omaan tai toisen lukuun, ennen kuin se on annettu yleisesti asiakkaiden käyttöön.[127] Kyseinen tulkinta ei kuitenkaan vastaa MAD:ssa ja lain esitöissä ilmaistua tulkintaa, jonka mukaan julki-

---

[126] Langevoort 2002 s. 40.

[127] Vrt. myös Kurenmaa s. 120–121, jonka mukaan toimittajien osalta kyseinen tulkinta voisi olla ongelmallinen. Toimittajan käydessä kauppaa arvopaperilla ennen kuin hän julkistaa sitä koskevan osto- tai myyntisuosituksen, voisi toimittaja tulla tuomituksi oman mielipiteensä käyttämisestä. Kurenmaan mukaan toimittajien suositukset eivät kuitenkaan tyypillisesti täytä sisäpiirintiedon olennaisuuden edellytystä.

Vrt. myös Annolan 2005 s. 188–189 esittämään vaihtoehtoiseen ns. lähdemallin mukaiseen ajattelutapaan. Tällöin analyysia voitaisiin pitää sisäpiirintietona mutta analyysin väärinkäyttö ei aktualisoituisi analyysin tehneen analyytikon osalta.

sesti saatavilla olevien tietojen perusteella tehtyjä tutkimuksia ja arvioita ei tule pitää sisäpiirintietona.[128] Tämän vuoksi ennen sijoitusanalyysin julkistamista tai sen asiakkaille levittämistä tehtyihin arvopaperikauppoihin, joissa on käytetty hyväksi tietoa analyysin tulevasta julkistamisesta, ei voida puuttua sisäpiirisäännöksillä.

Kyseisen kaltaisia tilanteita voidaan kuitenkin pyrkiä ehkäisemään muilla keinoin. Ratan ohjeen mukaan hyvän tavan vastaista on se, että sijoituspalveluyhteisö, joka aikoo sijoitustutkimuksessaan julkaista osto- tai myyntisuosituksen tai muun vastaavan myönteisen tai kielteisen arvion arvopaperin liikkeeseenlaskijasta tai tietystä toimialasta, hankkii tai luovuttaa ennen tutkimuksen julkaisemista suoraan tai välillisesti omaan lukuunsa kohdeyhtiön tai toimialalla toimivan yhtiön arvopaperin myydäkseen ne voitolla heti tutkimuksen julkaisemisen jälkeen.[129] Kyseistä tulkintaa voidaan kuitenkin pitää tarpeettoman varovaisena, ja tarkoituksenmukaista olisi kieltää suosituksen kohteena olevien arvopaperien kaupankäynti ennen tutkimuksen julkaisemista siitä riippumatta, aiotaanko ne välittömästi suosituksen julkaisemisen jälkeen myydä tai hankkia takaisin. Kyseisen tulkinnan perustuessa lisäksi ainoastaan Ratan suosituksenomaiseen ohjeeseen, jonka noudattamatta jättämisestä ei voi aiheutua julkisia seuraamuksia, ei sillä välttämättä kyetä riittävän tehokkaasti estämään ohjeen vastaista menettelyä. Tietyissä tilanteissa kyseisen menettelyn voitaisiin tosin katsoa rikkovan AML 2:1:n ja 4:1:n hyvän tavan vaatimusta, jolloin menettelyä voitaisiin arvioida Ratan julkisen huomautuksen ja varoituksen alaisuudessa. APVY:n sisäpiiri- ja kaupankäyntiohjeessa intressiristiriitaa on pyritty myös ehkäisemään velvoittamalla jäsenyhteisön henkilökunnan olemaan käyttämättä omaksi tai lähipiirinsä hyväksi analyysien tietoja ennen niiden julkistamista.[130] Kyseisellä

---

[128] Vrt. kuitenkin CESR's Advice December 2002 kohta 36, jonka mukaan tieto sijoitustutkimusten ja -suositusten julkistamisesta voi olla sisäpiirintietoa. Ks. myös Annola 2005 s. 186, jonka mukaan CESRn ohjeen kyseisessä kohdassa sisäpiirintietoa katsotaan voivan olla julkisten insituutioiden julkaisema data ja tilastot.

CESR:n ohjeet ovat tältä osin ristiriitaiset itse MAD:n johdantolauseen kanssa, jolle on luonnollisesti tulkinnassa annettava etusija. CESR:n ohje voidaan tosin julkisten instituutioiden julkaisemien tilastojen osalta tulkita siten, että kyseiset tilastot ovat sisäpiirintietoa vain silloin, jos niiden lähteenä on ollut ei-julkinen informaatio ja esimerkiksi lakiin perustuva oikeus saada tällaista tietoa. Suomessa esim. Tilastokeskuksen julkistamia tilastoja ym. voidaan pitää sisäpiirintietona, koska kyseiset tilastot eivät perustu yksinomaan julkisiin tietoihin.

[129] Ks. Ratan ohje 201.7 kohta 4.6.

[130] Ohjeen mukaan tieto sijoitustutkimuksen aiotusta julkistamisesta ja julkistamisen mahdollisesta olennaisesta vaikutuksesta tutkimuksen kohteena olevan arvopaperin tai arvopaperien hintaan on sisäpiirintietoa, jonka käyttäminen etukäteen ennen tutkimuksen julkistamista omaksi hyödyksi on kiellettyä.

Analyysin laatimiseen osallistuneet henkilöt tai näiden etupiiri eivät ohjeen mukaan saa käydä kauppaa analyysin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereilla analyysin laatimisen aika-

ohjeella tai sen nojalla annetuilla yhtiöiden sisäisillä ohjeilla ja niiden noudattamisen tosiasiallisella valvonnalla kyetään mahdollisia intressiristiriitoja välttämään.

4.2.2 Tekijäpiiri

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tekijäpiiriä ei tunnusmerkistössä ole rajattu. Tekijänä voi olla kuka tahansa sisäpiirintietoa säännöksissä edellytetyllä tavalla hyväksikäyttävä. Sisäpiirisäännöksiä uudistettaessa katsottiin, ettei sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuuden rajaaminen säännöksen tekijäpiiriä sääntelemällä ole tarkoituksenmukainen ratkaisu. Olennaisempana pidettiin tekijän tietoisuutta tiedon sisäpiirintiedon luonteesta kuin sitä, onko tekijä saanut sisäpiirintiedon erityisen asemansa tai tehtävänsä johdosta.[131] Toisin kuin aiemmin voimassa olleessa AML:n rangaistussäännöksessä, teon rikosoikeudellinen rangaistavuus ei enää ole edellyttänyt, että tieto on saatu aseman, toimen tai tehtävän perusteella.[132] Siten esimerkiksi aivan sattumalta tai vahingossa sisäpiirintietoa saanut henkilö voi syyllistyä RL:ssa kiellettyyn sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, jos hän menettelee säännöksessä edellytetyllä tavalla.[133] Henkilöiden rankaiseminen sisäpiirintiedon väärinkäytöstä edellyttää kuitenkin joko sitä, että he ovat ymmärtäneet kyseessä olleen sisäpiirintiedon, tai sitä, että heidän vähintään olisi tullut ymmärtää kyseessä olleen sisäpiirintiedon.[134]

---

na, eikä analyysin julkistamispäivänä ja julkistamista seuraavana päivänä. Analyysin julkaisemispäivänä pidetään sitä päivää, jolloin analyysi saatetaan asiakkaiden saataville.

Mikäli analyysi sisältää uuden tai aiemmasta muutetun sijoitussuosituksen, kyseisten rajoitusten piirissä oleva henkilö ei lisäksi saa käydä omaan lukuunsa kauppaa osto- tai myyntisuosituksen vastaisesti sisäisissä ohjeissa määrätyn ajanjakson mutta vähintään viikon kuluessa analyysin julkaisemisesta. Ks. APVY:n sisäpiiriohje kohdat 2.6.1 sekä 4.1.

[131] HE 254/1998 s. 11 ja OLJ 3/1993 s. 16.

[132] HE 254/1998 s. 20–21. Ennen voimassa olleen AML 5:1:n (9.8.1993/740) sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto koski sitä ”*Joka asemansa, toimensa tai tehtävänsä nojalla oli saanut tietää*…”.

Lisäksi aikaisemman lain mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto koski myös henkilöä, ”*jonka oli syytä epäillä, että tieto oli ilmaistu tai paljastettu luvattomasti tai vahingossa.*” Tekijäpiirin muutos ei siten tosiasiallisesti juuri muuttanut tekijäpiiriä.

Ks. Annola 2001a s. 5, jossa hän toteaa sisäpiirisääntelyn kansainvälisenäkin kehityspiirteenä olleen viimeaikana sen, että sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden erillisestä määrittelystä on säännöksissä pyritty eroon. Sisäpiiriläisyys määrittyy ennen kaikkea sisäpiirintiedon omaamisen perusteella.

[133] Näin esimerkiksi henkilö, joka kuulee ulkopuolisten henkilöiden välisen keskustelun, jossa paljastetaan sisäpiirintietoa, ei saa käyttää kyseistä tietoa hyväksi. Samoin voidaan suhtautua tilanteeseen, jossa henkilö saa sisäpiirintietoa esimerkiksi väärälle vastaanottajalle lähetetyn faksin välityksellä.

[134] Syyksiluettavuutta käsitellään jäljempänä luvussa 4.4.

MAD 2 artiklassa on säädetty sisäpiiritiedon väärinkäytön kiellosta ns. ensisijaisille sisäpiiriläisille. Artiklan 1 kohdan mukaan:

> *Jäsenvaltioiden on kiellettävä toisessa alakohdassa tarkoitettuja henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiiritietoa, 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, joilla on hallussaan kyseinen tieto:*
>
> *a) liikkeeseenlaskijan hallinto-, johto- tai valvontaelimen jäsenyyden perusteella; tai*
> *b) liikkeeseenlaskijan pääomaan osallisuutensa perusteella; tai*
> *c) työhönsä, ammattiinsa tai tehtäviinsä liittyvän tiedonsaantimahdollisuuden perusteella; taikka*
> *d) rikollisen toiminnan kautta hankittuna.*

MAD 3 artiklassa on puolestaan säädetty ns. ilmaisu- ja suosituskiellosta koskien ensisijaisia sisäpiiriläisiä. Artiklan mukaan:

> *Jäsenvaltioiden on kiellettävä 2 artiklassa säädetyssä kiellossa tarkoitettuja henkilöitä:*
>
> *a) ilmaisemasta kyseistä sisäpiiritietoa toiselle henkilölle, jollei tämä tapahdu osana kyseisen henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista;*
> *b) sisäpiiritiedon perusteella suosittelemasta toiselle sellaisten rahoitusvälineiden hankkimista tai luovuttamista tai houkuttelemasta tätä hankkimaan tai luovuttamaan sellaisia rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy.*

MAD 4 artiklassa vastaavat kiellot on ulotettu koskemaan myös ns. toissijaisia sisäpiiriläisiä. Artiklan mukaan:

> *Jäsenvaltioiden on huolehdittava siitä, että 2 ja 3 artikla koskevat myös muita kuin kyseisissä artikloissa tarkoitettuja henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiiritietoa, jos kyseinen henkilö tietää tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiiritietoa.*[135]

Kyseiset MAD:n säännökset saatettiin uudistuksen yhteydessä voimaan AML:a muuttamalla. AML:n sisältämän uuden *sisäpiirintiedon käyttöä* (AML 5:2) koskevan säännöksen 1 momentin mukaan: ”Joka julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevan arvo-

---

[135] Vanhan sisäpiiridirektiivin 4 artiklan mukaan ns. toissijaisille sisäpiiriläisille asetetut kiellot koskivat vain niitä henkilöitä, jotka tiesivät, että heillä on hallussaan sisäpiirintietoa, jonka lähteenä voi suoraan tai välillisesti olla vain direktiivin 2 artiklassa tarkoitettu ns. ensisijainen sisäpiiriläinen.

paperin *liikkeeseenlaskijan osakkeen omistajana taikka asemansa, toimensa tai tehtävänsä nojalla* on saanut sisäpiirintietoa, ei saa käyttää tietoa hankkimalla tai luovuttamalla omaan tai toisen lukuun suoraan tai välillisesti arvopaperia, jota tieto koskee, eikä neuvoa suoraan tai välillisesti toista tällaista arvopaperia koskevassa kaupassa. Mitä tässä momentissa säädetään, sovelletaan myös *henkilöön, joka on saanut sisäpiirintiedon rikollisen toiminnan kautta.*" Kyseisessä momentissa on siten kielletty kyseisiä ns. ensisijaisia sisäpiiriläisiä käyttämästä sisäpiirintietoa säännöksessä edellytetyllä tavalla. Säännöksen 3 momentissa vastaavat kiellot on ulotettu koskemaan myös muita henkilöitä eli ns. toissijaisia sisäpiiriläisiä. Momentin mukaan: "Mitä 1 ja 2 momentissa säädetään, koskee myös *muuta henkilöä, joka tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää, että hänen saamansa tieto on sisäpiirintietoa*."

MAD:n myötä palattiin siten AML:ssa kielletyn sisäpiirintiedon käytön osalta tekijäpiirin erotteluun ensisijaisten ja toissijaisten sisäpiiriläisten osalta. AML:n säännöksessä tehdyllä erottelulla ei säännöksen perustelujen mukaan ole muuta merkitystä kuin se, että teon syyksiluettavuus edellyttää ainoastaan toissijaisilta sisäpiiriläisiltä tuottamusta.[136] Ensisijaisia sisäpiiriläisiä on sen sijaan yksiselitteisesti kielletty käyttämästä hallussaan olevaa sisäpiirintietoa ilman erillistä viittausta syyksiluettavuuden vaatimukseen.[137] Kyseistä erottelua voidaan perustella sillä, että ensisijaiset sisäpiiriläiset saavat sisäpiirintiedon suoraan sen lähteestä ja heillä on myös parempi asiantuntemus arvioida tiedon olennaisuutta. Toiseksi heidän voidaan edellyttää ymmärtävän toissijaisia sisäpiiriläisiä paremmin sisäpiirintiedon käytön mahdolliset seuraukset. Näistä syistä ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta sisäpiirintiedon käyttöön on katsottu olevan perusteltua suhtautua toissijaisia sisäpiiriläisiä ankarammin.[138]

Käytännössä ensisijaisten sisäpiiriläisten joukko voi olla hyvin laaja. Edellytyksenä on ainoastaan se, että kyseinen henkilö on saanut sisäpiirintiedon osakeomistuksensa, asemansa, toimensa tai tehtävänsä nojalla.[139] Ensisijainen sisäpiiriläinen voi siten olla liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevien henkilöiden lisäksi esimerkiksi yhtiöltä toimeksiannon saanut emissionjärjestäjä, konsultti, asianajotoimisto tai näiden palveluksessa oleva henkilö. Ensisijaisiksi sisäpiiriläisiksi luetaan myös henkilöt, jotka ovat saaneet sisäpiirintiedon rikollisen toi-

---

[136] HE 137/2004 s. 62.

[137] RataL:ssa määriteltyjen hallinnollisten seuraamusten soveltamisen edellytykseksi on kuitenkin asetettu tahallisuus tai huolimattomuus. Ks. jäljempänä syyksiluettavuudesta luku 4.4.

[138] Ks. HE 137/2004 s. 62–63.

[139] Ks. myös Annola 2005 s. 158–160 ja 168–169, jonka mukaan ensisijaiseen sisäpiiriin voi johtaa myös status, jolla ei edellytetä olevan erityistä liittymää siihen yritykseen, jonka liikkeeseen laskemaan arvopaperin arvoon tieto vaikuttaa. Jos henkilön status on mahdollistanut tiedon saamisen, henkilö kuuluu ensisijaiseen sisäpiiriin.

minnan kautta.[140] Kyseinen säännös viittaa ensisijaisesti valmisteilla olevaan terrori-iskuun.[141] AML:n perusteluissa säännöksen on katsottu soveltuvan myös tilanteisiin, joissa sisäpiirintieto on saatu tai hankittu rikollisen toiminnan, kuten esimerkiksi anastamisen, lahjomisen, lahjuksen antamisen, luottamusaseman väärinkäyttämisen, tietomurron tai yritysvakoilun seurauksena.[142]

Merkittävä MAD:n aiheuttama muutos on lisäksi se, että myös oikeushenkilöt voivat menetellä sisäpiirintiedon käyttö- ja ilmaisukiellon vastaisesti. MAD:n mukaan ensisijaisen sisäpiiriläisen ollessa oikeushenkilö koskee sisäpiirintiedon käyttökielto myös niitä luonnollisia henkilöitä, jotka osallistuvat päätökseen toteuttaa kyseinen kauppa kyseisen oikeushenkilön lukuun.[143] AML:n sisäpiirintiedon käyttöä koskevasta säännöksestä ei eksplisiittisesti ilmene, että kyseiset kiellot koskevat myös oikeushenkilöitä. Tämä tulee kuitenkin välillisesti ilmi RataL:ssa säädettyjen hallinnollisten seuraamussääntöjen yhteydessä, joiden mukaan seuraamus voidaan antaa valvottavalle, muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle oikeushenkilölle sekä muulle henkilölle, joka rikkoo muulla kuin RL:ssa säädetyllä tavalla AML:n markkinoiden väärinkäyttöä koskevia säännöksiä.[144] RL:ssa säädettyyn sisäpiirintiedon väärinkäyttöön voi luonnollisesti tekijänä yhä syyllistyä ainoastaan luonnollinen henkilö. Rikosoikeudellinen yhteisösakko voidaan kuitenkin tuomita oikeushenkilölle, jonka toiminnassa on tapahtunut rikos. Oikeushenkilön rikosoikeudellista rangaistusvastuuta käsitellään jäljempänä (luku 7).

4.2.3 Tekotavat

Tekotavoiksi RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa tunnusmerkistössä on säädetty arvopaperin (i) luovuttaminen tai hankkiminen omaan tai toisen lukuun ja (ii) toisen neuvominen suoraan tai välillisesti arvopaperia koskevassa kaupassa. Arvopaperien luovuttaminen tai hankkiminen omaan tai toisen lukuun voi tapahtua kauppojen välityksellä, arvopaperien vaihtona tai osakkeiden mer-

---

[140] MAD:n johdantolauseen 17 mukaan: ”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.”

[141] Ks. MAD johdantolause 14.

[142] HE 137/2004 s. 62. Ks. tähän liittyen Yhdysvalloissa omaksutusta misappropriation-teoriasta sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta esim. Kurenmaa s. 46–49. Kyseisen teorian mukaan kaupankäynti julkistamattoman tiedon nojalla on vastoin Rule 10b-5:tä, jos tieto on hankittu varkaudella tai rikkomalla luottamuksellista suhdetta.

[143] Ks. MAD 1 artiklan 6 kohta sekä 2 artiklan 2 kohta.

[144] Seuraamusmaksun perusteluissa on erikseen tarkennettu, että seuraamusmaksu voidaan määrätä sekä oikeushenkilölle että luonnolliselle henkilölle samasta teosta. Ks. HE 137/2004 s. 81.

kintänä. Rangaistavaa ei ole sen sijaan jättää arvopapereita luovuttamatta tai hankkimatta sisäpiirintiedon vuoksi.[145]

Arvopaperien luovuttamista tai hankkimista koskevan tekotavan täyttyminen voi aiheuttaa tulkintaongelmia tilanteessa, jossa henkilö on esimerkiksi antanut toimeksiannon myydä yhtiön osakkeita, jonka hän kuitenkin myöhemmin peruu ennen sen toteutumista saatuaan yhtiön osaketta koskevan myönteisen sisäpiirintiedon haltuunsa. Kyseisessä tilanteessa henkilö selkeästi käyttää hyväkseen sisäpiirintietoa mutta toimintaa ei voida katsoa tunnusmerkistössä rangaistavaksi säädetyksi sisäpiirintiedon väärinkäytöksi.[146] Sitä vastoin tilanteessa, jossa aiemmin annettu toimeksianto perutaan myöhemmin saadun sisäpiirintiedon johdosta vain osittain siten, että sen toteutuksen määrää, hintaa tai ajankohtaa joiltain osin muutetaan, voi olla kyse sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Tällöin kyseessä voidaan katsoa olevan uusi toimeksianto, eikä henkilöllä sitä antaessaan saa olla hallussaan sisäpiirintietoa. Esimerkiksi tilanteessa, jossa henkilö saa ostotoimeksiannon antamisen jälkeen haltuunsa myönteistä sisäpiirintietoa ja muuttaa alkuperäistä toimeksiantoa esimerkiksi lisäämällä hankittavien osakkeiden määrää, kyse voi olla sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.[147] Tulkinnanvaraisempi on sen sijaan tilanne, jossa henkilö saa ostotoimeksiannon antamisen jälkeen haltuunsa

---

[145] Lain perusteluissa HE 254/1998 s. 22 tätä perustellaan sillä, ettei voida pitää kohtuullisena velvoittaa sisäpiirintiedon saanutta ryhtymään itselleen tai esimerkiksi työnantajanaan toimivalle yritykselle epäedulliseen toimeen. Lisäksi perusteluissa katsotaan tällaisten tapausten selvittämisen olevan useimmiten mahdotonta. Ks. myös HE 157/1988 s. 46, jonka mukaan kielto ei koske tiedon hyväksikäyttöä siten, että henkilö pidättäytyy osakkeiden hankkimisesta tai luovutuksesta, johon hän ilman tietoa olisi ryhtynyt. Perustelujen mukaan laiminlyöntinä tapahtuvan hyväksikäytön rajaaminen pois kiellon soveltamisalasta perustuu siihen, että sisäpiirin henkilö saattaisi muutoin kiellon rikkomista välttääkseen joutua kohtuuttomaan asemaan, esimerkiksi myötävaikuttamaan yhteisön toimielimen jäsenenä arvopaperikauppoihin, joiden hän tietää olevan sille epäedullisia.

[146] Ks. myös Astola s. 190, jonka mukaan säännöksen rikkomus ei ole kyseessä silloin, kun henkilö saamansa sisäpiirintiedon johdosta peruuttaa välittäjälleen antamansa toimeksiannon hankkia tai luovuttaa arvopapereita.

Ks. myös Kurenmaa s. 186–187, jossa sisäpiirintiedolla hyötymisen pidättymällä arvopaperikaupoista todetaan sinänsä olevan hyväksyttävää, koska siinä ei ole kyse tilanteesta, jossa sisäpiiriläinen varsinaisesti hyötyisi ulkopuolisten kustannuksella. Kurenmaan mukaan kyseisen kaltaisiin tilanteisiin ei myöskään sovellu rikoksen yritys, koska tekijä ei varsinaisesti yritä mitään, vaan hän tosiasiassa toimii eli käyttää sisäpiirintietoa peruessaan toimeksiannon.

Vrt. Ruotsin lain perustelut prop. 2004/05:142 s. 163, jossa vastuun sisäpiirintiedon väärinkäytöstä katsotaan täyttyvän, jos sijoittaja ei peru aiemmin antamaansa ja vielä toteutumatonta toimeksiantoa sen jälkeen kun hän on saanut haltuunsa sisäpiirintietoa. Kyseistä tulkintaa ei voida pitää tarkoituksenmukaisena, sillä ratkaisevaa on se, onko henkilöllä kaupasta päättäessään eli toimeksiannon antohetkellä hallussaan sisäpiirintietoa vai ei. Ks. näin myös MAD johdantolause 30, jonka mukaan etukäteen tehdyn hankinta- tai luovutuspäätöksen toteuttamista ei tulisi sinänsä pitää sisäpiirintiedon käyttämisenä

[147] Ks. myös Rata tiedottaa 6/2003, jossa kyseinen periaate on ilmaistu.

kielteistä sisäpiirintietoa ja muuttaa alkuperäistä toimeksiantoa esimerkiksi perumalla vielä toteutumatta olevan osan toimeksiannosta. Tällöin toimeksiannon perumisessa ei ole kyse arvopaperin hankkimisesta tai luovuttamisesta, eikä perumista voida tunnusmerkistön sanamuodon mukaisesti tulkita kielletyksi sisäpiirintiedon väärinkäytöksi. Tietyissä tilanteissa, kuten esimerkiksi sisäpiiriläisten hankintaohjelmien toteutuksen yhteydessä, kyseistä menettelyä voi kuitenkin kokonaisuutena arvioiden olla syytä pitää sisäpiirintiedon väärinkäyttönä.[148]

Toisen neuvomisella suoraan tai välillisesti arvopaperia koskevassa kaupassa tarkoitetaan ensinnäkin suoranaisen kehotuksen tai ohjeen antamista toiselle arvopaperin hankkimiseksi tai luovuttamiseksi. Neuvonnan ei kuitenkaan voida katsoa edellyttävän sitä, että tiedonsaajalle paljastettaisiin samalla itse sisäpiirintieto tai sitä, mihin neuvo perustuu.[149] Välillisellä neuvomisella tarkoitetaan lähinnä sijoitusvihjeen antamista tai muuta toimintaa, jonka perusteella sisäpiirintietoa saanut voi mieltää toisen ymmärtävän tietyn kaupan edulliseksi juuri hänellä olevan sisäpiirintiedon vuoksi.[150]

Jotta toisen neuvominen olisi rangaistavaa, täytyy neuvon kuitenkin liittyä arvopaperikauppaan. Säännöksen perustelujen mukaan tilanteessa, jossa neuvon tarkoituksena on esimerkiksi vihjata maan arvonnoususta tietyllä alueella jonkin suunnitteilla olevan sijoituksen johdosta, ei kysymyksessä ole sisäpiirintiedon väärinkäyttö säännöksessä edellytetyllä tavalla.[151] Perusteluja ei kuitenkaan tule tulkita liian suppeasti. Jos nimittäin perustelujen esimerkin mukainen suunniteltu sijoitus ja sen seurauksena ilmenevä maan arvonnousu ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti jonkin tietyn listatun arvopaperin arvoon tai hintaan ja neuvon

---

[148] Ks. jäljempänä hankintaohjelmien yhteydessä esitettyä (luku 4.3.4).

[149] Jäljempänä käsiteltävän sisäpiirintiedon ilmaisemisen sen sijaan voidaan katsoa edellyttävän sitä, että välitetty informaatio kokonaisuutena täyttää sisäpiirintiedon kriteerit. Annola 2005 s. 331.

[150] Ks. HE 254/1998 s. 22 ja Astola s. 190.

Esitöissä todetaan myös, että ennen voimassa olleesta AML 5:1:stä poiketen tekijänä ei enää mainita henkilöä, jonka on syytä epäillä, että tieto on ilmaistu tai paljastettu luvattomasti tai vahingossa. Esitöiden mukaan näissäkin tapauksissa edellytetään, että tekijä on ymmärtänyt tiedon olevan säännöksessä tarkoitettua sisäpiirintietoa. Sillä seikalla, onko tieto paljastettu luvattomasti tai vahingossa ja onko tekijä ollut tietoinen näistä seikoista, ei ole merkitystä, jos tekijä on mieltänyt tiedon olevan sisäpiirintietoa. HE 254/1998 s. 23.

Kyseistä tulkintaa on kuitenkin pidettävä osin harhaanjohtavana, koska rangaistavuudelta ei edellytetä tekijän mieltäneen tiedon olleen sisäpiirintietoa. Rangaistavuuden edellytykseksi riittää jo se, että tekijä on ollut törkeän huolimaton sen suhteen, onko tieto sisäpiirintietoa vai ei.

Ks. Annola 2001b s. 26–27, jossa todetaan jääneen epäselväksi sen, oliko tarkoituksena laajentaa sisäpiiriläisyyden käsitettä kattamaan joitakin aiemman lain ulkopuolelle jääneitä tilanteita. Annola katsoo sanamuodon ja esimerkkien nojalla voitavan ajatella, että laajeneminen olisi tapahtunut ns. vihjeen saajien osalta. Aikaisemmin edellytettiin, että tieto oli saatu luvattomasti tai vahingossa. Vuokra-auton kuljettajan voidaan ajatella saavan tiedon haltuunsa ilman, että tietoa olisi kerrottu luvattomasti tai vahingossa.

[151] HE 254/1998 s. 23.

antaja on mieltänyt neuvon saajan ymmärtävän kyseistä arvopaperia koskevan kaupan edulliseksi juuri tuon, vaikkakaan ei suoranaisesti kyseistä arvopaperia koskevan, sisäpiirintiedon perusteella, voi kyse olla kielletystä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Lisäksi edellytyksenä on se, että neuvon antaja on käyttänyt kyseistä arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi tarkoituksenaan hankkia itselle tai toiselle hyötyä.

Säännöksessä ei sen sijaan edellytetä, että neuvon antaminen johtaisi myös arvopaperikaupan toteutumiseen. Rangaistavaa on myös kehottaa toista olemaan ryhtymättä johonkin toimeen.[152] Koska neuvo olla ostamatta tai myymättä tiettyä arvopaperia on jo itsessään rangaistavaa, on myös neuvon antaminen arvopaperin ostamiseksi tai myymiseksi katsottava rangaistavaksi riippumatta neuvon saajan mahdollisista toimenpiteistä neuvon johdosta. Neuvomisen kriminalisointia neuvon kohteen toimenpiteistä riippumatta voidaan perustella ennen kaikkea sisäpiirintiedon leviämisen ehkäisemisellä. Vaikka neuvon kohde ei itse kävisikään neuvon perusteella kauppaa, voi hän myös edelleen levittää tietoa muille osapuolille. Säännöksen tiukkaa suhtautumista sisäpiirintiedon levittämisen ehkäisemiseen voidaan pitää perusteltuna myös markkinoilla toimivien listayhtiöiden näkökulmasta. Esimerkiksi tiedon valmisteilla olevasta yrityskaupasta levitessä markkinoille ennenaikaisesti voisi seurauksena olla koko yrityskauppahankkeen toteutumatta jääminen tai sen huomattava vaikeutuminen.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tahallinen yritys on myös rangaistavaa. Tämä on perusteltua esimerkiksi tilanteissa, joissa välittäjä ei kykene jostain syystä toteuttamaan toimeksiantoa riittävän ajoissa.[153] Sisäpiirintiedon väärinkäytön yrityksen on katsottava täyttyvän silloin, kun tekijä on antanut toimeksiannon välittäjälle.[154] Sisäpiirintiedon väärinkäytön yrityksen voidaan katsoa muuttuvan täytetyksi teoksi silloin, kun toimeksianto on täytetty ja kauppa siten myös toteutunut.[155]

---

[152] Ks. HE 254/1998 s. 22, jossa annetun esimerkin mukaan sisäpiirintietoa tuntevan henkilön kehottaessa toista luopumaan arvopaperin myymisestä tietämänsä sen hintaa nostavan seikan vuoksi, kysymyksessä olisi säännöksessä tarkoitettu neuvominen.

[153] Lain perusteluissa yrityksen kriminalisointia perustellaan sillä, ettei yritysvaihe yleensä juuri eroa täytetystä teosta. HE 254/1998 s. 23.

[154] Rikoksen yritys on määritelty RL 5:1:ssä: ”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.” Ks. vastaavasta tulkinnasta sisäpiirintiedon väärinkäytön yrityksen osalta Ruotsissa prop. 2004/05:142 s. 64.

[155] Ks. myös Valtakunnansyyttäjänviraston päätökset (00/1035–1039) syyttämättä jättämisestä 12.12.2000, missä valtionsyyttäjä katsoi jo toimeksiannon antamisen ja sen osittaisen toteutumisen merkitsevän täytettyä tekoa. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on tekorikos eikä sitä valtionsyyttäjän mukaan voi tehokkaasti katua perumalla jo annettua ja täytettyä toimeksiantoa. Arvopaperikaupan peruminen vaikutti kuitenkin päätöksen perustelujen mukaan olennaisesti teon moitittavuuteen.

MAD:ssa asetetut kiellot vastaavat pääosin RL:iin jo aiemmin sisältyneitä tekotapoja. MAD:n asettamat kiellot, ilmaisukieltoa lukuun ottamatta, on uudistuksen yhteydessä implementoitu siten, että RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttöä vastaavat tekomuodot sisällytettiin myös uuden AML:n sisäpiirintiedon käyttöä (AML 5:2) koskevan säännöksen tekomuodoiksi.[156] MAD:n asettama kielto *ilmaista* sisäpiiritietoa toiselle, jollei se tapahdu osana tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista, on sen sijaan uudistuksessa sisällytetty ainoastaan AML:n sisäpiirintiedon käyttöä koskevaan säännökseen.[157] RL:n mukaan rangaistavaa on siten yhä ainoastaan toisen neuvominen hyötymistarkoituksessa sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä. Pelkkä sisäpiirintiedon ilmaiseminen ei siten ole RL:n mukaan rangaistavaa.[158] Tiettynä puutteena voidaan pitää sitä, ettei sisäpiirintiedon käytön yritystä ole AML:n säännöksessä säädetty kielletyksi.[159]

Sisäpiirintiedon ilmaisukiellon osalta MAD:n implementoinnissa omaksuttua ratkaisua voidaan pitää perusteltuna. Sisäpiirintiedon ilmaisemisen tapahtuessa ilman erillistä hyötymistarkoitusta ja ollessa usein moitittavuudeltaan sisäpiirintiedon nojalla tapahtuvaa neuvomista vähäisempi teko, ei kyseiseen tekomuotoon ole perusteltua ulottaa rikosoikeudellista seuraamusuhkaa. Sisäpiirintiedon pelkkä ilmaiseminen voi tulla arvioitavaksi myös muiden rikossäännösten, kuten esimerkiksi yrityssalaisuuden tai salassapitovelvollisuuden rikkomisena.[160]

MAD asettaa myös liikkeeseenlaskijoille erityisen velvollisuuden niitä tilanteita koskien, joissa sen edustaja on ilmaissut sisäpiirintiedon sivullisille. MAD

---

[156] AML:n sisäpiirintiedon käyttöä koskevassa säännöksessä, toisin kuin RL:ssa, ei ole kielletty *yritystä* hankkia tai luovuttaa arvopapereita sisäpiirintiedon nojalla, vaikka MAD:ssa myös kyseinen kielto on asetettu.

[157] Erot vanhaan sisäpiiridirektiiviin ovat myös näiltä osin vähäisiä. Vanha sisäpiiridirektiivi jo sisälsi vastaavan ilmaisu- ja suosituskiellon ensisijaisille sisäpiiriläisille. Kyseistä ilmaisu- ja suosituskieltoa ei kuitenkaan aikanaan direktiivin implementoinnin yhteydessä sisällytetty AML:n sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan tunnusmerkistöön.

[158] Ruotsissa sisäpiirintiedon tahallinen oikeudeton paljastaminen (obehörigt röjande) on säädetty rikosoikeudellisesti rangaistavaksi. Kielto koskee jokaista henkilöä ja sen edellytyksenä on, että tekijä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa. Koska säännös edellyttää tahallisuutta, ei vahingossa tapahtuva tiedon paljastaminen täytä tunnusmerkistöä. Tuottamuksellisuus sen sijaan riittää tiedon sisäpiirintiedon luonteen osalta. Kielto ei kuitenkaan koske tilannetta, jossa tiedon paljastaminen tapahtuu osana tekijän tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävän suorittamista. Vastuuta ei myöskään synny silloin, jos paljastettu tieto tulee samanaikaisesti yleisesti tunnetuksi. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 7 §. Ks. myös prop. 2004/05:142 s. 64–68.

Sisäpiirintiedon ilmaiseminen on myös Tanskassa ollut jo ennen MAD:n voimaansaattamista rikosoikeudellisesti sanktioitu. Ks. Lau Hansen 2003b s. 115.

[159] MAD 2.1 artiklassa on kielletty sisäpiirintiedon käyttäminen myös yrittämällä hankkia tai luovuttaa arvopapereita.

[160] Ks. myös HE 254/1998 s. 23 ja Kurenmaa s. 190.

6 art. 3 kohdan mukaan liikkeeseenlaskijan tai sen puolesta taikka lukuun toimivan henkilön ilmaistessa sisäpiiritiedon sivulliselle osana tavanomaisen työnsä, ammattinsa tai tehtäviensä suorittamista (3 artiklan a alakohdan mukaisesti), sen on myös julkistettava kyseinen tieto täydellisesti ja tehokkaasti. Julkistamisen on tapahduttava samanaikaisesti, jos tiedon ilmaiseminen on tarkoituksellista, ja viipymättä, jos tiedon ilmaiseminen oli tahatonta. Kyseisiä säännöksiä ei kuitenkaan sovelleta, jos tiedon saavaa henkilöä koskee luottamuksellisen tiedon salassapitovelvollisuus.

Kyseinen säännös sisällytettiin uudistuksen yhteydessä AML 2:7.3:iin. Säännöksen mukaan: ”Jos liikkeeseenlaskija tai sen lukuun taikka puolesta toimiva ilmaisee toiselle julkistamattoman tiedon, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, tieto on välittömästi julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle. Jos tiedon ilmaiseminen tapahtuu tahattomasti, tieto on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi. Mitä tässä momentissa säädetään, ei sovelleta, jos tiedon saanut henkilö on velvollinen pitämään sen salassa.”[161]

Ilmaisukiellon tarkoitus on ehkäistä jo ennalta riskiä sisäpiirintiedon leviämisestä ja sen mahdollisesta käyttämisestä. Ilmaisemisen sallimista osana kyseisen henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamista voidaan pitää perusteltuna. Erityisesti listayhtiölle tai sen edustajille on tietyissä tilanteissa sallittava yhtiön toimintaa koskevien sisäpiiritietojen ilmaiseminen myös ulkopuolisille. Tietojen ilmaisemiselle on kuitenkin oltava yhtiön toiminnan kannalta hyväksyttävä syy. Tällaisia ulkopuolisia tahoja voivat olla esimerkiksi listayhtiön palveluksessa olevat työntekijät tai sille sopimuksen perusteella työskentelevät henkilöt. Sallittuna voidaan pitää sisäpiirintiedon ilmaisemista yhtiön sisällä sen tavanomaisen liiketoiminnan harjoittamisen yhteydessä, jos se on tarpeen työtehtävien suorittamiseksi. Ilmaisukielto ei myöskään koske esimerkiksi samaan konserniin kuuluvia yrityksiä, koska tiedon ilmaisemisen voidaan tällöin katsoa tapahtuvan osana henkilön tehtävien hoitamista.[162] Ulkopuolisia tahoja voivat myös olla viranomaiset, joilla on oikeus saada tieto. Vastaavasti sisäpiirintieto voidaan tarvittaessa ilmaista myös pörssille.

---

[161] MAD:n logiikan mukaan listayhtiöiden sisäpiiriläisten osalta sisäpiirintietoa voitaisiin pääsääntöisesti ilmaista sivullisille vain silloin, kun liikkeeseenlaskija on päättänyt lykätä sisäpiirintiedon julkistamista, koska muissa tapauksissa sisäpiirintieto on julkistettava markkinoille mahdollisimman nopeasti. Suomessa on kuitenkin omaksuttu MAD:sta poikkeava lähtökohta, jonka mukaan sinänsä sisäpiirintiedoksi katsottavia valmisteltavia asioita ei tarvitse julkistaa ilman erillistä lykkäyspäätöstä.

[162] HE 137/2004 s. 62 ja Ratan standardi 5.2b kohta 5.6(43).

Salassapitovelvollisuutta edellyttävä valikoiva tiedonantovelvollisuus voi olla sallittua myös tilanteissa, joissa yhtiöllä on käynnissä erilaisia sopimusneuvotteluja ja joiden yhteydessä yhtiön edustajat joutuvat antamaan yhtiöstä sisäpiirintiedoksi katsottavaa tietoa sopimuksen toiselle osapuolelle. Tällainen tiedon ilmaiseminen voi tapahtua esimerkiksi DD-tarkastuksen tai ostotarjousneuvottelujen yhteydessä. Kyseisten sopimusneuvottelujen yhteydessä laaditut salassapitovelvoitteet poistavat tällöin yhtiön velvollisuuden julkistaa neuvottelujen yhteydessä toiselle osapuolelle ilmaistut tiedot myös markkinoille.[163] Sallittuna sisäpiirintiedon ilmaisemisena voidaan yleensä pitää myös tilanteita, joissa tieto ilmaistaan yhtiön neuvonantajalleen antaman toimeksiannon yhteydessä tai liiketoimea koskevan asiantuntijaneuvon pyytämisen yhteydessä.[164] Liikkeeseenlaskijan on myös sallittua ilmaista sisäpiirintietoa esimerkiksi yhteistoimintalain piiriin kuuluvien neuvottelujen yhteydessä.

Sisäpiirintiedon ilmaiseminen voi listayhtiön tai tämän puolesta toimivan henkilön osalta tapahtua esimerkiksi analyytikko- tai sijoittajatapaamisessa, emission myyntitilaisuudessa tai yhtiökokouksessa.[165] Kyseisissä tilanteissa sisäpiirintiedon ilmaisemista ei kuitenkaan voida pitää sallittuna. Tällöin tietojen ilmaiseminen ei tapahdu osana kyseisen henkilön tavanomaisen työn tai tehtävien suorittamista, koska tietojen ilmaisemiselle ei ole yhtiön toiminnan kannalta hyväksyttävää syytä. Kyseisissä tilanteissa tiedon julkistamisvelvollisuutta ei siten voida poistaa myöskään salassapitovelvollisuuksilla.

Kyseinen ilmaisukielto voi käytännössä tiukentaa esimerkiksi yhtiön hallituksessa olevan merkittävän osakkeenomistajan edustajan velvollisuutta olla kertomatta sisäpiirintiedoksi katsottavia tietoja edustamalleen osakkeenomistajalle.[166] RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan säännöksen ei sinänsä voida katsoa rajoittavan yhtiön hallituksen jäsentä kertomasta sisäpiirintietoja edustamal-

---

[163] HE 137/2004 s. 62.

Käytännössä sisäpiirintiedon ilmaiseminen edellyttää yhtiön merkitsevän tiedon saajan yrityskohtaiseen sisäpiirirekisteriinsä.

[164] Ratan standardi 5.2b kohta 5.6(43).

[165] HE 137/2004 s. 55–56, jossa sisäpiirintiedon katsotaan voivan koostua myös useammasta yksittäisestä seikasta, joiden perusteella kuulijalle syntyy käsitys tietokokonaisuuden olennaisuudesta.

Ks. sisäpiirintiedon ilmaisemisesta analyytikoille aiemmin luvussa 4.2.1.5 esitettyä.

[166] Ks. Lau Hansen 2001 s. 551, jonka mukaan tilanteessa, jossa yhtiön ääntenenemmistö on yhden tai muutaman osakkeenomistajan hallussa, yhtiö voi ainoastaan tietyin ehdoin ilmaista sisäpiirintietoa kyseisille osakkeenomistajille ilman, että sen samanaikaisesti olisi ilmaistava kyseinen tieto vähemmistöosakkeenomistajille. Edellytyksenä kyseiselle menettelylle on Lau Hansenin mukaan ensinnäkin se, että kyseinen tieto on välttämätöntä enemmistöosakkeenomistajille, jotta he voivat käyttää heille yhtiölainsäädännössä säädettyjä enemmistöoikeuksia. Toinen edellytys on se, ettei tiedon antaminen voi vahingoittaa yhtiötä. Kyseisessä tilanteessa, tiedon vastaanottajia on myös informoitava tiedon sisäpiirintiedon luonteesta.

leen yhtiölle, mikäli kyseistä tietoa ei käytetä hyväksi sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksessä edellytetyllä tavalla. Kyseinen ongelma liittyy yleisemminkin osakkeenomistajien yhdenvertaisen kohtelun vaatimukseen, sillä tosiasiassa yhtiön merkittävät osakkeenomistajat saavat etenkin hallituksen toimintaan osallistuessaan olennaista tietoa yhtiön tilasta ennen muita osakkeenomistajia. Eräs ratkaisu mahdollisen sisäpiirintiedon väärinkäytön ehkäisemiseksi olisi ulottaa yhtiön lakimääräisiä sisäpiiriläisiä koskeva ilmoitusvelvollisuus (AML 5:3–4) koskemaan myös yhtiön merkittäviä osakkeenomistajia, eikä ainoastaan yksittäisiä hallituksen jäseniä.[167]

Sisäpiirintietojen ilmaisemista yhtiön merkittäville osakkeenomistajille voidaan kuitenkin pitää perusteltuna tilanteissa, joissa on tarpeen tiedustella näiden alustavaa kantaa myöhemmin yhtiökokouksessa päätettäväksi tulevista keskeisistä asioista.[168] Sisäpiirintietojen ilmaisemiselle yhtiön merkittävimmille osakkeenomistajille voi olla hyväksyttävä syy myös silloin, jos esimerkiksi julkista ostotarjousta yhtiöstä valmisteleva taho on asettanut tarjouksen tekemisen ehdoksi sen, että riittävä määrä osakkeenomistajia hyväksyy myöhemmin tehtävän tarjouksen. Kyseiset osakkeenomistajat eivät kuitenkaan tällaisen tiedustelun jälkeen saa käyttää kyseistä tietoa hyväksi hankkimalla yhtiön osakkeita markkinoilta.[169]

---

[167] MAD:ssa ns. ensisijaiseen sisäpiiriin on ulotettu myös henkilöt, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa liikkeeseenlaskijan pääomaan osallisuutensa perusteella.

Esimerkiksi Ruotsissa listayhtiöiden merkittävät osakkeenomistajat ovat ilmoitusvelvollisia omistuksistaan. Ilmoitusvelvollisuus koskee yhtiön osakepääomasta tai äänimäärästä yli 10 %:a omistavia luonnollisia henkilöitä. Ks. Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 3.7 §.

[168] Sisäpiirintiedon ilmaiseminen voi olla sallittua yhtiön merkittäville osakkeenomistajille myös silloin, kun yhtiön johto harkitsee toimenpidettä, jota ei käytännössä olisi tarkoituksenmukaista suunnitella ilman merkittävien osakkeenomistajien etukäteen antamaa suostumusta tai tukea. Ratan standardi 5.2b kohta 5.6(43).

Ks. Ferrarini 2004 s. 729, jonka mukaan osana tavanomaista työtä johto voi ilmaista yhtiön suuremmille osakkeenomistajille tai neuvonantajille tiedon suunnitellusta yrityskaupasta tai fuusiosta.

Ks. Haussila s. 278–279, jonka mukaan osana yhtiön hyvää hallintoa voidaan perustellusti pitää yhteydenpitoa tärkeimpiin osakkeenomistajiin ja erityisesti joko absoluuttista tai tosiasiallista kontrollia käyttäviin osakkeenomistajiin. Haussilan mukaan pääperiaatteena tulisi olla, että pääomistajan tai -omistajien kanssa käytävät keskustelut rajoitetaan lähinnä yhtiökokousasioiden tai erityisen merkittävien strategisten aloitteiden valmistelun yhteyteen.

Myös Ruotsissa listayhtiöiden on ollut sallittua antaa julkistamatonta tietoa valikoiduille tahoille, kuten yhtiön merkittäville osakkeenomistajille. Ruotsissa on ilmeisesti katsottu voitavan antaa tietoa yhtiön merkittäville potentiaalisille sijoittajille sijoituspäätöksen tekemiseksi jopa yhtiön julkistamattomista suunnitelmista ja tulosennusteista. Ks. Afrell – Klahr – Samuelsson s. 284–285. Kyseistä tulkintaa voidaan pitää sijoittajien tasapuolisen tiedonsaannin kannalta kyseenalaisena.

[169] Ks. myös Englannin osalta The Code of Market Conduct 1.3.17 C, jonka mukaan: ”Behaviour, based on inside information relating to another company, in the context of a public takeover bid or merger for the purpose of gaining control of that company or proposing a merger with that com-

Tietojen ilmaisemiselle voi olla hyväksyttävä syy myös silloin, jos yhtiön rahoittaja on rahoitussopimuksessa edellyttänyt tiettyjen tietojen toimittamista itselleen. Tällöin esimerkiksi erilaisten liiketoimintajärjestelyjen edellytyksenä voi olla se, että yhtiö saa järjestelylle rahoittajan suostumuksen. Yhtiö voi olla myös velvollinen raportoimaan rahoittajalle esimerkiksi sen rahoittaman projektin edistymisestä. Tietojen ilmaisemista voidaan pitää yleisemmin hyväksyttävänä tilanteissa, joissa yhtiön liiketoimintapäätösten tekeminen käytännössä edellyttää, että niiden rahoitus on etukäteen varmistettu. Sisäpiirintiedon ilmaisemista luotonantajille ja luottoluokituksen antajille, kun se on tarpeen luoton tai luottoluokituksen saamiseksi tai niiden ehtojen mukaan, voidaan vastaavasti pitää hyväksyttävänä.[170] Tietojen ilmaisemiselle on kuitenkin aina oltava yhtiön toiminnan kannalta hyväksyttävä syy ja tiedon vastaanottajan on tiedostettava saamansa tiedon luottamuksellisuus ja häntä koskeva tiedon salassapitovelvollisuus.

Sisäpiirintiedon ilmaisemisen sallittavuus voi aktualisoitua luonnollisesti myös muiden henkilöiden kuin liikkeeseenlaskijan puolesta tai lukuun toimivien henkilöiden toimesta. Esimerkiksi arvopaperinvälittäjän saadessa haltuunsa sisäpiirintietoa voi tämä ilmaista sisäpiirintiedon myös muille henkilöille, mikäli ilmaiseminen tapahtuu osana hänen työnsä tai tehtäviensä tavanomaista suorittamista. Sisäpiirintiedon kiellettyä ilmaisemista ei ole esimerkiksi se, että välittäjä ilmaisee sisäpiirintiedon pyrkiessään löytämään asiakkaansa antamalle suurelle toimeksiannolle vastapuolta. Kyseinen toiminta tapahtuu osana välittäjän tavanomaista työtä. Välittäjän ei kuitenkaan tule antaa muille osapuolille toimeksiannosta tietoa enempää kuin se toimeksiannon toteuttamiseksi on tarpeen.[171]

Kyseisissä tilanteissa lain säännökset eivät kuitenkaan edellytä tiedon saajalta salassapitovelvollisuutta. Salassapitovelvollisuus on MAD:ssa ja AML:ssa asetettu sisäpiirintiedon ilmaisemisen ehdoksi ainoastaan silloin, jos liikkeeseenlaskija tai sen puolesta tai lukuun toimiva henkilö ilmaisee tiedon sivulliselle, eikä tietoa julkisteta samanaikaisesti tai viipymättä markkinoille. Sisäpiirintiedon leviämisen ja sen käytön ehkäisemiseksi salassapitovelvollisuutta olisi kuitenkin perusteltua edellyttää myös niissä tilanteissa, joissa sisäpiirintiedon ilmaisijana

---

pany, does not of itself amount to market abuse (insider dealing) [Note: see Recital 29 Market Abuse Directive], including: (1) seeking from holders of securities, issued by the target, irrevocable undertakings or expressions of support to accept an offer to acquire those securities (or not to accept such an offer)."

[170] Ratan standardi 5.2b kohta 5.6(43).

[171] Ks. vastaavasta tulkinnasta Ruotsin osalta prop. 2004/05:142 s. 166. Lisäksi kyseisten perustelujen mukaan vastuu tahallisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä voi täyttyä myös tilanteessa, jossa henkilö ilman oikeutettua syytä paljastaa toiselle sisäpiirintiedon tarkoituksena estää toisen kaupankäynti tiedon kohteena olevalla arvopaperilla.

on muu kuin liikkeeseenlaskija tai tämän edustaja. Tällainen velvollisuus olisi perusteltua asettaa esimerkiksi Ratan määräyksissä. Esimerkiksi tilanteessa, jossa arvopaperinvälittäjä on saanut toteutettavakseen sisäpiirintiedon kriteerit täyttävän suuremman toimeksiannon, ja jolle hän etsii markkinoilta vastapuolta, on kyseisestä toimeksiannosta tiedon saaneilta henkilöiltä perusteltua edellyttää salassapitovelvollisuutta toimeksiannon sisällöstä.

4.3 HYÖTYMISTARKOITUS JA SISÄPIIRINTIEDON HYVÄKSIKÄYTTÖ

Sisäpiirintiedon väärinkäytön rikosoikeudellinen rangaistavuus edellyttää nimenomaista *tarkoitusta hankkia itselleen tai toiselle hyötyä.* Teon rangaistavuus ei edellytä hyödyn tosiasiallista konkretisoitumista. Teon rangaistavuus ei myöskään edellytä vahingon aiheutumista tai vahingoittamistarkoitusta. Konkreettisen vahingon syntyminen ja etenkin sen toteen näyttäminen olisi sisäpiirikaupankäynnin johdosta vaikeaa. Vahingon syntymistä voi olla ylipäänsä vaikea todeta, jos ulkopuoliset olisivat toimineet samalla tavoin siinäkin tapauksessa, että sisäpiiriläinen olisi pidättynyt kaupoista. Sisäpiiriläisen toiminnalla ei tällöin ole vaikutusta ulkopuolisten menettelyyn eikä heidän taloudelliseen asemaansa. Vain sisäpiirintiedon julkistamisella voisi normaalisti olla tällaista vaikutusta. Tätäkään vaikutusta ei ole, jos ulkopuoliset olisivat toimineet samalla tavoin myös sisäpiirintiedosta osallisina.[172]

Hyötymistarkoitus ilmenee siten, että sisäpiirintiedon johdosta ryhdytään luovuttamaan tai hankkimaan arvopapereita, koska tiedetään tai oletetaan niiden arvon laskevan tai nousevan. Lähtökohtaisesti arvopaperien kaupassa voidaan lähes aina katsoa olevan kyse hyötymistarkoituksesta. Rangaistavaksi hyötymistarkoituksen tekee se, että hyötyä tavoitellaan nimenomaan *sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä*. Sisäpiirintiedon hyväksikäyttämisen ei kuitenkaan tarvitse olla ainoa syy arvopaperien hankinnalle tai luovutukselle, jotta sen käyttäminen olisi rangaistavaa. Riittävänä on pidettävä sitä, että sisäpiirintiedon voidaan katsoa *vaikuttaneen* sijoituspäätöksen tekemiseen tai sen sisältöön.[173]

---

[172] Ks. Rudanko 1998 s. 39–40. Useimmiten voidaan kuitenkin ajatella niin, että ulkopuoliset eivät olisi joko lainkaan käyneet kauppaa tai ainakin tehneet kaupan erilaisin (hinta- ja määrä)ehdoin, jos olisivat omanneet samat tiedot kaupan kohteesta kuin sisäpiiriläinen.

[173] Ks. Valtakunnansyyttäjänviraston päätös 03/12 syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus], missä valtionsyyttäjän mukaan tunnusmerkistö ei edellytä sisäpiirintiedosta hyötymisen olevan ainoa syy osakkeiden hankintaan.

Ks. myös Koponen s. 237, jonka mukaan petoksen ja laiminlyönnillä tapahtuvan passiivisen veropetoksen osalta hyödyn tai veron välttämisen ei tarvitse olla ainoa tarkoitus menettelyssä. Riittävää on sanotun motiivin toimiminen osasyynä menettelyyn.

RL:ssa rangaistava sisäpiirintiedon väärinkäyttö edellyttää myös neuvomista koskevan tekomuodon osalta hyötymistarkoitusta sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä.[174] Neuvomiseen liittyvissä tilanteissa hyötyä voidaan yhtä hyvin tavoitella niin itselle kuin neuvonnan kohteelle. Taloudellisen hyödyn käsitettä ei myöskään tule tulkita liian suppeasti. Tavoiteltu taloudellinen hyöty voi ilmetä myös välillisenä taloudellisena hyötynä. Sisäpiirivihjeen tai neuvonantajan oma taloudellinen hyötymistarkoitus voi ilmetä esimerkiksi pyrkimyksenä hankkia uusia asiakkaita tai pyrkimyksenä jo voimassa olevien asiakassuhteiden tiivistämiseen.[175] Välillinen taloudellinen hyöty voi liittyä myös välittäjän kauppojen kautta mahdollisesti saamiin bonuksiin tai uralla etenemiseen.[176] Vihjeenantaja voi myös esimerkiksi odottaa saavansa tulevaisuudessa itse sisäpiirintietoja vastapalveluna.[177]

Hyötymistarkoituksen voidaan lähtökohtaisesti katsoa merkitsevän korotettua tahallisuusvaatimusta.[178] Tekijän suoranaisena tavoitteena (tahtona) tulee olla hyötyminen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä. Tekijän ei kuitenkaan tarvitse olla varma hyötymisestään, eikä hänen tarvitse pitää sitä edes todennäköisenä. Törkeän huolimattomuuden edellytys riittää muiden tunnusmerkistötekijöiden eli tiedon hyväksikäyttämisen ja tiedon sisäpiirintiedon luonteen osalta. Tunnusmerkistön edellyttämälle erilliselle hyötymistarkoitukselle ei tulisi antaa merki-

---

Ks. vastaavasta tulkinnasta Englannin osalta The Code of Market Conduct 1.3.4 E, jonka mukaan: ”In the opinion of the FSA, if the inside information is the reason for, or a material influence on, the decision to deal or attempt to deal, that indicates that the person’s behaviour is ’on the basis of’ inside information.”

174 HE 254/1998 s. 22

175 Ks. törkeän tekomuodon osalta esitettyjä lain perusteluja HE 254/1998 s. 24, jossa huomattavaa henkilökohtaista etua todetaan voivan olla esimerkiksi liikesuhteiden tiivistymisestä ja jatkuvuudesta seuraava etu sekä menestyksenä työuralla saatu etu.

176 Karjalainen – Parkkonen s. 340.

177 Ks. myös Kurenmaa s. 245, jonka mukaan sisäpiirintiedon törkeän tekomuodon edellytyksenä oleva teon erityinen suunnitelmallisuus täyttyy tilanteissa, joissa markkinasisäpiiriläiset vaihtavat sisäpiirintietoja keskenään.

178 Koposen mukaan tästä tahallisuuden lisäedellytyksestä huolimatta sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännös sisältää poikkeuksellisesti myös törkeällä huolimattomuudella täyttyvän tekomuodon. Koposen mukaan vielä rikoslakiprojektin ehdotukseen (OLJ 3/1993) sisältyneellä muotoilulla erottaa sisäpiirintiedon väärinkäyttö, törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja törkeää tuottamusta edellyttävä tuottamuksellinen sisäpiirintiedon väärinkäyttö toisistaan olisi vältetty nykyisin samaan säännökseen sijoitettujen menettelyn tuottamuksellisuuden ja hyötymistarkoituksen välinen ristiriita. Koponen s. 110 ja 232–233. Ks. OLJ 3/1993 s. 32, jossa tahalliseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön oli liitetty tahallisuusvaatimusta korostava hyötymistarkoituksen edellytys. Ks. sen sijaan OLJ 3/1993 s. 38, jossa tuottamukselliseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ei ollut liitetty hyötymistarkoituksen vaatimusta. Ehdotuksen mukaan ei olisi ollut luontevaa ajatella tuottamuksen ilmenevän törkeänä huolimattomuutena sen suhteen, onko teolla tarkoitus hankkia taloudellista hyötyä vai ei.

tystä rangaistusvastuun täyttymistä arvioitaessa, mikäli tekijän katsotaan tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta *käyttäneen* sisäpiirintietoa hyväksi.[179]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta tiedon hyväksikäyttö (hyötymistarkoituksessa) on usein pääteltävä pelkästään teon ulkoisten olosuhteiden pohjalta. Tällöin voidaan esimerkiksi verrata kyseisen kaupan ominaispiirteitä suhteessa epäillyn aiempaan kaupankäyntiin ja sen ominaispiirteisiin. Sisäpiirintiedon nojalla tapahtunutta hyötymistarkoitusta voivat puoltaa sellaiset tekijät kuten arvioitavana olevan kaupan poikkeuksellinen suuruus tai sen huomattava riskipitoisuus sekä esimerkiksi toimeksiannon sisältö.

MAD:n merkittävänä erona RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännökseen on se, ettei direktiivi edellytä teon rangaistavuudelta erityistä hyötymistarkoitusta.[180] MAD 2 ja 3 artiklat asettavat ainoastaan kiellot *käyttää* sisäpiirintietoa, *ilmaista* sisäpiirintietoa toiselle ja *suositella* tai *houkutella* toista arvopaperia koskevassa kaupassa. Vastaavasti uusi AML 5:2 asettaa sisäpiirintietoa saaneille henkilöille ainoastaan kiellon käyttää kyseistä tietoa, kiellon neuvoa toista kyseisen tiedon perusteella sekä kiellon ilmaista kyseistä tietoa toiselle. Kyseisen säännöksen rikkomisen edellytyksenä ei siten ole erillinen hyötymistarkoitus. Rikoslaissa säädetyn sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuus edellyttää sen sijaan aina erillistä hyötymistarkoitusta.[181]

Käytännössä sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä tapahtuvan hyötymistarkoituksen olemassaolo voi tulla arvioitavaksi monessa eri tilanteessa. Lain esitöissä hyötymistarkoituksen on katsottu puuttuvan esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön hallituksen jäsenet ovat velvollisia luopumaan yhtiön osakkeista lainsäädäntöön sisältyvän velvoitteen johdosta. Jos luovutus johtuu tällaisen velvollisuuden täyttämisestä, kysymyksessä ei ole sisäpiirintiedon hyväksikäyttäminen, vaikka

---

[179] Tunnusmerkistöön liitettyä hyötymistarkoitusta voidaan pitää jopa tarpeettomana, koska sisäpiirintiedon hyödyntämiseen liitettävä teon moitittavuus voitaisiin ratkaista tyydyttävästi operoimalla pelkästään sisäpiirintiedon (hyväksi)*käyttämisen* tunnusmerkillä.

Ks. myös Kurenmaa s. 203, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä tulkittaisiin todennäköisesti aivan samalla tavalla, vaikka siinä puhuttaisiin pelkästä sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä ilman, että erillistä taloudellisen hyödyn hankkimistarkoitusta mainittaisiin. Perusteena näkemykselle on, että arvopaperikaupassa normaalisti aina on tarkoituksena saada taloudellista hyötyä.

Ks. samoin petossäännöksen osalta Tapani 2004 s. 225, jonka mukaan petostunnusmerkistön edellyttämällä hyötymis- tai vahingoittamistarkoituksella ei juurikaan ole rangaistusvastuuta rajoittavaa merkitystä. Syytetyn on vaikea horjuttaa väitettä hyötymistarkoituksesta tilanteessa, jossa tuomioistuin vakuuttuu, että tekijän menettely täyttää objektiivisen tunnusmerkistön mukaisuuden ja tekijän katsotaan mieltäneen varsin todennäköiseksi, että uhri erehtyy ja tekee taloudellisen määräämistoimen, josta aiheutuu taloudellista vahinkoa.

[180] Vanha sisäpiiridirektiivi (89/592/ETY) kuten myös komission alkuperäinen direktiiviehdotus (KOM 2001/281) sen sijaan vielä kielsivät ”*käyttämästä kyseistä tietoa tietoisesti hyväksi*”.

[181] HE 137/2004 s. 63.

luovutuksesta olisikin ollut hyötyä.[182] Lainsäädäntöön sisältyvistä velvoitteista johtuvat tilanteet arvopaperien luovuttamiselle ovat kuitenkin käytännössä hyvin harvinaisia. Eräänä esimerkkinä tällaisesta velvoitteesta voi kuitenkin olla tilanne, jossa rahastoyhtiön on lainsäädännöstä tai rahastoyhtiön säännöistä johtuvan velvoitteen vuoksi myytävä tiettyjä rahaston salkussa olevia arvopapereita. Mikäli arvopaperien myynti johtuu tällaisen velvoitteen täyttämisestä, kyse ei voi olla sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.

Arvioinnin kohteeksi voidaan ottaa tiettyjä tyyppitilanteita, joissa väärinkäytön edellytyksenä olevan hyötymistarkoituksen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä voidaan lähtökohtaisesti katsoa puuttuvan siitä huolimatta, että tekijällä kaupan tehdessään olisi hallussaan sisäpiirintietoa.[183] Sisäpiirintiedon hallussapidosta huolimatta voi hyötymistarkoituksessa tapahtuvan tiedon hyväksikäytön edellytys puuttua, jos tekijä kykenee osoittamaan kaupankäynnille olleen jonkin muun hyväksyttävän ja uskottavan perusteen. Hyötymistarkoituksessa tapahtuvan sisäpiirintiedon hyväksikäytön ohella AML 5:2:ssä edellytetyn sisäpiirintiedon *käyttämisen* kriteerin ei lähtökohtaisesti voida katsoa täyttyvän seuraavissa tyyppitapaustilanteissa.

RL:n säännöksen edellyttämän hyötymistarkoituksen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä sekä AML:n säännöksen edellyttämän sisäpiirintiedon käytön voidaan katsoa ensinnäkin puuttuvan, mikäli kaupan kummallakin osapuolella on kaupan kohteesta samat tiedot.[184] Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellolla on katsottava tarkoitetun suojella konkreettisen kaupan toista osapuolta siltä, ettei kaupan toinen osapuoli käytä suhteessa toiseen osapuoleen sisäpiirintietoa hyväkseen.

---

[182] HE 254/1998 s. 21.

[183] Vrt. Kurenmaa s. 68, 175–185 ja 359, joka on tutkimuksessaan käsitellyt vastaavia tilanteita ns. turvasatamaopin alaisuudessa. Turvasatamasäännösten tarkoitus on antaa ennakolta suojaa tilanteisiin, joissa arvopaperikauppoja ei tehdä sisäpiirisäännösten tarkoituksen vastaisesti, vaikka menettely muuten täyttäisikin tunnusmerkistön objektiiviset kriteerit. Turvasatamasäännöksissä on Kurenmaan mukaan kyse seikoista, jotka poistavat sinänsä tunnusmerkistön mukaisilta teoilta niiden kielletyn luonteen tai toimivat eräänlaisina teon oikeuttamisperusteina. Kurenmaan mukaan suomalainen sisäpiirisääntely ei sellaisenaan tarvitse erillisiä turvasatamasäännöksiä, mikä johtuu tunnusmerkistöön kuuluvasta hyötymistarkoituksen vaatimuksesta.

Ruotsissa ei lain säännöksissä ole sen sijaan nimenomaista vaatimusta siitä, että sisäpiirintietoa tulee ”käyttää”. Sisäpiiririkokseksi katsotaan se, jos tekijä kävi kauppaa hetkenä, jolloin hänellä oli hallussaan sisäpiirintietoa. Ruotsissa ei näyttövaikeuksien vuoksi ole haluttu asettaa lakiin yleistä vaatimusta siitä, että tietoa on tosiasiallisesti tullut käyttää hyväksi. Ruotsin lainsäädäntöön on kuitenkin otettu nimenomaisia poikkeussäännöksiä, joiden perusteella tietoa ei tietyissä tilanteissa katsota käytetyn. Ks. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 5 § sekä prop. 2004/05:142 s. 58–59 ja Jacobson – Lycke s. 306–307.

Englannissa sisäpiirintiedon väärinkäytön edellytyksenä on, että henkilö on toiminut sisäpiirintiedon perusteella (”on the basis of”). Ks. The Code of Market Conduct 1.3.3 E, jossa on annettu esimerkkejä tilanteista, joissa käyttäytymisen ei katsota tapahtuneen sisäpiirintiedon perusteella.

[184] Ks. näin myös HE 137/2004 s. 64.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön rajatapauksena voidaan kuvitella seuraavaa tilannetta: Oletetaan henkilön A haluavan ostaa huomattavan erän noteeratun yhtiö X:n osakkeita. A etsii kyseisille osakkeille myyjän henkilö B:n. Kauppaa ennen B ilmoittaa A:lle, että hänellä on asemansa vuoksi hallussaan mahdollisesti sisäpiirintiedoksi määriteltävää tietoa yhtiöstä X. Mikäli B ei kuitenkaan tarkemmin paljasta (esimerkiksi yhtiön X käymien rahoitusneuvottelujen ja niihin sisältyvien salassapitovelvoitteiden vuoksi) A:lle sisäpiirintiedon sisältöä tai sen olennaisuutta, voidaan kysyä, käyttikö B hyväkseen sisäpiirintietoa, vaikka A B:n ilmoituksesta huolimatta suostuu ottamaan riskin ja ostamaan kyseiset osakkeet. Ratkaisua ei yksiselitteisesti ole annettavissa mutta lähtökohtana voitaneen pitää sitä, kuinka merkittävästi tieto tosiasiallisesti poikkeaa siitä, mitä A:lla B:n ilmoituksen perusteella oli syytä olettaa. Jos esimerkiksi B on ilmoittanut tiedon olevan vain jossain määrin kielteistä yhtiö X:n kannalta mutta jälkikäteen ilmenee, että yhtiö X on tosiasiassa ollut merkittävissä taloudellisissa vaikeuksissa, voidaan tällöin sisäpiirintietoa katsoa käytetyn hyväksi.[185]

Toisena esimerkkinä sisäpiirintiedon käyttämistä koskevan edellytyksen puuttumisesta on johdannaissopimuksesta johtuvan velvoitteen täyttäminen, vaikkakin henkilöllä olisi sopimuksen velvoitteen täyttäessään hallussaan sisäpiirintietoa.[186] MAD:n mukaan rahoitusvälineiden hankinnan tai luovutuksen välttämättä edellyttäessä tällaiseen liiketoimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä hankinta- tai luovutuspäätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen *toteuttamista* ei pitäisi sinänsä pitää sisäpiirintiedon käyttämisenä.[187] MAD:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksiä ei myöskään sovelleta liiketoimiin, jotka on tehty eräänty neen rahoitusvälineiden hankinta- tai luovutusvelvoitteen täyttämiseksi, kun tämä velvoite johtuu *sopimuksesta*, joka tehtiin ennen kuin asianomaisella henkilöllä oli sisäpiirintietoa hallussaan.[188] Vastaava säännös on sisällytetty myös

[185] Vaikka sisäpiirintiedon käytön ja hyötymistarkoituksen voidaankin katsoa puuttuvan tilanteissa, joissa kaupan kummallakin osapuolella on kohteesta samat tiedot, voi yksittäistapauksissa tulla arvioitavaksi mahdollisen hyötymistarkoituksen olemassaolo muilla tavoin. Kielteistä sisäpiirintietoa hallussaan pitävä henkilö voi esimerkiksi myydä arvopaperinsa määräysvallassaan olevalle yhtiölle ja tavoitella näin hyötyä esimerkiksi verotuksellisista syistä. Muut markkinoilla toimivat sijoittajat voivat tällaisessa tilanteessa myös saada sisäpiiriläisten kesken toteutetuista kaupoista harhaanjohtavaa informaatiota. Näin erityisesti silloin, jos kahden osapuolen keskinäisen kaupan kauppahinta poikkeaa vallitsevasta kurssitasosta, eivätkä muut markkinaosapuolet voi tietää kaupan perustana olevaa sisäpiirintietoa, eivätkä myöskään voi arvioida sen merkitystä. Tällöin kyseinen menettely voi tulla arvioitavaksi mahdollisena kurssin vääristämisenä. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan säännöksen rikkomisena kyseistä menettelyä ei kuitenkaan tulisi pitää, sillä kyseisen säännöksen tarkoitus on suojella sitä, että arvopaperikaupan osapuolilla on hallussaan samat olennaiset tiedot kaupan kohteesta. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen suojatarkoitus ei ulotu verotuksellisten intresien turvaamiseen tai verosäännösten rikkomisen ehkäisemiseen.

[186] Ks. myös HE 137/2004 s. 63–64.

[187] MAD:n johdantolause 30.

[188] MAD 2 artikla 3 kohta.

AML 5:2.5:iin, jonka mukaan sisäpiirintiedon käyttöä koskevat kiellot eivät rajoita henkilön oikeutta käydä kauppaa arvopapereilla, jos arvopaperien hankinta tai luovutus perustuu sopimukseen, joka on tehty ennen kuin henkilö sai kyseistä arvopaperia koskevaa sisäpiirintietoa haltuunsa.

Esimerkiksi tapauksessa, jossa termiinisopimuksen tehneellä osapuolella ei termiinisopimusta tehdessään ole ollut hallussaan sisäpiirintietoa, on hän oikeutettu toteuttamaan termiinisopimuksen sen päättymishetkellä vaikka hänellä tällöin olisikin hallussaan sisäpiirintietoa. Myös muiden johdannaissopimusten osalta voidaan soveltaa vastaavaa lähtökohtaa. Tilanteessa, jossa henkilö toteuttaa johdannaissopimuksen sen ennalta sovittujen ehtojen mukaisesti eli käytännössä täyttää aiemmin tehdyn sopimuksen mukaisen velvollisuutensa tai oikeutensa, ei menettelyn lähtökohtaisesti voida katsoa täyttävän sisäpiirintiedon käytön edellytyksiä.[189] Tämä siitäkin huolimatta, että henkilöllä johdannaissopimuksen toteutushetkellä on hallussaan sisäpiirintietoa. Edellytyksenä on kuitenkin se, ettei kyseisellä henkilöllä ollut johdannaissopimuksen tekohetkellä hallussaan sisäpiirintietoa. Johdannaissopimuksen toteutumisen perusteella hankittujen arvopaperien edelleen myyntiä markkinoille arvioidaan kuitenkin luonnollisesti myyntihetkenä henkilöllä olevien tietojen perusteella. Näin ollen esimerkiksi termiinisopimuksen toteutumisen perusteella saatujen osakkeiden myynnissä voi täyttyä sisäpiirintiedon käytön tunnusmerkistö, mikäli henkilöllä myyntihetkellä on hallussaan sisäpiirintiedoksi määriteltävää tietoa.

Kyseinen tilanne voi tulla arvioitavaksi myös silloin kun sisäpiirintietoa hallussaan pitävä henkilö merkitsee osakkeita omistamillaan optio-oikeuksilla. Sisäpiirintiedon käytöstä ei lähtökohtaisesti voi olla kyse tilanteessa, jossa sisäpiirintietoa hallussaan pitävä henkilö merkitsee osakkeita optio-oikeuksillaan ennalta sovittujen optioehtojen mukaisesti.[190] Mikäli henkilö on kuitenkin itse hank-

---

[189] Velvollisuus on kuitenkin tässä käsitteenä tulkinnanvarainen, sillä esimerkiksi osto-optio oikeuttaa mutta ei velvoita henkilöä merkitsemään osakkeita optio-oikeuden nojalla ja siinä määritellyin ehdoin. Johdannaismarkkinoiden toiminnan turvaamiseksi tulee optio-oikeuden käyttäminen kuitenkin voida rinnastaa aiemmin tehdyn merkintäpäätöksen toteuttamiseen.

Ks. myös Kurenmaa s. 177–178, jonka mukaan olisi kohtuutonta ajatella, että henkilö, joka oli vilpittömässä mielessä option hankintahetkellä, ei saisi toteuttaa sitä edes sen päättymispäivänä, koska hän myöhemmin sai sisäpiirintietoa haltuunsa. Näin erityisesti silloin, kun on kyse ”plussalla” olevasta optiosta, jonka henkilö olisi toteuttanut sisäpiirintiedosta riippumatta.

[190] Ks. kuitenkin tiukemmasta tulkinnasta Englannin FSA Model Code LR 9 Annex 1.14, jonka mukaan yhtiön sisäpiiriläisille voidaan antaa lupa optio-oikeuksien käyttämiseksi yhtiön osakkeiden merkitsemiseksi vain poikkeuksellisesti suljetun ikkunan aikana tai aikana, jolloin yhtiöllä on hallussa sisäpiirintietoa. Edellytyksenä on, että yhtiö on ollut kyseisen kielletyn ajanjakson (suljettu ikkuna tai yhtiön hallussa ollut sisäpiirintieto) alainen poikkeuksellisen pitkän ajanjakson, ja osakkeiden viimeinen merkintäpäivä osuu ajankohtaan, jolloin yhtiö on suljetun ikkunan alainen tai sillä on hallussaan sisäpiirintietoa. Edellytyksenä luvan antamiselle on tällöin myös se, ettei kyseisen sisäpiiriläisen voida kohtuudella edellyttää käyttäneen optio-oikeuksiaan aiemmin, jolloin kyseisiä rajoituksia ei ollut olemassa.

kinut kyseiset optio-oikeudet markkinoilta, edellytyksenä on, ettei henkilöllä optio-oikeudet hankkiessaan ollut sisäpiirintietoa hallussaan.[191]

> Tulkinnanvarainen on sen sijaan tilanne, jossa yhtiön hallituksella on optio-oikeuksien liikkeeseenlaskusta ja sen tarkemmista ehdoista päättäessään (tai yhtiökokoukselle päätösehdotuksen tehdessään) hallussaan myönteistä sisäpiirintietoa. Tällöin voidaan kysyä, käyttääkö yhtiön hallitus optio-oikeuksien liikkeeseenlaskusta ja luovutuksesta päättäessään sisäpiirintietoa optio-oikeuksien vastaanottajien hyväksi. Kyseisessä tilanteessa voitaisiin optiojärjestelyn – ja lähinnä merkintähinnan määräytymisen ajankohtaa koskevista – ehdoista riippuen katsoa sisäpiirintietoa käytetyn optio-oikeuksien vastaanottajien hyväksi suhteessa yhtiöön ja sen osakkeenomistajiin. Perusteluna on se, että tällöin osakkeiden merkintäehdot ovat edullisemmat kuin silloin, jos kyseinen myönteinen sisäpiirintieto olisi hinnoiteltu osakkeen merkintähintaan optio-oikeuksien ehdoista päätettäessä.[192]

Sisäpiirintietoa merkintähetkellä hallussaan pitävä henkilö ei sitä vastoin voi sisäpiirintiedon käyttösäännöksen estämättä myydä optio-oikeuksiaan esimerkiksi saadakseen varat osakkeiden merkitsemiseksi. Kyseinen ”myy ja merkitse” -järjestely voi täyttää sisäpiirintiedon käytön tunnusmerkistön, mikäli henkilöllä

Vrt. Annola 2005 s. 321–323, jonka mukaan tilanteessa, jossa sisäpiiriläinen olisi merkinnyt osakkeita ilman sisäpiirintietoa, ei sisäpiirintiedon hallussapito merkinnän yhteydessä tee merkinnästä moitittavaa. Annola kuitenkin perustellusti katsoo osakejohdannaisten ja optio-oikeuksien toteutuksessa voitavan tietyissä tilanteissa käyttää hyväksi sisäpiirintietoa. Osakkeiden merkintä optio-oikeuksilla voi olla esimerkiksi kannattavaa myönteisen sisäpiirintiedon vuoksi tilanteessa, jossa merkintäkurssi ylittää osakkeen päivän kurssin. Merkinnän jälkeen julkistettava positiivinen sisäpiirintieto voi johtaa arvopaperin arvon nousemiseen yli merkintäkurssin. [Annolan esittämään voidaan tässä selvennyksen vuoksi lisätä se, että merkintäajan on tällöin umpeuduttava ennen tiedon julkistamista, jotta kyse voitaisiin katsoa olevan sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä. Ks. myös Annola s. 319.]

Annolan esittämän esimerkin lisäksi voidaan mainita tilanne, jossa merkitsijä voisi merkintäajankohdan valitsemalla vaikuttaa merkintähinnan määräytymiseen. Tällöin merkitsijä voisi merkintäajankohdan valitsemalla käyttää hyväkseen sisäpiirintietoa.

[191] Ks. myös HE 137/2004 s. 64.

[192] Englannissa yhtiö voi suljetun ikkunan aikana tai aikana, jolloin yhtiöllä on hallussa sisäpiirintietoa myöntää yhtiön sisäpiiriläisille yhtiön osakkeita koskevia optio-oikeuksia vain tiettyjen ehtojen täyttyessä. Optio-oikeuksien myöntämisen tulee tapahtua kannustinjärjestelmän ehtojen mukaisesti, jota ei ole laadittu tai muutettu suljetun ikkunan aikana tai aikana, jolloin yhtiöllä on ollut hallussaan sisäpiirintietoa. Edellytyksenä on myös se, että joko (1) yhtiön osakkeenomistajien hyväksymissä tai tiedoksi saamissa kannustinjärjestelmän ehdoissa on määrätty optio-oikeuksien myöntämisen ajankohta tai (2) optio-oikeuksien myöntämisen ajankohta on yhdenmukainen kyseisen kannustinjärjestelmän aiempien myöntämisajankohtien kanssa. Kannustinjärjestelmän täytyy sisältää myös ennalta määritellyt ehdot joko myönnettävien optio-oikeuksien määrästä tai niiden hankintaan käytettävästä kokonaisvastikkeesta. Viimeisenä edellytyksenä on se, että optio-oikeuksien myöntämättä jättäminen voisi indikoida, että yhtiöllä on hallussaan sisäpiirintietoa. FSA Model Code LR 9 Annex 1.13.

on myyntihetkellä hallussaan kyseisten arvopaperien kohdeyhtiön kannalta kielteistä sisäpiirintietoa.[193]

Sen sijaan erilaiset ei-velvoittavat sitoumukset tai esimerkiksi valtuutukset voivat ainoastaan jossain määrin vähentää teon syyksiluettavuutta. Hyvän esimerkin tarjoaa valtionsyyttäjän tekemä syyttämättäjättämispäätös, jonka mukaan syytteen nostamista vastaan puhui se, että esitutkinnasta saadun selvityksen mukaan A:n ostotoimeksiantojen pääasiallisena perusteena ei ollut sisäpiirintieto, vaan A:n edustamiensa yhtiöiden johtoryhmän kokouksessa aiemmin saama valtuutus kyseisille ostoille. A:n tahallisuutta vähensi siten tarkoitus toimia osakekaupan osapuolten aikaisemmin tekemien päätösten perusteella.[194] Perustelujen mukaan aiemmin saatu valtuutus ostoille siten ainoastaan vähensi teon tahallisuutta mutta ei poistanut teon kiellettyä luonnetta.

Ongelmia voi syntyä myös tilanteissa, joissa arvioitavana on, onko tietty yhtiön palveluksessa oleva henkilö käyttänyt kaupankäynnissään hyväksi yhtiön tai sen muiden työntekijöiden hallussa ollutta sisäpiirintietoa. Vastaavasti ongelmia voi aiheutua siitä, onko yhtiö käyttänyt hyväksi tietyillä yhtiön palveluksessa olevilla henkilöillä hallussa ollutta sisäpiirintietoa. Yhtiön on tällöin kyettävä esimerkiksi käytössä olevien ”kiinanmuurien” perusteella osoittamaan, etteivät kyseiset sisäpiirintietoa hallussaan pitäneet yhtiön työntekijät olleet osallistuneet tai vaikuttaneet yhtiön puolesta tehtäviin sijoituspäätöksiin.[195]

4.3.1 Huomattavien osake-erien kaupat

Sisäpiirintiedon hyväksikäytön sääntelyn kannalta ongelmallisiksi on lain esitöissä katsottu tapaukset, joissa määräämisvallassa oleva osakkeenomistaja myy koko omistuksensa tai joissa osakkeiden hankkiminen tai luovuttaminen liittyy jotakin liiketoiminnan osaa koskevaan kauppaan.[196] Lain perusteluissa katso-

---

[193] Ks. myös Ratan lausunto 11.9.2001, dnro 17/280/2001 ja Karjalainen – Parkkonen s. 346–347. Ks. myös HE 137/2004 s. 64, jossa ilmeisesti erehdyksessä on virheellisesti katsottu ”myy ja merkitse” -järjestelyn voivan täyttää sisäpiirintiedon käytön edellytyksen, jos henkilöllä on myyntihetkellä hallussaan *myönteistä* sisäpiirintietoa.

Ks. vastaavasta tulkinnasta Englannin FSA Model Code LR 9 Annex 1.15, jonka mukaan yhtiön sisäpiiriläinen ei kiellettynä ajanjaksona saa myydä optio-oikeuksien nojalla saamiaan osakkeita, ”myy ja merkitse” -järjestely mukaan lukien, ellei hän ole tehnyt sitä koskevaa sitovaa sopimusta aikana, jolloin yhtiössä ei ollut voimassa kyseistä kiellettyä ajanjaksoa.

[194] Ks. Valtakunnansyyttäjänviraston päätökset (00/1035–1039) syyttämättä jättämisestä 12.12.2000.

[195] Ks. Englannin osalta The Code of Market Conduct 1.3.3E sekä 1.3.5E, joissa yhtiön sisäisten kiinanmuurien on katsottu voivan osoittaa, ettei toiminta ole tapahtunut sisäpiirintiedon perusteella.

[196] Ks. HE 254/1998 s. 22, jossa ongelman katsotaan johtuvan siitä, että määräämisvallassa oleva osakkeenomistaja on usein asemansa johdosta yhtiön hallinnossa tietoinen myös yhtiön sellaisista suunnitelmista tai yhtiötä koskevista seikoista, jotka ovat sisäpiirintietoa.

taan, ettei määräämisvallan antavan osake-erän luovuttamisella tai vastaanottamisella ole sama tavoite kuin arvopaperikaupassa yleensä. Ostaja 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 liiketoiminnan uudesta järjestelystä.[197] Kun kauppaneuvotteluissa kohteena ei ole yksinomaan osakkeen arvo, vaan myös kysymyksessä olevan liiketoiminnan arvo ja uudelleenjärjestelyn vaikutus osakkeen arvoon, osapuolten on lain perustelujen mukaan vaihdettava riittävästi liiketoimintaa koskevia tietoja kohteen arvon määrittämiseksi ja kauppahintana käytetyn osake-erän arvon arvioimiseksi. Kyseiset rakennemuutokset on katsottu tarpeellisiksi, eikä niiden yhteydessä tapahtuvien arvopaperien siirtojen ole katsottu vaarantavan arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta, vaikkakin kaupan osapuolet vaihtavat myös sisäpiirintietoina pidettäviä tietoja. Arvopaperit toimivat näissä kaupoissa usein maksuvälineinä, eivätkä kyseiset arvopaperit sijoituskohteina ole edes kaupan varsinainen tavoite. Sen vuoksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa säännöstä ei lain perustelujen mukaan ole tarkoitettu ulottaa koskemaan liiketoiminnan arvon määrittämiseksi tarvittavien tietojen vaihtoa tällaisten luovutusten yhteydessä. Tässä tilanteessa kaupan molemmat osapuolet käyttävät samaa kummankin tuntemaa sisäpiirintietoa keskinäisessä kaupankäynnissään.[198]

Lain perusteluja voidaan kritisoida osin siitä, että niiden perusteella tiettyjen merkittävien osake-erien hankkimisen tai luovutuksen yhteydessä on sallittua käyttää hyväksi sisäpiirintietoa.[199] Toisaalta perusteluja voidaan pitää ymmärrettävinä siksi, että niiden tavoitteena on kyseisten kaltaisten liiketoimintajärjestelyjen helpottaminen. Sisäpiirintiedon luovuttamisen salliminen on myös yhtiön ja sen osakkeenomistajien kannalta perusteltua, sillä huomattavien osake-erien ostajien ostohalukkuuteen ja heidän maksamaansa hintaan vaikuttaa se, kuinka tarkkaa ja yksityiskohtaista tietoa heillä on yhtiöstä käytettävissään.

Edellä mainitut perustelut eivät kuitenkaan täysin tavoita asian ydintä. Keskeisin tiedon käytön sallimista puoltava tekijä on se, ettei esimerkiksi huomattavan osake-erän ostaja hyödynnä liiketoiminnan arvon määrittämiseksi saamaan-

---

[197] 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 yhtiön osakkeita. HE 254/1998 s. 22.

[198] HE 254/1998 s. 22. Eri asia on, jos toinen kaupan tai järjestelyn osapuolista omaa sisäpiirintiedoksi määriteltävää olennaista tietoa, jota ei ole toisen osapuolen, eikä myöskään markkinoiden tiedossa.

[199] Ks. esitetystä kritiikistä Mäntysaari 2002 s. 318.

sa tietoa suhteessa muihin markkinoilla toimiviin sijoittajiin. Kyseistä tietoa saa hyödyntää ainoastaan kyseisten osapuolten välisessä kaupassa. Lain perusteluissa esiin nostetut esimerkit määräämisvallan siirtymiseen oikeuttavista arvopaperien kaupoista ja toisaalta liiketoimintakaupoista antavat osin harhaanjohtavan kuvan sisäpiirintiedon sallitusta hyväksikäytöstä, mikäli hyväksyttävyys rajataan ainoastaan näihin tilanteisiin. Ratkaisevaa sisäpiirintiedon hyväksikäytön kannalta on kuitenkin lopulta ainoastaan se, onko kaupan kummallakin osapuolella käytettävissään samat tiedot kaupan kohteena olevan arvopaperin hintaan vaikuttavista tiedoista vai ei, riippumatta itse kaupan suuruudesta tai sen tarkoituksesta.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto ei myöskään rajoita mahdollisuutta suorittaa *due diligence* -tarkastusta.[200] Sisäpiirintiedon ilmaisukiellon (AML 5:2.2) näkökulmasta tilanne voi kuitenkin muodostua ongelmalliseksi. Kysymys on siitä, annetaanko sisäpiirintietoja listayhtiön puolesta osana tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Lähtökohtana voidaan pitää sitä, että listayhtiöllä on sisäpiirintiedon ilmaisukiellon estämättä oikeus ilmaista due diligence -tarkastuksen yhteydessä sisäpiirintietoa tarkastuksen tekijälle, mikäli tarkastuksen tekijän aikomuksena on tehdä yhtiön osakkeista julkinen osto- tai lunastustarjous. Tällöin olennaiset tiedot tulevat julkisiksi tarjousasiakirjassa. Kyseisissä tilanteissa tietojen ilmaisemisen voidaan katsoa tapahtuvan osana yhtiön edustajan tavanomaista työtä tai tehtävien suorittamista, koska tietojen ilmaisun salliminen on yhtiön ja sen osakkeenomistajien intressien mukaista. Vastaava tulkinta voidaan omaksua esimerkiksi sellaisten liiketoimintakauppojen tai muiden järjestelyjen osalta, joissa tietojen ilmaisemista on pidettävä yhtiön ja sen osakkeenomistajien edun mukaisena.[201]

---

[200] Ks. Ratan lausunto 12.9.1997, dnro 8/264/97.

[201] Tällaisissa tilanteissa voitaisiin AML 2:7:n ja toisaalta osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden näkökulmasta arvioida sitä, tulisiko yhtiön julkistaa myös markkinoille se tieto, jonka se on antanut tarkastuksen tekijälle. Edellytyksenä julkistamisvelvollisuudelle on kuitenkin kyseisen tiedon julkistamisvalmius ja olennaisuus. Esimerkiksi tarkastuksessa saatujen tietojen koskiessa valmistelun alaisia tai keskeneräisiä asioita, ei yhtiölle synny julkistamisvelvollisuutta. Julkistamisvelvollisuuden edellytyksenä tulee olla myös se, ettei julkistaminen ole yhtiön ja sen osakkeenomistajien etujen vastaista.

Mäntysaari on katsonut yhtiön hallituksella olevan oikeus päättää osakkeen ostajan oikeudesta suorittaa yhtiössä due diligence -tarkastus, jollei päätös ole epäoikeutetun edun kiellon vastainen. Päätöstä ei ole pidettävä epäoikeutetun edun kiellon vastaisena, kun sille voidaan esittää yhtiön kannalta perusteltu syy, joka on hyväksyttävä. Mäntysaaren mukaan päätökselle ei ole hyväksyttävää syytä esimerkiksi silloin, kun syynä on yhtiön edun syrjäyttäminen tai osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden loukkaaminen. Mäntysaaren mukaan hallituksen antaessa ostajalle mahdollisuuden suorittaa due diligence -tarkastuksen, hallituksen on annettava vastaava mahdollisuus myös myyjälle. Ks. Mäntysaari 2002 s. 314.

Due diligence -tarkastuksen yhteydessä kohdeyhtiön edustajat voivat siten pääsääntöisesti ilmaista tarkastuksen suorittajille sisäpiirintietoa ja vastaavasti ostaja voi sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syyllistymättä käyttää kohdeyhtiöstä saamiaan sisäpiirintietoja hyväkseen *kyseisen kaupan* tai *tarjouksen yhteydessä*. Merkitystä ei tällöin ole sillä, toteutetaanko kyseinen kauppa sopimuskauppana pörssissä vai sen ulkopuolella.[202] Due diligence -tarkastuksessa saadun tiedon hyväksikäyttö on katsottava sallituksi kuitenkin ainoastaan niissä tilanteissa, joissa due diligence -tarkastuksessa saatuja tietoja tullaan käyttämään hyväksi suhteessa sellaiseen osapuoleen, jolla on käytettävissään samat tiedot kuin tarkastuksen tehneellä kaupan osapuolella.

Due diligence -tarkastuksen kohdistuessa julkistamattomiin ja usein sisäpiirintiedoiksi luokiteltaviin tietoihin, ei saatuja sisäpiirintietoja saa käyttää hyväksi luovuttamalla tai hankkimalla kysymyksessä olevan yhtiön osakkeita tavanomaisessa kaupassa tai neuvomalla toista sellaista arvopaperia koskevassa kaupassa.[203] Tavanomaisella kaupalla tarkoitetaan siten osakkeiden ostamista tai myymistä pörssissä. Vastaavaa kieltoa voidaan kuitenkin soveltaa myös pörssin ulkopuolella toteutettaviin sopimuskauppoihin, mikäli kaupan osapuolilla ei ole kaupan kohteesta samoja tietoja. Kiellettyä on myös käyttää hyväksi due diligence -tutkimuksessa saatuja tietoja esimerkiksi ostamalla kohdeyhtiön osakkeita pörssistä yrityskaupan tai muun järjestelyn jäädessä toteutumatta.

Edellä mainittuja periaatteita voidaan vastaavasti soveltaa myös ns. *management buy-out* (MBO) -kauppoihin, joissa pörssiyhtiön toimiva johto hankkii huomattavan erän yhtiönsä osakkeita. Myöskään kyseisessä tilanteessa merkitystä ei sinänsä ole sillä, hankkiiko yhtiön johto määräysvaltaan oikeuttavan osake-erän vai tätä pienemmän osake-erän. Olennaista on ainoastaan se, että sekä ostajana toimivalla yhtiön johtohenkilöillä että myyjänä toimivilla osakkeenomistajilla on hallussaan kaupan kohteesta samat tiedot. Ostajana toimiva yhtiön johto ei kuitenkaan saa käyttää hallussaan olevaa sisäpiirintietoa hyväkseen markkinoilla toimiviin muihin sijoittajiin nähden hankkimalla yhtiön osak-

---

[202] Vrt. Mäntysaari 2002 s. 312–317, jonka mukaan kohdeyhtiön edustajat syyllistyvät rikoslain sanamuodon ja perustelujen mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, kun he sallivat due diligence -tarkastuksen pyrkimättä huolehtimaan siitä, että ostaja saa tietoonsa ainoastaan sellaista tietoa, joka ei ole sisäpiirintietoa. Mäntysaaren mukaan kyseinen menettely täyttää välillisen neuvomisen tunnusmerkistön. Mäntysaari kuitenkin katsoo, että due diligence -tarkastuksessa saadun tiedon käyttäminen on sallittua silloin, kun sijoittaja on saanut oikeuden due diligence -tarkastukseen, tarkastuksen tulos on sekä osakkeet luovuttavan osakkeenomistajan että osakkeet ostavan sijoittajan käytettävissä ja kauppa toteutetaan markkinapaikan ulkopuolella. Tällöin kumpikaan markkinapaikan ulkopuolella toteutetun kaupan osapuolista ei ole käyttänyt sisäpiirintietoa markkinoilla toimiviin sijoittajiin nähden. Mäntysaaren mukaan markkinoilla toimivia sijoittajia on tällöin kohdeltu yhdenvertaisesti, koska kauppa ei koske heitä lainkaan.

[203] HE 254/1998 s. 22.

keita yleisöltä tavanomaisessa markkinakaupassa. Tilanteessa, jossa yhtiön johto aikoo toteuttaa kaupan osaksikin hankkimalla yhtiön osakkeita markkinoilta toimivilta sijoittajilta, tulee sen julkistaa markkinoille ennen hankintoja hallussaan olevat sisäpiirintiedot.[204]

4.3.2 Julkiset ostotarjoukset

Sisäpiirintiedon väärinkäytön arviointi erityisesti julkisten ostotarjousten yhteydessä on keskeinen, sillä juuri kyseisiin tilanteisiin liittyvät merkittävimmät sisäpiirintiedon väärinkäytön mahdollisuudet. Arviointia vaikeuttaa olennaisesti se, ettei lainsäädännössämme ole selkeästi otettu kantaa sisäpiirintiedon väärinkäyttö -tilanteisiin julkisten ostotarjousten yhteydessä. Lain perusteluissa asiaa on käsitelty ainoastaan lyhyesti. Lain perustelujen mukaan sisäpiirintietoa ei ole luonnollisen henkilön julkistamaton tieto omasta päätöksestään, kuten ostotarjouksen tekijälle tieto julkisesta ostotarjouksesta ennen siitä päättämistä tai julkistamista tai tämän jälkeen.[205] Kyseisten esitöiden pohjana olleessa komiteanmietinnössä puolestaan todettiin, että julkista ostotarjousta koskeva tieto ei luonnollisesti ennen tarjouksesta päättämistä ja sen julkistamista eikä tämän jälkeenkään ole sisäpiirintietoa sille henkilölle (tarjouksen tekijä), joka suunnittelee tarjouksen tekemistä omaan lukuunsa.[206] Lisäksi perusteluissa todetaan, että sellainen luonnollinen henkilö, joka toteuttaa päätöstä (tarjouksen) sen tehneen yhteisön lukuun, ei saa omaksi tai toisen hyväksi käyttää hallussaan olevaa sisäpiirintietoa eikä luovuttaa sitä.[207] Ostotarjouksen tekijän on siten tulkittava saavan itse käydä kauppaa kohdeyhtiön osakkeella, koska henkilön oma päätös ei hänelle itselleen ole sisäpiirintietoa.[208] Sen sijaan muut henkilöt eivät saa käyttää hyväksi tietoa toisen suunnittelemasta ostotarjouksesta.

---

[204] Ks. samansuuntaisesti Kurenmaa s. 141–142, joka käsittelee sisäpiirintiedon väärinkäyttöä lähinnä julkisten ostotarjousten avulla toteutettujen MBO-kauppojen näkökulmasta.

[205] HE 318/1992 s. 35.

[206] KM 1991:48 s. 380.

[207] HE 318/1992 s. 35. Ks. Englannin osalta The Code of Market Conduct 1.3.2E(4), jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttönä pidetään seuraavaa toimintaa: "…in the context of a takeover, a person who acts for the offeror or potential offeror dealing for his own benefit in a qualifying investments or related investments on the basis of information concerning the proposed bid which is inside information."

[208] Ks. samoin Annola 2001b s. 32 ja Kurenmaa s. 138–140. MAD:n johdantolauseessa 30 todetaan: "Koska rahoitusvälineiden hankinta tai luovutus välttämättä edellyttää tällaiseen liiketoimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä hankinta- tai luovutuspäätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen toteuttamista ei pitäisi sinänsä pitää sisäpiiritiedon käyttämisenä."

Ks. myös Annola 2005 s. 328, jonka mukaan ostotarjouksen tekijän kaupankäynnin voidaan katsoa perustuvan itse päätökseen tietyn osakemäärän hankkimisesta eikä varsinaisesti julkistettavaan ostotarjoukseen. Ostotarjouksen yhteydessä tarjouksen tekijälle arvopapereiden hankkiminen ennen tarjouksen julkistamista voidaan Annolan mukaan oikeuttaa myös sillä perusteella, että tar-

Ostotarjouksen valmistelun yhteydessä kohdeyhtiöstä voidaan myös saada sisäpiirintietoa esimerkiksi yhtiöstä tehtävän due diligence -tarkastuksen yhteydessä.[209] Lähtökohdaksi sisäpiirintiedon hyväksikäytölle julkisten ostotarjousten valmistelun yhteydessä on otettava se, että itse tarjouksen tekijä on ostotarjouksen tekemiseksi ja sen ehtojen määrittelemiseksi oikeutettu käyttämään hyväkseen tietoa, jota hän ostotarjouksen valmistelun yhteydessä kohdeyhtiöstä on saanut.[210] MAD:ssa julkisten ostotarjousten osalta on myös todettu, ettei toista yhtiötä koskeviin sisäpiiritietoihin pääsemistä ja tämän tiedon käyttämistä julkisten ostotarjousten yhteydessä määräysvallan hankkimiseksi kyseisessä yhtiössä tai sulautumista koskevan ehdotuksen tekemiseksi tulisi pitää sisäpiirikauppana.[211] Ostotarjouksen tekijällä ei kuitenkaan ole oikeutta käyttää kohdeyhtiöstä saamaansa sisäpiirintietoa hyväksi osakkeiden markkinoilta hankkimisessa vaan ainoastaan tarjouksen tekemiseksi.

Näin ollen hyväksyttävänä voidaan pitää sitä, että julkisen ostotarjouksen tekijä hankkii markkinoilta kohdeyhtiön arvopapereita ennen ostotarjouksen julkistamista. Ostotarjouksen tekijä ei kuitenkaan saa hankkia kohdeyhtiön arvopapereita markkinoilta enää sen jälkeen, kun se kohdeyhtiöön tekemän due diligence -tarkastuksen perusteella tai muutoin on saanut haltuunsa kohdeyhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa. Tämän ohella ostotarjouksen tekijän on myös tarjousasiakirjassa julkistettava hallussaan olevat kohdeyhtiötä koskevat sisäpiirintiedot.[212]

4.3.3 Omaisuudenhoito

Omaisuudenhoitosopimusten osalta voi myös muodostua vaikeita tulkintatilanteita sisäpiirintiedon mahdollisen hyväksikäytön kannalta. MAD:n mukaan sisä-

---

jouksen tekijällä ei tietoa tuottaessa ole ollut rakenteellista informaatioetua muihin markkinatoimijoihin nähden.

[209] Ks. myös The Code of Market Conduct 1.3.18 G, jonka mukaan ostotarjousten yhteydessä voi olla kahdenlaista sisäpiirintietoa: ”(1) information that an offeror or potential offeror is going to make, or is considering making, an offer for the target; (2) information that that an offeror or potential offeror may obtain through due diligence.”

[210] Kyseiset tarjoushinnan määrittämiseksi saadut tiedot joudutaan myös julkistamaan myöhemmin julkistettavassa ostotarjousta koskevassa tarjousasiakirjassa. Ks. HE 137/2004 s. 64.

[211] MAD:n johdantolause 29.

Vrt. The Code of Market Conduct 1.3.19 E, jonka mukaan: ”In the opinion of the FSA, the following factors are to be taken into account in determining whether or not a person’s behaviour is for the purpose of him gaining control of the target company or him proposing a merger with that company, and are indications that it is: (1) whether the transactions concerned are in the target company’s shares; or (2) whether the transactions concerned are for the sole purpose of gaining that control or effecting that merger.”

[212] Kyseisen velvollisuuden voidaan katsoa perustuvan sekä velvollisuuteen julkistaa tarjousasiakirjassa olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi (AML 6:3.1) sekä itse sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoon.

piirintiedon käyttönä ei vielä tulisi pitää sitä, että sisäpiirintietoa hallussaan pitävä henkilö, jolla on lupa toteuttaa toimeksiantoja kolmansien lukuun, toteuttaa toimeksiannon moitteettomasti.[213] Lähinnä tämän voidaan katsoa koskevan omaisuudenhoitajia ja välittäjiä, jotka sisäpiirisäännösten estämättä voivat toteuttaa asiakkaaltaan saamiaan toimeksiantoja asiakkaan ohjeiden mukaisesti, siitä huolimatta, että heillä itsellään olisi hallussaan sisäpiirintietoa. Omaisuudenhoitaja tai välittäjä ei kuitenkaan tällöin saa ottaa osaa tai vaikuttaa asiakkaansa sijoituspäätöksen tekemiseen.

Ongelmallinen tilanne voi muodostua ennen kaikkea silloin, kun pysyvä tai hankekohtainen sisäpiiriläinen yksittäistapauksessa kieltää omaisuudenhoitajaansa käymästä kauppaa edustamansa yhtiön arvopapereilla tai arvopapereilla, joihin liittyvää sisäpiirintietoa hänellä on hallussaan. Tällöin myös kyseinen omaisuudenhoitaja voi tietyissä tapauksissa saada haltuunsa sisäpiirintietoa, eikä hän saa käyttää sitä hyväksi omaan tai toisen lukuun.[214] Ongelmallista on tällöin se, tulisiko omaisuudenhoitajan pidättyä kaupankäynnistä myös muiden asiakkaidensa lukuun. Tietyissä tilanteissa kaupankäynnin jatkaminen muiden asiakkaiden lukuun voi olla hyväksyttävää, jos näiden asiakkaiden sijoituspolitiikasta on riittävän täsmällisesti päätetty jo aiemmin ja kyseistä sijoituspolitiikkaa myös noudatetaan johdonmukaisesti. Omaisuudenhoitaja voi luonnollisesti myös täyttää asiakkailtaan mahdollisesti tulevat toimeksiannot.

Ulkopuolisen omaisuudenhoitajan hoitaessa pysyvän sisäpiiriläisen sijoitussalkkua on lähtökohtaisesti kolme eri vaihtoehtoa pyrkiä välttämään sisäpiirintiedon käytön riski. Ensimmäinen on se, että kaupankäynti sisäpiiriläisen oman yhtiön arvopapereilla rajataan täysin omaisuudenhoitosopimuksen ulkopuolelle ja kyseisillä arvopapereilla ei käydä kauppaa lainkaan. Toisena vaihtoehtona on se, että omaisuudenhoitaja ei saa itsenäisesti käydä kauppaa niiden yhtiöiden arvopapereilla, joiden pysyvään sisäpiiriin asiakas kuuluu. Tällöin omaisuudenhoitaja käy kauppaa kyseisillä arvopapereilla ainoastaan sisäpiiriläisen toimeksianto-ohjeiden mukaisesti. Asiakkaana oleva sisäpiiriläinen on myös voinut laatia erillisen hankintaohjelman, jota hän noudattaa. Kolmas vaihtoehto on se, että omaisuudenhoitaja käy kauppaa täysin itsenäisesti myös niiden yhtiöiden arvopapereilla, joiden sisäpiiriin asiakas kuuluu. Tällöin asiakkaana olevan sisäpiiri-

---

[213] MAD johdantolause 18.

[214] Omaisuudenhoitajan ”saastuminen” sisäpiirintiedon johdosta riippuu tällöin siitä, kuinka selkeästi itse sisäpiirintieto omaisuudenhoitajalle välittyy. Selkeimmin sisäpiirintiedon edellytykset voivat täyttyä yhtiön pysyvän sisäpiiriläisen antaessa nimenomaisen osto- tai myyntikiellon kun taas yleiseltä kaupankäyntikiellolta voi sisäpiirintiedolta edellytettävä täsmällisyyden vaatimus lähtökohtaisesti puuttua. Tiedon olennaisuuteen vaikuttaa myös se, keneltä tieto kaupankäyntikiellosta saadaan. Mitä keskeisemmässä asemassa kyseinen henkilö yhtiössä on, sitä helpommin sisäpiirintiedon kriteerit voivat täyttyä.

läisen ei tule antaa omaisuudenhoitajalleen minkäänlaista ohjeistusta sijoituspäätöksen sisällöstä tai ajankohdasta, jolloin myös sisäpiirintiedon väärinkäytön riskiltä vältytään.[215]

Vastaavasti hankekohtaisten sisäpiiriläisten asemassa olevien asiakkaiden ja omaisuudenhoitajan on omaisuudenhoitosopimusta solmiessaan tiedostettava vaihtoehdot, joiden mukaan asiakas joko aina ilmoittaa omaisuudenhoitajalle mahdollisista sisäpiiriesteistään (kuitenkaan informoimatta omaisuudenhoitajaa esteen tai tiedon sisällöstä) tai omaisuudenhoitaja toimii täysin itsenäisesti, eikä asiakas missään tilanteissa informoi omaisuudenhoitajaansa mahdollisista hankekohtaisista sisäpiiriesteistään.

4.3.4 Sisäpiiriläisten hankintaohjelmat

Listayhtiöiden sisäpiiriläiset voivat myös pyrkiä välttämään säännöksissä tarkoitetun sisäpiirintiedon käyttämisen erillisten yhtiön arvopapereita koskevien hankintaohjelmien avulla.[216] Hankintaohjelman tarkoituksena on erottaa ajallisesti toisistaan omien osakkeiden hankinnasta päättäminen ja hankinnan toteuttaminen. Tällöin mahdollisen sisäpiirintiedon käytön arviointi kytketään lähtökohtaisesti hetkeen, jolloin osakkeiden hankinnasta on *päätetty* eikä varsinaiseen osakkeiden hankintahetkeen.[217] MAD:n mukaan rahoitusvälineiden hankinnan tai luovutuksen välttämättä edellyttäessä tällaiseen liiketoimeen ryhtyvältä etukä-

---

[215] Kyseinen menettelytapa ei kuitenkaan luo asiakkaalle safe harbour -tyyppistä absoluuttista suojaa sisäpiirintiedon käyttösäännöksiä vastaan. Yksittäistapauksissa on näyttökysymyksenä ratkaistava se, onko asiakas tosiasiassa vastoin omaisuudenhoitosopimusta neuvonut omaisuudenhoitajaa yksittäisten kauppojen teossa.

Ks. myös Pörssin sisäpiiriohje kohta 6.2, jonka mukaan listayhtiön pysyvällä sisäpiiriläisellä on vastuu kaupankäyntirajoitusten noudattamisesta myös silloin, kun hänen arvopapereidensa hoito on annettu toisen tehtäväksi.

Englannissa listayhtiön sisäpiiriläisen on kiellettävä omaa tai lähipiirinsä omaisuudenhoitajaa käymästä kauppaa oman yhtiönsä arvopapereilla suljettujen ikkunoiden aikana. Merkitystä ei ole sillä, onko kyse ns. täyden valtakirjan omaisuudenhoidosta vai ei. Yhtiön sisäpiiriläisen on myös informoitava lähipiiriään ja omaisuudenhoitajaansa sisäpiiriasemastaan, suljettujen ikkunoiden ajankohdista sekä listayhtiön informointivelvollisuudesta välittömästi kauppojen tekemisen jälkeen. FSA Model Code LR 9 Annex 1.21–1.22.

Vrt. Ruotsin lain perustelut, jossa vastuun sisäpiirintiedon tuottamuksellista väärinkäytöstä katsotaan voivan täyttyä, jos pysyvä sisäpiiriläinen on antanut omaisuudenhoitajalleen avoimen valtuutuksen käydä kauppaa sisäpiiriläisen yhtiön liikkeeseenlaskemilla arvopapereilla ja tämä tekee arvopaperikaupan aikana jolloin kyseisellä sisäpiiriläisellä on pääsy sisäpiirintietoon. Prop. 2004/05:142 s. 163.

[216] Ks. myös HE 137/2004 s. 63.

[217] Kyseinen lähtökohta on omaksuttu myös Ratan lausunnossa 1.3.2002, dnro 5/280/2002. Ks. myös Karjalainen – Parkkonen s. 348–350.

teen tehtyä hankinta- tai luovutuspäätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen *toteuttamista* ei pitäisi sinänsä pitää sisäpiiritiedon käyttämisenä.[218]

Käytännössä hankintaohjelma voidaan toteuttaa siten, että sisäpiiriläinen antaa oman yhtiönsä osakkeiden hankinnan täysin ulkopuolisen arvopaperinvälittäjän tehtäväksi. Tällöin arvopaperinvälittäjä tekee sisäpiiriläisen antaman yleisen toimeksiannon perusteella yhtiön osakkeita koskevat hankintapäätökset täysin itsenäisesti. Sisäpiiriläinen ei siten tosiasiassa vaikuta yksittäisten sijoituspäätösten sisältöön tai ajankohtaan. Toisessa vaihtoehdossa sisäpiiriläinen voi itse laatia ehdoiltaan sitovan ohjelman yhtiönsä osakkeiden hankkimiseksi. Sisäpiirintiedon käyttöriskin vähentämiseksi ohjelmassa tulee olla mahdollisimman yksityiskohtaiset ehdot hankittavien osakkeiden määrästä, hankintahinnasta, hankinnan ajankohdista tai näiden määräytymisperusteista. Kyseisiä ohjelman ehtoja on myös johdonmukaisesti noudatettava.[219]

Sisäpiirintiedon käytön välttämiseksi yhtiön sisäpiiriläisen on myös laadittava osakkeiden hankintaohjelma tai annettava sitä koskeva toimeksianto välittäjälle ajankohtana, jolloin hänellä ei ole hallussaan sisäpiirintietoa. Sama periaate soveltuu vastaavasti hankintaohjelman tai toimeksiannon mahdolliseen muuttamiseen. Hankintaohjelman tai toimeksiannon muuttaminen tai sen toteuttamiseen liittyvien lisäohjeiden antaminen on tulkittava uudeksi päätökseksi ja toimeksiannoksi.[220] Mikäli yhtiön sisäpiiriläisellä kuitenkin hankintaohjelmasta päättäessään tai toimeksiannon antaessaan on hallussaan sisäpiirintietoa, joka tiedetään varmuudella julkistettavan ennen yhtiön arvopapereita koskevien ostotoimeksiantojen toteuttamista, kyse ei ole sisäpiirintiedon käytöstä.[221]

Tulkintaongelmia voi aiheutua silloin, jos osto-ohjelmassa etukäteen määriteltyjä ostoja ei noudateta johdonmukaisesti vaan jätetään esimerkiksi ostamatta tietty osake-erä, johon ohjelmassa on sitouduttu. Ongelma aiheutuu siitä, ettei

---

[218] MAD johdantolause 30.

[219] Ks. samoin Karjalainen – Parkkonen s. 350. Ks. myös Rata tiedottaa 6/2003, jossa sisäpiirintiedon väärinkäyttöepäilyjen ehkäisemiseksi Rata on suosittanut noudatettavaksi jälkimmäistä vaihtoehtoa.

[220] Vrt. Helsingin kihlakunnan syyttäjänviraston päätös (03/1711) syyttämättä jättämisestä 24.7.2003, missä epäilty oli antanut arvopaperinvälittäjälleen jatkuvan toimeksiannon, jonka perusteella välittäjä oli tarjonnut osakkeita epäillylle omasta aloitteestaan silloin kun niitä oli ollut saatavilla. Vaikka käytettävissä ei ollut tarkkaa osto-ohjelmaa, oli syyttäjän mukaan yhtiökokouksessa jo aiemmin tehty ja kirjattu hankintapäätös sekä osakkeiden jatkuvaan määräykseen perustuva ostotapa huomioitava epäillyn syyllisyyttä vastaan puhuvina seikkoina.

Kyseiset perustelut ovat osin alttiita kritiikille. Tapauksessa epäilty oli päätöksestä ilmenevien perusteiden nojalla tosiasiassa antanut aina uuden toimeksiannon välittäjän tarjotessa hänelle osakkeita. Vaikka osakkeiden hankinta perustuikin aiemmin annettuun jatkuvaan toimeksiantoon, oli epäillyllä aina hyväksynnän yksittäisille hankinnoille antaessaan mahdollisuus käyttää hyväksi sillä hetkellä hallussaan ollutta sisäpiirintietoa.

[221] Ks. Rata tiedottaa 6/2003.

arvopaperien hankkimatta tai luovuttamatta jättäminen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä ole sisäpiirisäännösten sanamuodon tai niiden perustelujen mukaan kiellettyä.[222] Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tunnusmerkistön ensimmäisen tekotavan täyttymisen voidaan katsoa edellyttävän toteutunutta kauppaa. Jotta osto-ohjelmalle voitaisiin antaa tosiasiallista vaikutusta ja uskottavuutta sisäpiirintiedon käyttösäännösten näkökulmasta, tulisi ohjelmalta kuitenkin voida edellyttää sitoutumista tiettyjen ennalta määriteltyjen osakemäärien ostamiseen.

Ongelma on helpommin ratkaistavissa silloin, kun henkilö peruuttaa koko hankintaohjelmaa koskevan toimeksiannon ennen kuin sen toteuttamista on ehditty edes aloittaa. Tällöin tunnusmerkistön edellyttämä arvopaperien hankkiminen ei täyty. Toimeksiannon osittainen peruminen on sen sijaan vaikeammin ratkaistavissa. Tilannetta olisi tarkoituksenmukaisinta arvioida siten, että sisäpiirintiedon käyttösäännöksiä sovellettaisiin ohjelman mukaisiin hankintoihin kokonaisuudessaan. Hankintaohjelma tulisi kokonaisuudessaan katsoa yhdeksi toimeksiannoksi, jonka sisältämän yksittäisen hankintaerän peruminen, sen ehtojen muuttaminen tai ohjelman mukaisten hankintojen keskeyttäminen tulkittaisiin koko hankintaohjelmaa koskevan toimeksiannon muuttamiseksi. Tällöin yksittäisenkin oston tekemättä jättäminen voitaisiin katsoa sisäpiirintiedon käytöksi, jos kyseinen peruminen tehtäisiin sisäpiirintiedon perusteella.[223] Ohjelman antaman lähtökohtaisen suojan voidaan tällaisessa tilanteessa katsoa katoavan myös muilta ohjelman mukaisilta ostoilta.[224]

Kyseisen tulkinnan soveltaminen voi laillisuusperiaatteen näkökulmasta olla osin kyseenalaista. Laillisuusperiaatteen ei kuitenkaan voida katsoa estävän kyseistä tulkintaa silloin, kun hankintaohjelmaa ja mahdollisuutta perua yksittäisiä hankintaeriä on tietoisesti käytetty sisäpiirintiedon käyttökieltojen kiertämiseen.

---

[222] Ks. myös jo edellä tekotapojen yhteydessä luvussa 4.2.3 esitettyä.

[223] Lain perustelut (HE 254/1998 s. 22 ja HE 157/1988 s. 46) eivät yksiselitteisesti puhu toimeksiannon *peruuttamisen* hyväksyttävyydestä, vaan ainoastaan arvopaperikaupasta pidättäytymisestä ja laiminlyöntinä tapahtuvasta hyväksikäytöstä. Säännöstä voitaisiin siten tulkita myös niin, että oman *aikomuksen* toteuttamatta jättäminen ei ole rangaistavaa mutta jo annetun toimeksiannon peruminen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä täyttäisi tunnusmerkistön. Näin laiminlyönti toimia sisäpiirintietoa hyväksikäyttäen olisi hyväksyttävää mutta aktiivinen toiminta ei. Toimeksiannon perumisessa ei ole kyse suunnitelman passiivisesta toteuttamatta jättämisestä, vaan jo tehdyn toimenpiteen aktiivisesta peruuttamisesta. Hankintaohjelmaa koskevan toimeksiannon (osittaista) perumista sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä ei myöskään olisi mahdotonta jälkikäteen selvittää.

[224] Menettely, jossa toimeksiannon osittaista perumista ei voitaisi katsoa sisäpiirintiedon käytöksi, johtaisi tietyissä tilanteissa säännöksen tavoitteiden vastaiseen lopputulokseen. Sisäpiiriläinen voisi tällöin esimerkiksi laatia ohjelman, jonka mukaan hän sitoutuu ostamaan yhtiön osakkeita säännöllisesti kuukausittain. Osto-ohjelmaa toteuttaessaan sisäpiiriläinen voisi aina perua yksittäisen ostoerän toteutuksen silloin, kun se hänellä olevan sisäpiirintiedon perusteella olisi hänelle edullista.

Kyseinen menettely salliessaan sisäpiiriläisten asemaan liittyvän rakenteellisen informaatioedun hyödyntämisen on omiaan horjuttamaan luottamusta markkinoiden tasapuolisuutta kohtaan.

> Tilannetta voitaisiin tietyissä tapauksissa arvioida myös toisen neuvomisena sisäpiirintietoa hyväksikäyttäen.[225] Esimerkiksi sisäpiiriläisen saadessa haltuunsa kielteistä sisäpiirintietoa ja ilmoittaessa tämän jälkeen hankintaohjelmaa toteuttavalle välittäjälleen, että tämä peruuttaisi jonkin hankintaohjelmaan sisältyneen yksittäisen hankintaerän toteuttamisen, voitaisiin kyseessä katsoa olevan alkuperäisen toimeksiannon muuttaminen ja samalla välittäjän neuvominen arvopaperia koskevassa kaupassa sisäpiirintietoa käyttäen. Tällöin ei välttämättä ole annettava merkitystä sille, ymmärtääkö välittäjä perumisen tapahtuvan nimenomaan sisäpiirintietoa käyttäen vai ei, koska sisäpiiriläinen pyrkii neuvomisella hankkimaan hyötyä itselleen.[226]

4.3.5 Yhtiön omien osakkeiden hankinta

Listayhtiöt tyypillisesti hankkivat omia osakkeitaan pääomarakenteensa kehittämiseksi, yhtiön johdon ja avainhenkilöiden palkitsemiseksi tai yritysostojen vastikkeena käytettäväksi. Yhtiön omien osakkeiden ostojen merkitys myös yhtiön voiton jakamisen muotona on viime aikoina kasvanut. Ns. johdon signalointiteoriaa on myös pidetty yhtenä keskeisenä syynä omien osakkeiden takaisinostolle. Yhtiön johto haluaa omien osakkeiden ostoilla osoittaa markkinoille, että yhtiön osake on alihinnoiteltu. Markkinoiden tehokkuuden näkökulmasta yhtiön omien osakkeiden hankintaa voidaan perustella myös sillä, että ostot parantavat etenkin pienten yhtiöiden osakkeiden likviditeettiä ja hyödyttävät siten myös yhtiön osakkeenomistajia.[227]

---

[225] Ks. HE 254/1998 s. 22–23, jossa annetun esimerkin mukaan sisäpiirintietoa tuntevan henkilön kehottaessa toista luopumaan arvopaperin myymisestä tietämänsä sen hintaa nostavan seikan vuoksi, kysymyksessä olisi säännöksessä tarkoitettu neuvominen.

Arvopaperikaupasta pidättäytymisen tapaan myöskään tässä tilanteessa sisäpiiriläinen tai neuvon saanut osapuoli ei tosin (kaupan jäädessä toteutumatta) hyödy ulkopuolisten kustannuksella, joten kyseinen peruste arvopaperikaupoista pidättäytymisen hyväksyttävyyttä arvioitaessa menettää näin myös merkitystä.

Ks. myös Annola 1990 s. 132, jonka mukaan passiivisen neuvomisen sisällyttämistä kiellon piiriin tukee periaatteellisesti myös se, että neuvominen on positiivista toimintaa, joka voidaan osoittaa helpommin kuin pelkkä sisäpiiriläisen toimimatta jättäminen. Annolan mukaan toimimatta jättämiseen tähtäävä neuvominen voi myös johtaa aktiiviseen kaupankäyntiin.

[226] Ks. hankintaohjelmista sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisyn näkökulmasta myös Häyrynen 2006.

[227] Ks. omien osakkeiden takaisinoston syistä ja ostojen vaikutuksista markkinoiden likviditeetille Tomperi s. 27–29, 71–72, 121 ss. ja 161.

Liikkeeseenlaskijan puolesta toimivat henkilöt voivat kuitenkin syyllistyä RL:ssa säädettyyn sisäpiirintiedon väärinkäyttöön myös yhtiön hankkiessa tai luovuttaessa omia osakkeitaan. Nykyisen AML 5:2:n mukaan myös itse yhtiö voi oikeushenkilönä menetellä sisäpiirintiedon käyttösäännöksen vastaisesti. Käytännössä yhtiön voi yhtiön sisäpiiriläisten tavoin olla vaikea hankkia osakkeitaan ilman riskiä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syyllistymisestä. Yhtiön hallituksella on aina hallussaan tietoa, jota markkinoilla toimivilla sijoittajilla ei ole.

Yhtiön käydessä markkinoilla kauppaa omilla osakkeillaan toimii se yhtenä markkinaosapuolena, jonka on markkinoiden tasapuolisuuden vuoksi noudatettava muiden markkinaosapuolten kanssa samoja sääntöjä. Yhtiön ostaessa omia osakkeitaan markkinoilta sisäpiiritietojen perusteella, ei myyjänä olevalla osakkeenomistajalla ole käytettävissä samoja tietoja kuin ostajana toimivalla yhtiöllä. Näin ollen kyseinen osakkeenomistaja joutuu myymään osakkeensa epätäydellisen informaation perusteella, eikä sinänsä yhtiön intressin mukainen kauppa ole kyseisen osakkeenomistajan intressien mukainen.[228]

OYL:n kuitenkin salliessa yhtiön hankkia omia osakkeitaan tulisi hankinnoille sekä omien osakkeiden hankintaa koskevien säännösten tavoitteiden saavuttamiseksi että osakkeita hankkivien tahojen oikeusvarmuuden turvaamiseksi olla tosiasiallinen mahdollisuus.[229] Yhtiön omien osakkeiden hankintoja koskevien hankintaohjelmien osalta pätevät lähtökohtaisesti samat periaatteet ja edellytykset kuin aiemmin yhtiön sisäpiiriläisten osalta on jo esitetty.

Tarkasteltaessa sisäpiirintiedon käytön mahdollisuutta yhtiön omien osakkeiden hankinnan yhteydessä on arvioinnissa otettava huomioon yhtiön edustajien hallussa olevan sisäpiirintiedon mahdollisuus sekä (1) ajankohtana, jolloin osakkeiden hankinnoista päätetään, että (2) ajankohtana, jolloin hankinnat varsinaisesti toteutetaan.[230] Käytännössä tyypillisessä tilanteessa, jossa yhtiökokous on valtuuttanut yhtiön hallituksen päättämään yhtiön omien osakkeiden hankinnas-

---

[228] Vrt. toisin Ståhlberg s. 736, joka esittää kysymyksen siitä, voidaanko yhtiötä ylipäätään pitää omien osakkeidensa suhteen sisäpiiriläisenä. Hänen mukaansa: ”…voidaan myös väittää, että yhtiöllä ei ole mitään itsenäistä intressiä vaan yhtiön intressi on sama kuin omistajien intressi. Siten asianmukaisesti toimivan yhtiön käymä arvopaperikauppa omilla osakkeillaan ei voisi samanaikaisesti olla yhtiön intressin mukaista ja omistajien intressin vastaista.”

[229] Ks. myös MAD:n johdantolause 33, jonka mukaan kaupankäynti omilla osakkeilla takaisinosto-ohjelmien mukaisesti voi joissain tilanteissa olla taloudellisista syistä oikeutettua, eikä sitä sen vuoksi tulisi sellaisenaan pitää markkinoiden väärinkäyttönä.

Ks. myös Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (03/12) syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus] missä valtionsyyttäjä katsoi lainsäädännön sisäisen systematiikan ja tarkoituksen edellyttävän, että rikoslaki jättää reaalisen mahdollisuuden osakeyhtiölain mukaan sallittuun omien osakkeiden hankkimiseen.

[230] Omien osakkeiden hankintaa koskevasta päätösmenettelystä on säädetty OYL 7 luvussa.

ta, on ensin arvioitava hallituksen tekemän päätöksen ajankohtaa osakkeiden hankinnan aloittamisesta. Hallitus ei sisäpiirintiedon käyttöön syyllistymättä voi tehdä kyseistä päätöstä, mikäli sillä päätöstä tehdessään on hallussaan sisäpiirintiedoksi määriteltävää tietoa.

Toiseksi on otettava huomioon se, että vaikka yhtiön hallituksella tai sen jäsenillä ei olisikaan päätöstä tehtäessä hallussaan sisäpiirintiedoksi määriteltävää tietoa, voi sen haltuun luonnollisesti tulla tällaista tietoa myöhemmässä vaiheessa. Tilanteessa, jossa yhtiön edustajilla on katsottava olevan hallussaan sisäpiirintietoa hankintojen varsinaisella toteutushetkellä, ei sisäpiirintiedon käytön edellytyksen kuitenkaan voida lähtökohtaisesti katsoa täyttyvän, mikäli heillä hankinnoista päätettäessä ei ole ollut hallussaan sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedoksi määriteltävän tiedon käytön arviointi on siten kytkettävä hetkeen, jolloin hankinnasta tai luovutuksesta *päätetään* eikä varsinaiseen hankinta- tai luovutushetkeen.[231]

Jotta yhtiön puolesta sen omia osakkeita käytännössä hankkivat eli yksittäisiä toimeksiantoja antavat yhtiön edustajat eivät syyllistyisi sisäpiirintiedon käyttöön, ei hallituksen tekemä hankintapäätös saa kuitenkaan jättää harkinnanvaraa toimeksiantojen toteuttamiselle.[232] Ensimmäinen keino välttää sisäpiirintiedon väärinkäytön riskit on hankintaohjelmien laatiminen. Mikäli yhtiön edustajat toteuttavat yhtiön omien osakkeiden hankintoja koskevia toimeksiantoja ennalta sitovasti määritellyn hankintaohjelman mukaisesti, ei osakkeiden hankintoja voida katsoa tällöin tehdyn sisäpiirintietoa käyttämällä, vaikka yhtiön edustajilla hankintojen toteuttamisen aikana olisikin hallussaan sisäpiirintietoa. Ohjelman laatimisessa on otettava huomioon siten se, miten paljon liikkumavaraa ohjelman ehdot tarjoavat toteutusajankohdan ja -määrän valintaan. Mitä enemmän liikkumavaraa sisältyy toteutushetkeen, sitä enemmän siirtyy toteutushetkeen myös varsinaista päätöksentekomahdollisuutta.[233]

---

[231] Ratan lausunto 1.3.2002, dnro 5/280/2002. Ks. myös MAD johdantolause 30.

[232] Ks. myös Mäntysaari 2002 s. 378, jonka mukaan sisäpiiridirektiivin (huom. kumotun) tarkoituksena ei ollut kieltää sellaista aikaisemmin tehdyn päätöksen toteuttamista, johon ei liittynyt omaa harkintavaltaa. Mäntysaaren mukaan sisäpiiridirektiiviä voitiin tämän valossa tulkita niin, että kielto koski kaikkia niitä yhtiön puolesta toimivia henkilöitä, jotka osallistuivat liiketoimen toteuttamista ja sen sisältöä koskevaan päätöksentekoon.

[233] Näin on todettu myös Ratan lausunnossa 1.3.2002, dnro 5/280/2002.

Ks. myös Ståhlberg 2000 s. 736 av. 27, joka esittää markkinoiden luotettavuuden ja ennakoitavuuden puoltavan omien osakkeiden hankkimista ennemmin säännöllisesti kuin satunnaisesti. Jos omia osakkeita hankitaan pitkäaikaisen, julkistetun omien osakkeiden hankintaohjelman mukaan, hankintoihin ei Ståhlbergin mukaan voine sisältyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ns. hyötymistarkoituksen puuttumisen johdosta.

Kuvaavan esimerkin sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen soveltamisesta yhtiöiden omien osakkeiden hankintaan tarjoaa seuraava valtionsyyttäjän tekemä syyttämättäjättämispäätös.[234]

Tapahtumatiedot
Tapauksessa oli arvioitavana se, olivatko yhtiön hallituksen jäsenet syyllistyneet sisäpiirintiedon väärinkäyttöön yhtiön hankkiessa omia osakkeita aikana, jolloin yhtiöllä oli vireillä hanke yhteisyrityksen perustamisesta toisen yhtiön kanssa. Yhtiön yhtiökokous oli 29.3.1999 valtuuttanut yhtiön hallituksen päättämään yhtiön omien osakkeiden hankkimisesta. Hallitus oli 18.5.1999 päättänyt kyseisen valtuuden mukaisesti hankkia yhtiön omia osakkeita. Yhtiön edustaja oli 21.5.1999 antanut pankkiiriliikkeelle toimeksiannon kyseisten osakkeiden hankkimiseksi. Osakkeita koskevat hankinnat oli toteutettu ajalla 26.5–2.7.1999. Yhteisyrityksen käynnistämistä koskeva pörssitiedote oli julkaistu 23.6.1999.

Perustelut
Valtionsyyttäjän mukaan yhteisyrityksen perustamista koskevan tiedon yksityiskohtaisuutta ja hankkeen toteutumisen todennäköisyyttä koskevat edellytykset olivat täyttyneet ainakin käsiteltäessä asiaa yhtiön hallituksen kokouksessa 18.3.1999. Yhtiön hallitus oli omalta puoleltaan voimakkaasti sitoutunut hankkeeseen. Toisen neuvotteluosapuolen suhtautumista hankkeeseen koskenut epävarmuus oli valtionsyyttäjän mukaan sopimusneuvotteluissa osin luonnollista. Se ei muuttanut sitä arviointia, että yhtiön kannalta kysymyksessä oli tuossa vaiheessa vakaasti tavoiteltu ja realistiseksi katsottava hanke.

Tapauksessa tuli arvioitavaksi erityisesti hyötymistarkoituksen täyttyminen. Valtionsyyttäjän mukaan mm. selonottovelvollisuuden yhteydessä hyötymistarkoituksesta ei aina ole edellytetty erityistä itsenäistä selvitystä, jos menettely on tyypillisesti sellainen, joka tunnusmerkistön muutoin täyttyessä tehdään hyötymistarkoituksessa. Sisäpiirintiedon käyttöä koskevat menettelyt valtionsyyttäjä katsoi pääsääntöisesti tällaisiksi. Asiassa tuli siten arvioitavaksi, oliko omien osakkeiden ostamiselle yhtiölle ajankohtana, jolloin yhtiön johdolla oli ollut sisäpiirintiedoksi katsottavaa tietoa, mahdollisesti ollut jokin muu syy. Kun kyseisessä tapauksessa hankintasuunnitelmaa aloitettaessa yhtiön edustajilla oli ollut sisäpiirintietoa, oli arvioitava sitä, oliko hyötymistarkoituksen puuttuminen tässä jutussa uskottava vaihtoehto. Valtionsyyttäjän mukaan tunnusmerkistö ei edellytä sisäpiirintiedosta hyötymisen olevan ainoa syy osakkeiden hankintaan. Hankintasuunnitelmaa noudatettaessakin voidaan syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.[235]

---

[234] Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (03/12) syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus]. Ks. myös muut tapaukseen liittyneet vastaavat päätökset (03/8–9, 11–18) syyttämättä jättämisestä.

[235] Kyseisen perustelun osalta on syytä huomauttaa, ettei riittävän yksityiskohtaisesti laadittua hankintaohjelmaa johdonmukaisesti toteutettaessa voida syyllistyä sisäpiirintiedon käyttöön.

> Valtionsyyttäjä katsoi, ettei asiassa ollut syytteen nostamiseen riittävää näyttöä tunnusmerkistön edellyttämästä hyötymistarkoituksesta. Päätöstä valtionsyyttäjä perusteli sillä, että yhtiön ensisijaisena tarkoituksena osakkeidensa hankinnassa oli ollut yhtiön pääomarakenteen kehittäminen ja osakkeiden käyttäminen tulevissa yritysjärjestelyissä. Osakkeiden tällainen myöhempi luovutustapa ei sinänsä poissulkenut hyötymistarkoitusta, mutta saattoi tukea sitä näkemystä, ettei ostokurssi ollut hankinnassa olennainen tekijä. Lisäksi perustelujen mukaan osakkeiden hankinnasta oli laadittu etukäteen hankintasuunnitelma, joka oli annettu välittäjän toteutettavaksi.[236] Yhtiön taholta välittäjälle annettu toimeksianto oli ollut riittävän yksityiskohtainen, mutta samalla se oli antanut välittäjälle riittävän itsenäisyyden toimeksiannon toteutuksessa. Perustelujen mukaan hankintasuunnitelmaa oli myös ostoissa noudatettu ja osakkeiden ostot oli suoritettu toteutuneen osakevaihdon ja vallinneen kurssin sanelemin tavoin.

Tehokkaan suojan edellytykset sisäpiirintiedon käyttöön syyllistymistä vastaan voidaan hankintaohjelmien osalta jakaa siten tarkemmin kolmeen osaan. Ensinnäkin yhtiön on etukäteen sitouduttava omien osakkeiden hankintoihin (tai luovutuksiin) aikana, jolloin yhtiön edustajilla ei ole hallussaan sisäpiirintietoa. Toiseksi kyseisten kauppojen määrä, hinta sekä ajankohdat taikka näiden määräytymisperusteet tulee hankintaohjelmassa olla riittävän tarkasti rajattu.[237] Kolmanneksi hankintaohjelmaa on myös johdonmukaisesti toteutettava.[238] Suojan edellytyksenä on siten se, että arvopaperikaupat on toteutettu ennalta vilpittömässä mielessä tehdyn, sitovan ja riittävän tarkan hankintaohjelman mukaisesti.

---

[236] Ks. Kurenmaa s. 259–260, joka asettaa kyseenalaiseksi hankintasuunnitelman etukäteisyyden siksi, että yhtiön hallitus oli tehnyt päätöksen omien osakkeiden hankkimisesta samassa kokouksessa, jossa se käsitteli myös kyseistä sisäpiirintietoa.

[237] Ks. samoin Mäntysaari 2002 s. 380–381, jonka mukaan tilanteessa, jossa yhtiön puolesta toimivalla henkilöllä on harkintavaltaa sen suhteen, milloin ja mihin hintaan hän osakkeita hankkii, hänellä on mahdollisuus käyttää sisäpiirintietoa hyväksi päättäessään hankintojen määrästä, ajankohdasta ja hinnasta. Mäntysaaren mukaan hallituksen jäsen ei sen sijaan voi syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön täytäntöönpannessaan yhtiökokouksen päätöstä, jos jo yhtiökokous on päättänyt osakkeiden hankinnan ajankohdasta, määrästä ja hinnasta hallitusta velvoittavalla tavalla.

[238] Mikäli yhtiö sen sijaan esimerkiksi lopettaa ohjelman mukaiset hankinnat sen jälkeen, kun yhtiön edustajat ovat tulleet tietoisiksi yhtiön osakkeen arvoon mahdollisesti kielteisesti vaikuttavasta sisäpiirintiedosta, ei yhtiön edustajien välttämättä voida katsoa syyllistyvän sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, koska päätös olla hankkimatta tai luovuttamatta arvopapereita sisäpiirintiedon nojalla ei ole lain mukaan rangaistavaa. Ks. kuitenkin edellisessä luvussa sisäpiiriläisten hankintaohjelmien yhteydessä esitetyistä tulkintasuosituksista osto-ohjelman peruuttamisen ja keskeyttämisen osalta (luku 4.3.4).

Yhtiö voi myös syyllistyä totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamiseen silloin, jos yhtiö ei toteutakaan omien osakkeiden hankintaa aiemman ilmoituksensa mukaisesti. Tällöin yhtiö voi olla velvollinen ilmoittamaan markkinoille hankintojen peruuttamisesta tai muuttamisesta, jos kyseinen muutos on sijoittajan näkökulmasta olennainen. Ks. myös Malmivaara s. 49. Yhtiön ei kuitenkaan voida katsoa olevan velvollinen julkistamaan sitä, ettei se tule käyttämään yhtiökokouksen sille myöntämää valtuutusta osakkeiden hankkimiseksi, koska kyseisen valtuuden käyttö on ehdollinen.

Edellä mainittujen edellytysten ja toimenpiteiden ohella yhtiöllä on myös mahdollisuus välttää sisäpiirintiedon käyttöön syyllistymisen riski antamalla omien osakkeiden hankkiminen esimerkiksi ulkopuolisen arvopaperinvälittäjän itsenäisesti toteutettavaksi.[239] Mikäli omien osakkeiden hankintojen toteutus on jätetty ulkopuolisen välittäjän täysin itsenäisesti suoritettavaksi, ei etukäteisen hankintaohjelman laatiminen ole välttämätöntä.[240]

Tanskan korkein oikeus on antanut tuomion, jossa syytteet sisäpiirintiedon väärinkäytöstä yhtiön omien osakkeiden hankinnan yhteydessä hylättiin. Tapauksessa Midtbank oli 6.2.2001 ostanut omia osakkeitaan 104.288 kpl:ta 330 kr:n kappalehintaan. Kyseisenä aikana Midtbank kävi Svenska Handelsbankenin kanssa neuvotteluja Svenska Handelsbankenin mahdollisesta ostotarjouksesta Midtbankenin osakkeenomistajille. Neuvottelut koskivat tuolloin sitä, millainen tarjouksen tulisi olla, jotta se saisi Midtbankin hallituksen suosituksen sen hyväksymiseksi. Kaksi kuukautta myöhemmin 11.4.2001 Svenska handelsbanken teki Midtbankin osakkeenomistajille ostotarjouksen 850 kr:n kappalehintaan.

Korkeimman oikeuden mukaan kyseinen tieto oli ollut sisäpiirintietoa. Korkeimman oikeuden mukaan Midtbankin hallituksella ollut tieto oli ollut sisäpiirintietoa siitä huolimatta, että osapuolten näkemykset mahdollisen tarjouksen hinnasta olivat vielä ostojen aikana olleet hyvin kaukana toisistaan ja sopimukseen pääseminen oli ollut epävarmaa. Korkeimman oikeuden mukaan

---

[239] Ks. myös Mäntysaari 2002 s. 381–383, jonka mukaan sisäpiirintietoa hallussaan pitävä yhtiön edustaja ei syyllisty sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, kun hän delegoi velvollisuuden toimia häntä itseään velvoittavalla tavalla tai mahdollisuuden käyttää hänelle kuuluvaa harkintavaltaa. Mäntysaaren mukaan edustaja voi syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön käyttämällä harkintavaltaansa niin, että hänen ohjeensa rajoittavat toisen edustajan oikeutta päättää milloin ja mihin hintaan hän hankkii osakkeita yhtiön lukuun.

[240] Ks. pörssin säännöt, omien osakkeiden hankinta kohta 5, joka noudattaa kyseistä lähestymistapaa. Ohjeen mukaan yksi tapa välttää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva epäily on, että yhtiö antaa omien osakkeiden hankintaa koskevan sitovan toimeksiannon noudattaen seuraavia periaatteita:

5.1 Yhtiö antaa omien osakkeiden hankintaa koskevan sitovan toimeksiannon ajankohtana, jolloin yhtiöllä ei ole arvopaperimarkkinalain 5 luvun 1 §:n 1 momentissa tarkoitettua sisäpiirintietoa. Toimeksiantoa ei ole suositeltavaa antaa yhtiön osavuosikatsauksen tai tilinpäätöstiedotteen julkistamista edeltävän 14 vuorokauden, tai yhtiön sisäpiiriläisiä koskevan yhtiön määräämän tätä pidemmän ajanjakson, aikana.

5.2 Toimeksianto sisältää hankinnan ajankohtaa sekä hankittavien osakkeiden määrää ja hintaa taikka niiden määräytymisperusteita koskevat ehdot, jotka on määritelty siten, että toimeksisaaja voi ehtojen perusteella itsenäisesti toteuttaa toimeksiannon.

5.3 Toimeksianto päivätään ja se annetaan kirjallisesti sekä toimitetaan pyydettäessä Rahoitustarkastukselle ja pörssille.

5.4 Toimeksiannon muutosta tai muita yhtiön antamia toimeksiannon toteuttamiseen liittyviä lisäohjeita pidetään uutena toimeksiantona, jonka antamisessa noudatetaan kohdissa 5.1–5.3 sanottua. Yhtiö voi kuitenkin aina lopettaa toimeksiannon toteuttamisen. Toimeksiannon lopettamista koskeva määräys päivätään ja se annetaan kirjallisesti sekä toimitetaan pyydettäessä Rahoitustarkastukselle ja pörssille.

mahdollisen ostotarjouksen hintatasot olivat neuvotteluissa kuitenkin olleet huomattavasti vallitsevan kurssitason yläpuolella.

Tietoa ei korkeimman oikeuden mukaan ollut kuitenkaan hyödynnetty tai käytetty väärin laissa ja sen perusteluissa edellytetyllä vilpillisellä (uhederligt) tavalla. Korkein oikeus totesi lain perusteluihin vedoten, että yhtiön omien osakkeiden hankinta voi yhtiöllä olevasta sisäpiirintiedosta huolimatta tapahtua myös muusta syystä kuin sisäpiirintiedon vilpillisestä väärinkäyttämisestä. Korkeimman oikeuden mukaan Midtbankin osakkeiden osto ei ollut tapahtunut sisäpiirintiedon hyödyntämistarkoituksessa, koska yhtiö oli ostanut osakkeet hallituksen yhtiökokoukselle aiemmin tekemän esityksen mukaisesti voiton jakamiseksi yhtiön osakkeenomistajille yhtiön osakepääomaa pienentämällä. Yhtiö oli toiminut samoin myös edellisenä vuotena. Lisäksi Korkein oikeus otti huomioon myös sen, ettei Midtbankin ostojen ajankohtana tarjouksen olennaisista ehdoista ollut vielä päästy sopimukseen ja tarjouksen toteutumatta jääminen oli tuolloin ollut vielä täysin mahdollista.[241]

MAD 8 artiklan poikkeamismahdollisuuden nojalla komissio on antanut asetuksen *safe harbour* -säännöksistä koskien yhtiöiden kaupankäyntiä omilla osakkeillaan erityisten takaisinosto-ohjelmien puitteissa.[242] Yhtiön noudattaessa omien osakkeiden kaupankäynnissä takaisinostoasetuksessa määriteltyjä ehtoja ei kyseiseen menettelyyn voi tulla sovellettavaksi sisäpiirintiedon käyttöä tai kurssin vääristämistä koskevat säännökset.[243] Vaikka takaisinosto-ohjelmaa toteutettaessa ei noudatettaisi asetuksessa edellytettyjä ehtoja, ei kyse kuitenkaan automaattisesti ole markkinoiden väärinkäytöstä, vaan tällöin kyseisiä kauppoja arvioidaan normaalien väärinkäyttösäännösten eli AML:ssa ja RL:ssa määriteltyjen kieltojen perusteella.

Takaisinostoasetuksen ja siten kyseisten suojasäännösten soveltamisala on hyvin kapea. Sallitut takaisinostotoimet, joihin voidaan soveltaa poikkeuksia väärinkäyttökielloista, on asetuksessa määritelty tyhjentävästi. Takaisinosto-ohjelman yksinomaisena tarkoituksena on oltava (1) liikkeeseenlaskijan pääoman alentaminen osakkeiden arvoa tai lukumäärää alentamalla, (2) vieraan pääoman

---

[241] Højesterets dom 22.12.2004, sag 384/2004. Ks. Jacobson – Lycke s. 307, joiden mukaan Ruotsissa ei välttämättä olisi päädytty samaan tulkintaan, koska Ruotsin sisäpiirisäännöksessä ja sen perusteluissa ei edellytetä kyseisen tiedon hyväksi käyttämisen toteennäyttämistä.

[242] Komission asetus 22.12.2003 (EY) N:o 2273/2003 (komission takaisinostoasetus).

[243] MAD 8 artiklan mukaan: ”Tässä direktiivissä säädetyt kiellot eivät koske kaupankäyntiä omilla osakkeilla takaisinosto-ohjelmien mukaisesti, eikä rahoitusvälineen vakauttamista, jos kyseinen liiketoimi tapahtuu 17 artiklan 2 kohdassa säädettyä menettelyä noudattaen hyväksyttyjen täytäntöönpanotoimenpiteiden mukaisesti.”

Kyseiset rajoitussäännökset on sisällytetty AML 5:13:ään ja RL 51:7:ään.

Ks. myös Tomperi s. 42, jonka mukaan USA:ssa SEC sääti jo vuonna 1982 erityisen turvasatamasäännöksen yhtiön omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmien osalta. Kyseisen säännöksen on katsottu lisänneen takaisinostojen määrää.

ehtoisten rahoitusvälineiden vaihtamisesta oman pääoman ehtoisiksi rahoitusvälineiksi johtuvien velvollisuuksien täyttäminen tai (3) työntekijöiden osakeoptio-ohjelmista tai muista työntekijöille jaettavista osakkeista johtuvien velvollisuuksien täyttäminen.[244]

Takaisinostoasetuksessa on lisäksi määritelty tiettyjä takaisinosto-ohjelmaa ja siihen liittyvien tietojen julkistamista koskevia ehtoja. Takaisinosto-ohjelman ensimmäisenä ehtona on, että ohjelma täyttää toisen yhtiöoikeusdirektiivin 19 art. 1 kohdassa asetetut ehdot.[245] Tämän lisäksi yhtiökokouksen hyväksymään ohjelmaan liittyvät tiedot on julkistettava ennen kaupankäynnin aloittamista.[246]

---

[244] Komission takaisinostoasetuksen 3 artikla. Kyseinen soveltamisalan kapeus on osin ongelmallinen, koska yhtiön voi olla etukäteen vaikea määritellä täsmällisesti ja sitovasti omien osakkeiden hankintatarkoitusta. Yhtiön ja osakkeenomistajien etujen mukaista olisi yhtiön kyky käyttää omia osakkeitaan mahdollisimman joustavasti yhtiössä ja sen toimintaympäristössä tapahtuvat muutokset huomioon ottaen. Takaisinostoasetuksessa kyseinen absoluuttinen suojasäännös on kuitenkin haluttu ulottaa vain hyvin rajatussa tarkoituksessa suoritettaviin omien osakkeiden hankintoihin.

Kyseinen soveltamisalan kapeus ei kuitenkaan ole este sille, että myös muussa tarkoituksessa (esimerkiksi yrityskauppojen vastikkeena käytettäväksi) tehtyjä omien osakkeiden hankintoja ei voitaisi kansallisesti määritellä AML 5:12.4:ssa tarkoitetuksi hyväksyttäväksi markkinatavaksi, mikäli hankinnassa noudatetaan esimerkiksi asetuksessa määriteltyjä osto-ohjelman ehtoja. Tällöin kyseessä ei olisi asetuksessa tarkoitettu absoluuttinen safe harbour -suoja vaan vastanäytöllä kumottavissa oleva ns. defence-säännös. Lisäksi kyseiset hyväksytyt markkinatavat koskevat ainoastaan kurssin vääristämistä. Ks. jäljempänä hyväksytyistä markkinatavoista luku 5.4.

Ks. myös HE 137/2004 s. 73–74, jossa viitataan Suomessa yleiseen käytäntöön, että yhtiö hankkii omia osakkeitaan käyttääkseen niitä myöhemmin yritysjärjestelyissä. Tällaisia omia osakkeita koskevia kauppoja arvioidaan samoilla kriteereillä kuin muitakin arvopapereilla tehtäviä liiketoimia. Lisäksi perustelujen mukaan pörssin uudistettua ohjetta omien osakkeiden hankinnasta voitaisiin Ratan hyväksynnän jälkeen pitää myös MAD:ssa tarkoitettuna hyväksyttävänä markkinatapana.

[245] Kyseisen direktiivin 19 artiklan 1 kohdan mukaan: ”1. Jos yhtiö jäsenvaltion lainsäädännön mukaan saa hankkia omia osakkeitaan joko itse tai sellaisen henkilön kautta, joka toimii omissa nimissään mutta yhtiön lukuun, tämän lainsäädännön mukaan tällaisten hankintojen on täytettävä ainakin seuraavat edellytykset:

a) valtuuden hankintaan antaa yhtiökokous, joka määrittelee tällaisten hankintojen yksityiskohtaisemmat ehdot ja erityisesti hankittavien osakkeiden enimmäismäärän, valtuuden voimassaoloajan, joka ei saa olla pidempi kuin 18 kuukautta, sekä vastikkeellisessa hankinnassa vastikkeen enimmäis- ja vähimmäismäärän. Yhtiön hallinto- tai johtoelimen jäsenten on varmistuttava siitä, että aina kun osakkeita hankitaan tällaisen valtuuden nojalla, myös b, c ja d alakohdassa säädetyt edellytykset täyttyvät;

b) hankittavien osakkeiden, nimellisarvo tai, jos nimellisarvoa ei ole, kirjanpidollinen vastaarvo ei saa olla enemmän kuin 10 prosenttia merkitystä pääomasta, kun osakkeisiin lisätään osakkeet, jotka yhtiö on hankkinut aikaisemmin ja jotka sillä edelleen on hallussaan, ja osakkeet, jotka omissa nimissään toiminut henkilö on hankkinut yhtiön lukuun;

c) hankinnat eivät saa alentaa nettovarallisuutta 15 artiklan 1 kohdan a alakohdassa tarkoitettua määrää pienemmäksi;

d) hankinta voi koskea ainoastaan täysin maksettuja osakkeita.”

[246] Asetuksessa ei tarkemmin ole määritelty sitä, missä vaiheessa ennen kaupankäynnin aloittamista kyseiset tiedot on julkistettava. Riittävänä on siten pidettävä sitä, että ohjelman tiedot julkistetaan viimeistään yhtiön hallituksen päätettyä aloittaa osakkeiden hankinnan.

Julkistettaviin tietoihin on sisällyttävä ohjelman tavoite (hankittavien osakkeiden käyttötarkoitus), osakkeista maksettavan vastikkeen enimmäismäärä, hankittavien osakkeiden enimmäismäärä ja ohjelmalle hyväksytty voimassaoloaika. Tiedot ohjelmaan myöhemmin tehtävistä muutoksista on myös julkistettava.[247] Liikkeeseenlaskijan on myös kyettävä täyttämään omien osakkeiden hankintojaan koskeva raportointivelvollisuutensa.[248] Varsinaisen kaupankäynnin ehdoiksi asetuksessa on lisäksi säädetty tietyistä kauppojen toteuttamista koskevista hinta- ja volyymirajoituksista.[249]

Takaisinostoasetuksessa on lisäksi määritelty tietyistä omien osakkeiden kaupankäyntiä koskevista poikkeuksista, jotka eivät nauti *safe harbour* -suojaa. Suojan edellytyksenä on ensinnäkin se, ettei liikkeeseenlaskija takaisinosto-ohjelmaan osallistuessaan (1) myy omia osakkeitaan ohjelman voimassaoloaikana.[250] Suojan piiriin ei myöskään kuulu (2) kaupankäynti ajanjaksolla, joka on suljettu ajanjakso sen jäsenvaltion lainsäädännön mukaan, jossa kaupankäynti tapahtuu. Säännöstä on tulkittava siten, että kaupankäynti jäsenvaltiossa mahdollisesti voimassa olevien ns. ”suljettujen ikkunoiden” aikana ei kuulu suojan piiriin, jos suljetun ajanjakson sääntely perustuu nimenomaisesti lainsäädäntöön, eikä esimerkiksi itsesääntelyyn kuten Suomessa. Suojan piiriin eivät myöskään kuulu (3) omilla osakkeilla tehdyt kaupat ajanjaksona, jolloin liikkeeseenlaskija on päättänyt lykätä itseään koskevan sisäpiirintiedon julkistamista MAD 6(2) artiklan mukaisesti.[251]

---

[247] Takaisinostoasetuksen 4 artiklan 2 kohta.

[248] Takaisinostoasetuksen 4 artiklan 3 ja 4 kohdan mukaan liikkeeseenlaskijalla on oltava käytössä järjestelyt, joilla voidaan varmistaa kauppojen ilmoittaminen ainakin niiden säänneltyjen markkinoiden toimivaltaiselle viranomaiselle, joilla liikkeeseenlaskijan osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi. Näillä järjestelyillä on pystyttävä tallettamaan tiedot takaisinosto-ohjelmiin liittyvistä transaktioista mukaan luettuna direktiivin 93/22/ETY 20 artiklan 1 kohdassa vaaditut tiedot. Liikkeeseenlaskijan on myös julkistettava kaikki edellä mainitut tiedot viimeistään seitsemäntenä kyseisten transaktioiden toteuttamispäivää seuraavana kaupankäyntipäivänä.

[249] Takaisinostoasetuksen 4 artikla. Takaisinosto-ohjelmien mukainen kaupankäynti omilla osakkeilla voidaan toteuttaa myös johdannaissopimuksilla. Ks. takaisinostoasetuksen johdantolause 8.

[250] Kyseinen rajoitus ei kuitenkaan tule sovellettavaksi, jos liikkeeseenlaskija on sijoituspalveluyritys tai luottolaitos, joka on perustanut toimivaltaisen viranomaisen valvonnan alaiset tehokkaat tiedonkulun esteet (kiinanmuurit) suoraan tai välillisesti liikkeeseenlaskijaan liittyvien sisäpiiritietojen käsittelystä vastaavien henkilöiden ja niiden henkilöiden välillä, jotka vastaavat omien osakkeiden kauppaan liittyvistä päätöksistä (mukaan lukien kaupankäynti omilla osakkeilla asiakkaiden lukuun), silloin kun omilla osakkeilla tehtävät kaupat perustuvat kyseisiin muihin päätöksiin. Komission takaisinostoasetuksen 6 artiklan 2 kohdan 1 alakohta.

[251] Edellä mainittuja kahta rajoitussäännöstä ei kuitenkaan sovelleta, jos liikkeeseenlaskija on sijoituspalveluyritys tai luottolaitos, joka on perustanut toimivaltaisen viranomaisen valvonnan alaiset tehokkaat tiedonkulun esteet (kiinanmuurit) suoraan tai välillisesti liikkeeseenlaskijaan liittyvien sisäpiiritietojen käsittelystä (mukaan lukien takaisinosto-ohjelmien mukaiset ostopäätökset) vastaavien henkilöiden ja niiden henkilöiden välille, jotka vastaavat kaupankäynnistä omilla osakkeilla asiakkaiden lukuun silloin kun omilla osakkeilla käydään kauppaa kyseisten asiakkaiden lukuun. Komission takaisinostoasetuksen 6 artiklan 2 kohdan 2 alakohta.

Takaisinostoasetuksessa on kuitenkin annettu kaikista kolmesta edellä mainitusta rajoituksesta täydellinen vapautus kahdessa eri tilanteessa. Asetuksessa mainitut rajoitukset eivät ensinnäkään tule sovellettaviksi, jos (a) liikkeeseenlaskijan takaisinosto-ohjelman voimassaoloaika on rajoitettu. Asetuksen 2 artiklan 4 kohdan mukaan määräaikaisella takaisinosto-ohjelmalla tarkoitetaan takaisinosto-ohjelmaa, jossa ohjelman voimassaoloaikana tehtyjen arvopaperikauppojen ajankohdat ja kaupattavien arvopaperien määrä määritetään takaisinosto-ohjelmaa koskevia tietoja julkistettaessa.[252] Yhtiötä ei voida kuitenkaan vaatia julkistamaan ostojen yksityiskohtaisia määriä tai ajankohtia, koska tällöin muut markkinaosapuolet voisivat perusteettomasti hyödyntää kyseistä tietoa yhtiön kustannuksella. Toiseksi rajoitukset eivät tule sovellettaviksi, jos (b) takaisinosto-ohjelman pääjärjestäjä on sijoituspalveluyritys tai luottolaitos, joka tekee liikkeeseenlaskijan osakkeita koskevat ostopäätökset itsenäisesti, eikä liikkeeseenlaskija voi vaikuttaa ostojen ajankohtaan.[253]

4.4 SYYKSILUETTAVUUS

4.4.1 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö (RL 51:1) ja syyksiluettavuus

RL:ssa säädetty sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa sekä tahallisena että törkeästä huolimattomuudesta tehtynä.[254] Säännöksen perustelujen mukaan

---

[252] Englanninkielisessä versiossa käytetään termiä a *time-scheduled "buy-back" programme*, joka suomenkielisessä versiossa on käännetty "määräaikaiseksi takaisinosto-ohjelmaksi". Yhtiön on kuitenkin voitava suojaa menettämättä lopettaa hankinnat tilanteessa, jossa yhtiön osakkeen arvo on noussut siinä määrin, ettei ohjelmaan käytettäväksi aiotun vastikkeen enimmäismäärä riitä kaikkiin määräaikaisen takaisinosto-ohjelman mukaisiin hankintoihin. Takaisinostoasetuksen 4 artiklan 2 kohdan mukaan hyväksyttyä ohjelmaa koskevat tiedot on julkistettava ennen kaupankäynnin aloittamista ja näihin tietoihin on sisällytettävä myös hankintoihin käytettävän vastikkeen enimmäismäärä.

[253] Takaisinostoasetuksen 6 artiklan 3 kohta.

Ks. myös takaisinostoasetuksen johdantolause 10, jonka mukaan erityistä huomiota on kiinnitettävä muun muassa liikkeeseenlaskijan mahdollisiin oikeutettuihin syihin viivyttää sisäpiiritiedon julkistamista. Markkinoiden väärinkäyttönä arvioitavaksi voi siten tulla esimerkiksi tilanne, jossa liikkeeseenlaskija on lykännyt ilman hyväksyttävää syytä (myönteisen) sisäpiirintiedon julkistamista siksi kunnes on täyttänyt takaisin-osto-ohjelmansa mukaiset ostot. Mikäli yhtiö kuitenkin jo etukäteen on riittävän yksityiskohtaisessa hankintaohjelmassa sitoutunut ennakolta kyseisten ostojen tekemiseen, ei menettelyä välttämättä voida katsoa sisäpiirintiedon käytöksi. Kyseinen menettely voi kuitenkin tulla arvioitavaksi AML 2:7:n rikkomisena.

[254] Aiemmin voimassa olleessa laissa (9.8.1993/740) sisäpiirintiedon väärinkäyttö oli rangaistavaa sekä tahallisuudesta ja törkeästä huolimattomuudesta tehtynä (AML 8:1.1) että myös tavallisesta huolimattomuudesta tehtynä erillisenä *sisäpiirintiedon luvattomana hyväksikäyttönä* (AML 8:1.2). Arvopaperimarkkinarikoksia uudistettaessa sisäpiirintiedon väärinkäytön tekijäpiirin rajaamisesta luopumisen katsottiin edellyttävän syyksiluettavuus-edellytyksen tiukentamista. HE 254/1998

tahallisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä edellytetään, että tekijä on mieltänyt käyttävänsä hyväkseen sisäpiirintietoa. Tekijän tulee olla tietoinen siitä, että tieto liittyy julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin ja ettei sitä ole julkistettu tai se ei ole ollut muuten markkinoilla saatavissa sekä että se on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan.[255]

Koska sisäpiirintiedon väärinkäyttö ei edellytä erityisen seurauksen aiheutumista, ei sen osalta myöskään suoraan voida soveltaa RL 3:6:n tahallisuusmääritelmää, joka koskee tunnusmerkistön mukaisen seurauksen aiheutumista. Tunnusmerkkien osalta sovelletaan siten olosuhdetahallisuutta. Jollei tunnusmerkistöstä muuta ilmene, tahallisten rikosten rankaisemisessa on katsottu riittävän pääsääntöisesti tahallisuuden alimman asteen. Poikkeuksena ovat kuitenkin ne tunnusmerkistöt, joissa olosuhteiden osalta on edellytetty tietoa, tai joissa vaaditaan erityistä tarkoitusta.[256] Sisäpiirintiedon väärinkäyttö edellyttää erillistä hyötymistarkoitusta. Tahallisuuden alin aste (todennäköisyystahallisuus) ei siten riitä täyttämään tahallisuusvaatimusta erillisen hyötymistarkoituksen osalta.[257] Tekijän suoranaisena tavoitteena tulee olla hyötyminen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä. Tekijän ei kuitenkaan tarvitse olla varma hyötymisestään, eikä hänen tarvitse pitää sitä edes todennäköisenä.[258] Muiden sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen tunnusmerkkien osalta todennäköisyystahallisuus on riittävä. Esimerkiksi sen osoittaminen, milloin tekijä on täysin varma tiedon sisäpiirintie-

---

s. 11. Entisessä rangaistussäännöksessä ollut tekijäpiirin rajaus ei kuitenkaan olennaisesti eronnut nykyisestä. Myös lainvalmisteluvaiheessa (HE 254/1998 s. 14) tämä huomioitiin toteamalla: ”Tekijäpiiriä koskeva muutos ei tosin ole kovin suuri. Jo nykyinen säännös koskee ketä tahansa sattumaltakin tiedon saanutta, jolla on syytä epäillä, että tieto on ilmaistu luvattomasti tai vahingossa.” Tästä huolimatta tekijäpiirin muodollisen laajentamisen katsottiin kuitenkin edellyttävän vastapainona syyksiluettavuuden tiukentamista rangaistavuuden edellytyksenä, luopumalla sisäpiirin väärinkäytön tuottamuksellisesta tekomuodosta.

Vrt. kuitenkin rikoslakiprojektin mietintö OLJ 3/1993 s. 37–38, jossa tuottamuksellisten tekojen kriminalisointi katsottiin vielä sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta perustelluksi siitä huolimatta, että rikoslainsäädännössä suhtaudutaan pidättyvästi tuottamuksellisten tekojen rangaistavuuteen. Sisäpiirintiedon väärinkäytön katsottiin olevan pahimpia uhkia arvopaperimarkkinoiden toimivuudelle, minkä vuoksi katsottiin voitavan asettaa tavallista ankarammat uhat myös selvästä huolimattomuudesta tehtyjen väärinkäytösten varalle.

[255] HE 254/1998 s. 21.

Ks. Helsingin käräjäoikeus 30.6.2000, R 00/869, [ns. Siljola-tapaus], jossa oikeus tuomitun menettelyn tahallisuutta arvioidessaan otti huomioon tuomitun aseman pörssiyhtiön pääjohtajana, hänen pitkäaikaisen toimintansa yrityselämän johtotehtävissä sekä toiminnan yhtiössä sisäpiiriohjeiden antamiseksi ja tarkistamiseksi. Kyseisten syiden vuoksi tuomitun oli täytynyt mieltää käyttävänsä hyväkseen sisäpiirintietoa. Lisäksi oikeus perusteli tahallisuutta yrityskaupan käytännössä varmalla toteutumisella, sen suuruusluokalla, tulevien myyntivoittojen suuruudella ja markkinoiden kiinnostuksella yrityskauppoja kohtaan.

[256] HE 44/2002 s. 74 ja 87.

[257] Erillisen hyötymistarkoituksen vaatimuksia on jo käsitelty edellä luvussa 4.3.

[258] Ks. Heinonen – Koskinen 2002 s. 55, joiden mukaan tarkoitustahallisuus edellyttää johonkin määrään realistiseksi miellettyä onnistumisen mahdollisuutta.

don luonteesta, ei usein ole edes mahdollista. Edes tekijä itse ei teonhetkellä voi aina saada täyttä varmuutta tiedon sisäpiirintiedon luonteesta.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta tahallisuuden tulisi täyttyä, mikäli tekijä pitää hallussaan olevaa tietoa vähintään varsin todennäköisesti sisäpiirintietona ja sitä hyväksikäyttäen tekee (hyötymistarkoituksessa) arvopaperikaupan. Tekijän on toisin sanoen pidettävä tiedon sisäpiirintiedon luonnetta todennäköisempänä kuin sitä, että sisäpiirintiedon kriteerit eivät täyty. Tasapainotahallisuutta sovellettaessa riittää, että tekijä on pitänyt tiedon sisäpiirintiedon luonnetta yhtä todennäköisenä kuin sitä, että kyseiset kriteerit eivät täyty. Välinpitämättömyystahallisuudessa tahallisuus täyttyisi, jos tekijä olisi suhtautunut joko hyväksyvästi tai ilmeisen välinpitämättömästi tiedon sisäpiirintiedon luonteen varteenotettavaan mahdollisuuteen.[259] Tahallisuuden täyttymiseksi on myös katsottu riittävän jo sen, että tekijä on tuntenut ne seikat ja olosuhteet, joiden nojalla sisäpiirintiedon luonnetta koskeva arviointi suoritetaan. Sisäpiirintiedon luonteen osalta tahallisuusarvostelussa merkitystä ei siten välttämättä ole sillä, oliko tekijä mieltänyt tiedon olevan sisäpiirintietoa.[260]

Tuottamuksellisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä törkeä huolimattomuus puolestaan kohdistuu siihen, onko tieto sisäpiirintietoa. Törkeästä huolimattomuudesta tapahtuneessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä 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, mutta siitä huolimatta on ryhtynyt säännöksessä tarkoitettuun toimenpiteeseen.[261] Tekijälle on siten asetettu selonottovelvollisuus tiedon sisäpiirintiedon luonteesta.

---

[259] Ks. tasapainotahallisuudesta Frände 2005 s. 132–136 ja välinpitämättömyystahallisuudesta (ns. positiivinen tahtotahallisuus) Koponen s. 113 ja 244 ss. Ks. tahallisuudesta myös jo edellä luvussa 3.6.1 esitettyä.

[260] Ks. Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (03/12) syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus], jossa valtionsyyttäjän mukaan näyttöharkinta tahallisuuden osalta on viimekädessä perustettava siihen, onko epäillyllä ollut tiedossaan sellaiset tosiasiat, joista tiedon mahdollinen vaikutus osakkeen arvoon on ollut arvioitavissa. Tapauksessa valtionsyyttäjä katsoi tahallisuuden edellyttämän tietoisuuden täyttyneen, kun epäilty oli ollut tietoinen sisäpiirintiedon luonteen arvioinnin perusteena olevista tosiseikoista. Ks. vastaavanlaisesta argumentaatiosta valtionsyyttäjän osalta myös Helsingin hovioikeuden tuomio 13.5.2004, R 03/1382, [ns. Koroma-tapaus].

Ks. Koponen s. 82 ja s. 115–116, joka toteaa, että kun luotettavaa selvitystä tekijän subjektiivisista mieltämisistä ei pääsääntöisesti ole mahdollista saada, on arviointi perustettava ensi sijassa ulkoisesti todettaviin seikkoihin. Koposen mukaan laajojen talousrikosasioiden osalta on epätodennäköistä, että esitutkinnassa olisi enää luotettavasti selvitettävissä, mikä oli syylliseksi epäillyn autenttinen, tunnusmerkistötekijöiden täyttymistä koskeva mieltäminen tekohetkellä. Koposen mukaan jo käytännön oikeuselämän vaatimukset edellyttävät melko pitkälle menevää arvioinnin perustamista objektiivisesti tapahtuma-aikaan havaittavissa olleisiin seikkoihin.

[261] Ks. HE 254/1998 s. 21.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön toisena tekotapana olevan toisen neuvomisen osalta syyksiluettavuuden edellytyksenä on, että tekijä nimenomaan mieltää neuvovansa toista.[262] Näin ollen ajattelemattomuudesta tai muusta syystä tapahtunut sisäpiirintiedon paljastaminen ei täytä kyseistä tunnusmerkistöä.[263] Vaikka toisen neuvomiselta edellytetäänkin täten ”tietoisuutta”, ei samaa tietoisuutta edellytetä neuvomisenkaan yhteydessä itse neuvon perusteena olevan tiedon sisäpiirintiedon luonteesta. Toisen neuvominen on siten rangaistavaa, vaikka neuvoja ei sinänsä mieltäisikään käyttävänsä toisen neuvomisessa hyväksi sisäpiirintietoa, mutta on törkeän huolimaton sen suhteen, onko neuvon perusteena oleva tieto sisäpiirintietoa.

Ongelmallisia voivat olla juuri tilanteet, joissa sisäpiirintietoa on paljastettu ulkopuoliselle ja kyseisen tiedon saanut henkilö on tehnyt arvopaperikaupan. Tällöin voi yksittäistapauksissa olla vaikea arvioida sitä, onko tiedon paljastanut henkilö nimenomaan mieltänyt neuvovansa toista taloudellisen hyödyn hankkimiseksi (joko itselle tai neuvon saajalle) sekä olleen lisäksi vähintään törkeän huolimaton neuvon perusteena olevan tiedon sisäpiirintiedon luonteesta. Toisaalta voi olla vaikea arvioida myös sitä, onko tiedon saanut henkilö mieltänyt tiedon perustuneen juuri sisäpiirintietoon tai onko tämä jättänyt vähintään törkeästä huolimattomuudesta ottamatta selkoa tiedon sisäpiiriluonteesta ennen kauppaan ryhtymistä.[264]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön syyksiluettavuutta määriteltäessä on keskeistä arvioida rangaistavuuden alarajana olevan törkeän huolimattomuuden täyttymisen edellytyksiä ja selonottovelvollisuudelle asetettavia vaatimuksia. Lähtökohtaisesti tekijä ei voi vapautua vastuusta yksistään sillä perusteella, ettei hän tiennyt käyttävänsä hyväkseen sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon väärinkäytössä on kyse *tietoisesta* (törkeästä) huolimattomuudesta lähinnä silloin, kun tekijä on mieltänyt hallussaan olleen tiedon *mahdollisesti* olevan sisäpiirintietoa. Mikäli tekijä sen sijaan on mieltänyt kyseisen mahdollisuuden olevan varsin todennäköinen, on kyse tahallisuudesta. *Tiedostamattomasta* (törkeästä) tuottamuksesta on puolestaan kyse lähinnä silloin, kun tekijä on ollut välinpitämätön tiedon sisäpiirintiedon luonteesta. Tekijä ei toisin sanoen ole edes mieltänyt tiedon mahdollista sisäpiirintiedon luonnetta, vaikka hänen olisi se tullut mieltää.

Törkeää huolimattomuutta voidaan arvioida vielä erikseen teon huolimattomuuden ja tekijän huolimattomuuden osalta. Teon huolimattomuus voi olla törkeää, jos tärkeitä huolellisuusvelvoitteita rikotaan olennaisesti. Huomiota on

---

[262] HE 254/1998 s. 23.

[263] Kyseisen menettelyn on kuitenkin katsottu esitöissä saattavan olla rangaistavaa esimerkiksi yrityssalaisuuden rikkomisena (RL 30:5) tai liike- tai ammattisalaisuutta koskevan salassapitovelvollisuuden rikkomisena (RL 40:5). HE 254/1998 s. 23.

[264] Ks. neuvomisen osalta myös aiemmin luvussa 4.2.3 esitettyä.

kiinnitettävä rikotun huolellisuusvelvoitteen riskipotentiaaliin.[265] Teon törkeää huolimattomuutta voisi sisäpiirintiedon väärinkäytössä esimerkiksi osoittaa se, ettei listayhtiön johtoon kuuluva henkilö arvopaperien luovutukseen tai hankintaan ryhtyessään ole tiedostanut tai ottanut huomioon yhtiön omia sisäpiirisäännöksiä tai kaupankäyntirajoituksia. Kokonaisarvostelussa kyse voisi tällöin olla törkeästä huolimattomuudesta, vaikka kyse ei olisikaan ollut tietoisesta riskinotosta.[266]

Erityisesti yhtiöiden sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden ja markkinoilla ammatikseen toimivien on tulkittava mahdollisuutta tiedon sisäpiirinluonteesta varovaisesti ja huolellisesti.[267] Heiltä on myös perusteltua edellyttää ankaraa selonottovelvollisuutta ja verraten pitkälle meneviä varotoimenpiteitä hallussaan olevien tietojen mahdollisen sisäpiirintiedon luonteen selvittämiseksi.[268] Markki-

---

[265] Nuutila 1997 s. 273.

[266] Ks. Frände 2005 s. 231, jonka mukaan törkeän huolimattomuuden kokonaisarvostelussa huomioon otettavilla muilla olosuhteilla voidaan tarkoittaa esimerkiksi sitä, että tekijä jättää käyttämättä hyväksi riskinminimoinnin mahdollisuudet.

[267] Törkeää huolimattomuutta koskevan säännöksen ilmaisu tekijään liittyvästä muusta olosuhteesta voi vaikuttaa ankaroittavaan suuntaan silloin, jos tekijä on ollut erityisessä luottamusasemassa. Ks. HE 44/2002 s. 98. Ks. törkeästä tuottamuksesta sisäpiiririkoksissa myös Magnusson s. 171 ss.

Ks. Helsingin käräjäoikeus 25.3.2003, R 03/338, [ns. Koroma-tapaus] jossa käräjäoikeus katsoi epäillyn syyllisyyden puolesta puhuneen se, että tämä oli pitkään toiminut liike-elämän piirissä merkittävissä tehtävissä ja tuossa toiminnassa kertyneen kokemuksen perusteella hänellä oli hyvät lähtökohdat arvioida voimassaolevaan lakiin nähden, mitkä hankkeet ja tiedot ovat sisäpiirintietoa. Tällä perusteella epäillyltä oli voitu sisäpiiriläisenä edellyttää erityistä huolellisuutta ja kykyä arvioida hallussaan olevan tiedon luonnetta. Ks. tapauksesta myös Helsingin hovioikeus 13.5.2004, R 03/1382, jonka mukaan epäillyn olisi asemansa ja kokemuksensa perusteella tullut ymmärtää hallussaan olevan sisäpiirintiedoksi luokiteltavaa tietoa ja sen vuoksi hänen oli tullut noudattaa erityistä huolellisuutta osakehankinnoissaan.

Vrt. kuitenkin Helsingin käräjäoikeus 24.10.2003, R 03/3410, missä käräjäoikeus katsoi erityisesti todistajien kertomuksin tapauksessa näytetyksi sen, ettei vastaaja ollut tietoinen yhteistyöneuvottelujen sisällöstä tavalla, joka olisi merkinnyt tietoisuutta sisäpiirintiedosta. Vastaajan mukaan häntä ei ollut informoitu hankkeesta jälkikäteen (24.9.1999) laaditun sisäpiirilistan mukaisesti 9.8.1999. Vastaaja myönsi tienneensä ainoastaan sen, että joitain neuvotteluja oli käynnissä kyseisen toisen yhtiön kanssa mutta hän ei ollut tiennyt neuvottelujen sisällöstä. Käräjäoikeus viittaa perusteluissaan siten vahvasti vastaajalta puuttuneeseen *tietoisuuteen* neuvottelujen sisällöstä. Koska vastaaja oli omankin kertomansa mukaan ollut tietoinen neuvottelujen olemassa olosta, olisi häneltä asemansa (listayhtiön toimialajohtaja ja johtoryhmän jäsen) vuoksi tullut edellyttää selonottovelvollisuutta kyseisten neuvottelujen mahdollisesta sisäpiirintiedon luonteesta.

Ks. myös Helsingin käräjäoikeus 7.11.2002, R 01/13963. [ns. TPO-tapaus], jossa käräjäoikeuden mukaan vastaajat olivat alan ammattilaisia ja heidät oli koulutettu tuntemaan asioista annetut säännökset ja määräykset. Näin ollen heidän olisi pitänyt varmistaa se, etteivät he käytä hyväkseen sisäpiirintietoa. Laiminlyömällä varmistautumisen vastaajat olivat menetelleet törkeän huolimattomasti.

[268] Ks. myös Koponen s. 109 ja 118, jossa selonottovelvollisuuden katsotaan liiketoiminnan osalta asetetun oikeuskäytännössä olennaisesti laajemmaksi kuin perinteisissä rikoksissa. Koposen mukaan rikosoikeudellisilla sanktioilla tuettu selonottovelvollisuus on välttämätöntä, jottei tietämättömyys lainmukaisista menettelytavoista olisi kannattavaa.

noilla ammattimaisemmin toimivat henkilöt ovat myös tietoisia siitä vaarasta, joka heidän mahdollisesta sisäpiirintiedon hyväksikäytöstään markkinoiden luotettavuudelle aiheutuu. Sisäpiirisäännösten loukkauksen todennäköisyys on myös heidän tekemiensä arvopaperikauppojen osalta huomattavan suuri. Näistä syistä sisäpiirisäännösten noudattamista edellyttävien huolellisuus- ja selonottovelvollisuuksien rikkomista voidaan heidän osaltaan pitää lähtökohtaisesti aina merkittävänä. Myös vähäiseen tekijän huolimattomuuteen liittyy tyypillisesti huomattava vaara sisäpiirisäännösten vastaisesta menettelystä.

Tekijän huolimattomuus voidaan puolestaan sisäpiirintiedon väärinkäytön yhteydessä arvioida törkeäksi esimerkiksi tilanteessa, jossa henkilö on mieltänyt tai ymmärtänyt hallussaan olevan tiedon mahdollisesti täyttävän sisäpiirintiedon kriteerit mutta siitä huolimatta on suorittanut arvopaperikaupan. Tällöin tekijä on ottanut tietoisen riskin ja riittävää on, että tekijä ymmärsi tällaisen riskin olemassaolon.

Huolimattomuuden astetta arvioitaessa on kiinnitettävä huomiota myös tiedon merkitykseen ja arvopaperikaupan suuruuteen. Jos kysymyksessä on poikkeuksellisen merkittävä tieto, voidaan yleisesti vaatia suurempaa huolellisuutta tiedon sisäpiirinluonteen selvittämiseksi.[269] Törkeän huolimattomuuden edellytykset voivat täyttyä myös sitä helpommin, mitä suuremmasta arvopaperikaupasta on kyse. Törkeä huolimattomuus voi kuitenkin täyttyä myös arvoltaan vähäisemmän arvopaperikaupan osalta, jos tekijä on esimerkiksi ollut täysin välinpitämätön hallussaan olevan tiedon sisäpiirintiedon luonteesta ja toiminnan voidaan katsoa olleen lähellä tahallisuutta.

Arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet voivat vastuusta vapautuakseen vain poikkeuksellisesti vedota kyvyttömyyteensä. Samoin tilaisuuden puuttuminen lain noudattamiseksi voi harvoin johtua puutteellisista tiedoista tai taidoista. Arvopaperimarkkinoilla ammatikseen toimivien osapuolien osalta ei lähtökohtaisesti voida olettaa, ettei toiminnan riskitekijöitä olisi mielletty tai ylipäätään ajateltu. Heiltä on perusteltua edellyttää perehtymistä toiminnan mahdollisiin riskitekijöihin. Arvopaperimarkkinoilla toimivat ammattimaiset osapuolet ovat velvollisia hankkimaan tietoa siitä, mitä heiltä sisäpiirisääntöjen ja -kieltojen noudattamiseksi vaaditaan, ja heillä on yleisesti myös kyky hankkia lain noudattamiseksi tarvittavat tiedot ja asiantuntemus.[270]

Pörssiyhtiöt ja markkinoilla toimivat sijoituspalveluyritykset voivat omalla sisäisellä sisäpiiriasioiden hallinnolla ja kaupankäyntiä koskevalla lupamenettelyllä ehkäistä mahdollisten väärinkäyttötilanteiden syntymisen. Sisäpiirintietoa

---

[269] Ks. myös Koponen s. 120, jonka mukaan rikosoikeudellinen selonottovelvollisuus voidaan asettaa sitä korkeammaksi, mitä yksilöidymmästä ja merkityksellisemmästä tiedosta on kysymys.
[270] Häyrynen 1999 s. 37.

mahdollisesti hallussaan pitävän pörssiyhtiön palveluksessa olevan henkilön selonottovelvollisuuteen voidaan katsoa sisältyvän esimerkiksi velvoite varmistaa myös yhtiönsä sisäpiirivastaavalta, onko hänen arvopaperikaupankäynnilleen olemassa mahdollisesta sisäpiirintiedosta johtuvaa estettä. Kyseistä velvollisuutta voidaan pitää sitä korkeampana, mitä asiantuntevammasta tai yhtiön organisaatiossa ylempänä olevasta henkilöstä on kyse. Toisaalta tällaiselle henkilölle voidaan asettaa korkeampi velvollisuus arvioida myös itse sitä, onko hänellä mahdollisesti hallussaan sisäpiirintiedoksi luettavaa tietoa.

> Ks. Helsingin käräjäoikeus 25.3.2003, R 03/338, [ns. Koroma-tapaus], jonka mukaan epäilty oli ennen osakekauppojaan laiminlyönyt huolellisesti selvittää yhteistyöhankkeen sisäpiirinluonteisuuden ja puntaroida sen oletettavia vaikutuksia osakkeen arvoon ja hintaan. Käräjäoikeuden mukaan kuitenkin erityisesti sen perusteella, mitä epäillyn toiminnasta yhteistyöhankkeessa ja osakekaupoissa yleensä oli oikeudenkäynnissä tullut ilmi sekä sen vuoksi, että epäillyn oli osoitettu yrittäneen selvittää yhteistyöhankkeeseen liittyen mahdollisia osakekaupan esteitä, epäillyn ei voitu katsoa toimineen osakekaupassa tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta. Ks. tapauksesta samoin Helsingin hovioikeus 13.5.2004, R 03/1382, jonka mukaan vastaajan pyrkimys varmistua siitä, että ajankohta olisi osakehankintojen kannalta turvallinen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia säännöksiä ajatellen, osoitti osaltaan, ettei vastaajan tarkoitus ollut hyödyntää sisäpiirintietoa ja ettei hän ollut suhtautunut tiedon sisäpiirintiedon luonteeseen piittaamattomasti.

Yhtiön sisäpiiriläisiä koskevien yhtiön sisäisten kaupankäyntirajoitusten tai -ohjeiden noudattaminen (tai niiden puuttuminen) ei luonnollisesti yksinomaan ole riittävä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva vastuuvapausperuste. Kyseisten ohjeiden noudattamiselle tai noudattamatta jättämiselle voidaan kuitenkin antaa merkitystä tekijän syyksiluettavuutta arvioitaessa.[271] Esimerkiksi pörssiyhtiön työntekijää ei vapauta vastuusta se, että hän on asianmukaisesti saanut yhtiönsä sisäpiirivastaavalta arvopaperikaupalleen luvan, jos jälkikäteen ilmenee, että yhtiössä oli kaupanteon hetkellä ollut vireillä sisäpiirintiedoksi määriteltävä hanke, josta myös kyseinen työntekijä oli ollut tietoinen tai josta hänen ulkoisten seikkojen perusteella on katsottava olleen tietoinen. Vastaavasti esimerkiksi yhtiön talousjohtajaa ei pelkästään yhtiön sisäisten kaupankäyntisääntöjen noudattaminen vapauta vastuusta, jos hän on ollut törkeän huolimaton sen suhteen, onko hänen hallussaan ollut tieto esimerkiksi yhtiön tuloskehityksestä ollut sisäpiirintietoa. Ohjeiden muodollisesta noudattamisesta huolimatta sisäpiiriläisen

---

[271] Ks. Ståhlberg 2000 s. 734, joka toteaa asianmukaisen kaupankäyntiohjeistuksen noudattamisen (esim. arvopaperikauppa sisäpiirivastaavan luvalla) käytännössä estänevän rangaistavan sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön toteutumisen, joka edellyttää teolta tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta.

on aina myös itse tapauskohtaisesti harkittava se, onko hänellä mahdollisesti hallussaan sisäpiirintietoa.

Tuottamuksen törkeyttä arvioitaessa voidaan myös ottaa huomioon tekijän menettely pidemmältä ajanjaksolta ennen varsinaista tekohetkeä. Tällöin voidaan yleisemmin arvioida kaupankävijän kaupankäyntihistoriaa ja sitä, miten hän aiemmin on ottanut huomioon mahdollisen vaaran sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Jos esimerkiksi henkilön tiedetään jo tekohetkeä aiemmin rikkoneen esimerkiksi yhtiön sisäisiä kaupankäyntirajoituksia tai pörssin sisäpiiriohjeita taikka suhtautuneen niihin välinpitämättömästi, voidaan sitä pitää osoituksena tekijän korostuneesta huolimattomuudesta. Arvioinnissa voidaan myös ottaa huomioon esimerkiksi se, onko kyseinen henkilö laatinut erityisiä hankintaohjelmia tai kuinka pitkäaikaista ja siten sisäpiirisäännösten vastaisen menettelyn riskin minimoivaa sijoituspolitiikkaa hän on noudattanut.

4.4.2 Sisäpiirintiedon käyttö (AML 5:2) ja syyksiluettavuus

MAD:een sisältyvien sisäpiirintiedon käyttökieltojen merkittävä ero verrattuna RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan tunnusmerkistöön on teon syyksiluettavuuden edellytyksissä. MAD ei edellytä sisäpiirintiedon käytön syyksiluettavuudelta tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. MAD 2 artiklassa määriteltyjä ns. ensisijaisia sisäpiiriläisiä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa, on ainoastaan kielletty *käyttämästä* kyseistä tietoa.[272] MAD:een vielä valmistelun yhteydessä sisältynyt ilmaus sisäpiirintiedon ”tietoisesta hyväksikäyttämisestä” poistettiin ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta, koska kyseisten sisäpiiriläisten katsottiin luonnostaan saavan sisäpiirintietoa käyttöönsä päivittäin ja olevan tietoisia saamansa tiedon luottamuksellisuudesta.[273]

---

[272] Kyseinen ilmaus on kuitenkin jossain määrin ristiriidassa MAD:n johdantolauseessa 18 ilmaistuun nähden, jonka mukaan: ”*Use of inside information can consist in the acquisition or disposal of financial instruments by a person who knows, or ought to have known, that the information possessed is inside information. In this respect, the competent authorities should consider what a normal and reasonable person would know or should have known in the circumstances*.” Johdantolauseessa sisäpiirintiedon käyttämisen edellytykseksi voidaan siten katsoa asetetun tahallisuuden tai tuottamuksellisuuden.

[273] Ks. komission ehdotus 30.5.2001/ KOM(2001) 281 lopullinen. Vanha sisäpiiridirektiivi sen sijaan kielsi sekä ensisijaisilta että toissijaisilta sisäpiiriläisiltä ainoastaan sisäpiirintiedon *tietoisen* hyväksikäytön (2 ja 4 art.). Kyseinen direktiivi oli kuitenkin ns. ”minimidirektiivi”, jonka 6 artiklan nojalla jäsenvaltio saattoi asettaa voimaan direktiivin säännöksiä ankarampia tai niitä täydentäviä velvoitteita kansallisessa lainsäädännössään. Suomi käytti direktiivin implementoinnin yhteydessä mahdollisuutta hyväksi ja sääti sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavaksi sekä tahallisesti että törkeästä huolimattomuudesta tehtynä tekijäpiiristä riippumatta.

Vastaava tietoisuuden vaatimus poistettiin valmistelun yhteydessä myös toissijaisten sisäpiiriläisten osalta.[274] MAD:n (4 art.) mukaan vastaavat kiellot koskevat myös muita henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa, jos kyseinen henkilö *tietää tai hänen olisi pitänyt tietää* tiedon olevan sisäpiirintietoa. Myös tältä osin syyksiluettavuuden edellytys on MAD:ssa asetettu RL:n sisältämää syyksiluettavuuden edellytystä alhaisemmaksi. MAD:ssa käytetty ilmaisu viittaa ainoastaan tavalliseen huolimattomuuteen, kun RL:n säännös edellyttää rangaistavuudelta myös toissijaisten sisäpiiriläisten osalta törkeää huolimattomuutta.[275]

MAD:n implementoinnin yhteydessä kyseiset kiellot sisällytettiin uuteen AML:n sisäpiirintiedon käyttöä koskevaan säännöksen (AML 5:2). Kyseisessä säännöksessä kielletään 1 momentissa tarkoitettuja sisäpiiriläisiä (1) käyttämästä kyseistä tietoa hankkimalla tai luovuttamalla omaan tai toisen lukuun suoraan tai välillisesti arvopaperia, jota tieto koskee ja (2) neuvomasta suoraan tai välillisesti toista tällaista arvopaperia koskevassa kaupassa sekä (3) ilmaisemasta sisäpiirintietoa toiselle muutoin kuin säännöksessä tarkoitetulla tavalla.

Säännöksen perustelujen mukaan sisäpiirintiedon käyttö on ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta perusolettama, jos heillä tekohetkellä on ollut sisäpiirintietoa hallussaan.[276] Kyseinen olettama tuottamuksesta voidaan kuitenkin vastanäytöllä kumota.[277] Kyseessä on siten osin todistustaakkaa kääntävä presumptiosäännös. Sisäpiiriläiselle on implisiittisesti asetettu velvollisuus näyttää, ettei hän ole *käyttänyt* hallussaan olevaa sisäpiirintietoa. Epäillyn on toisin sanoen kyettävä saattamaan todennäköiseksi tai ainakin osoittamaan uskottava ja perusteltu epäily siitä, ettei hän ole käyttänyt hallussaan ollutta sisäpiirintietoa. Epäillyn on siten osoitettava, ettei kyseinen sisäpiirintieto ole osaksikaan vaikuttanut hänen

---

[274] MAD:n alkuperäisessä ehdotuksessa (4 art.) kyseiset kiellot oli alun perin ehdotettu koskemaan toissijaisia sisäpiiriläisiä ja edellyttäen, että kyseiset henkilöt *tietävät*, että niillä on hallussaan sisäpiirintietoa. Ks. komission ehdotus 30.5.2001/ KOM(2001) 281 lopullinen.

[275] Ruotsissa sisäpiirintiedon väärinkäyttö säädettiin MAD:n implementoinnin yhteydessä rikosoikeudellisesti rangaistavaksi myös tavallisesta tuottamuksesta tehtynä. Tällöin rangaistuksena on sakkoa tai korkeintaan 1 vuosi vankeutta. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 3 §. Ks. myös prop. 2004/05:142 s. 62–63.

[276] Vrt. toisin Kurenmaa s. 232–233, jonka mukaan MAD 2(1) artikla viittaa siihen, että tarkoitus on presumoida kyseisten ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta *tietoisuus sisäpiirintiedon luonteesta* ja sitä kautta välttää tahallisuuden ja tuottamuksen välinen rajankäynti.

Kurenmaan mukaan s. 68–69 presumptio sisäpiirintiedon käytöstä liittyy lainsäädäntösystematiikkaan, jossa tunnusmerkistössä ei edellytetä tiedon (hyväksi)käyttämistä tai hyötymistarkoitusta ja johon olennaisena osana kuuluvat erilliset turvasatamasäännökset.

[277] HE 137/2004 s. 61–62. Ks. myös Lau Hansen 2003b s. 112, jonka mukaan Tanskassa sisäpiirintiedon hallinta luo vastanäytöllä kumottavissa olevan olettaman sisäpiirintiedon väärinkäyttämisestä. Lau Hansen 2003a s. 57 tulkitsee myös MAD:n säännöstä niin, että ns. ensisijaiset sisäpiiriläiset eivät voi vedota siihen, etteivät he ymmärtäneet hallussaan olleen tiedon sisäpiirintiedon luonnetta.

sijoituspäätökseensä. Kyse on kuitenkin vain osittain käännetystä todistustaakasta taikka selvittämis- tai näyttövelvollisuudesta, sillä Ratan on ensin kyettävä näyttämään, että tekijällä on teon hetkellä ollut hallussaan sisäpiirintietoa.[278]

Uuden RataL 26 d:n mukaan hallinnollista seuraamusta koskevaa esitystä markkinaoikeudessa käsiteltäessä Ratan tulee näyttää toteen seuraamuksen määräämiseksi tarpeelliset seikat. Ratan hallinnollisten seuraamusten yhteydessä noudatetaan siten samaa toteennäyttämisjärjestystä kuin rikosasioiden käsittelyssä, jossa syyttäjän on näytettävä syyte toteen.[279] Sisäpiirintiedon käyttöä koskevissa tapauksissa tämä tarkoittaa ennen kaikkea sitä, että Ratan on kyettävä esittämään näyttöä siitä, että vastaajalla oli tekohetkellä hallussaan sisäpiirintietoa. Vastaajan on kyettävä puolestaan esittämään näyttöä siitä, ettei syy-yhteyttä sisäpiirintiedon hallussapidon ja kaupankäynnin välillä ole ollut.[280]

Sisäpiirintiedon käyttöä koskevassa säännöksessä voidaan säännöksen perustelujen valossa katsoa ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta kyseen olevan ns. ankaraa tai aiheuttamisvastuuta muistuttavasta tilanteesta. RataL:ssa määriteltyjen hallinnollisten seuraamusten soveltamisen edellytykseksi on kuitenkin asetettu tahallisuus tai huolimattomuus. Vastuun toteutumiselle tuleekin käytännössä voida asettaa tiettyjä ehtoja. Edellä on jo käsitelty tiettyjä tyyppitilanteita (ns. puolustussääntöjä), joiden soveltuessa kyse ei lähtökohtaisesti ole sisäpiirintiedon käytöstä, vaikka tekijällä olisikin tekohetkellä ollut hallussaan sisäpiirintietoa. Kyseisissä tilanteissa voi sisäpiirintiedon *käytön* edellytys puuttua, jos tekijä kykenee osoittamaan kaupankäynnille olleen jonkin muun hyväksyttävän ja uskottavan perusteen. Näiden ohella voi arvioitavaksi tulla muitakin tilanteita, joissa tekijä voi perustellusti osoittaa, että olisi tehnyt arvopaperikaupan hänellä

---

[278] Sinänsä vahvaa presumptiota syyllisyydestä ei ole EIT:n ratkaisukäytännössä pidetty syyttömyysolettaman vastaisena, kunhan olettamasta on vastanäytöllä mahdollisuus vapautua. Ks. EIT:n tuomio Janosevic v. Sweden 34619/97 [2002] ECHR 618 § 100–104. Ks. myös Virolainen – Pölönen 2004 s. 288 ja 327–329.

Myös Koposen s. 72 mukaan voimakkaastikin näyttötaakkaan vaikuttavat syyllisyyspresumptiot voivat EIT:n ratkaisukäytännön mukaan olla EIS:n mukaisia, kunhan tuomioistuimella on tietty mahdollisuus tapauskohtaiseen harkintaan. Tunnusmerkistön täyttyminen voidaan tällöin arvioida hyvin korostetun objektiivisesti ulkoisen tapahtumakulun perusteella ja subjektiiviset tunnusmerkistötekijät ovat voimakkaasti rajoitetut. Ks. myös Ervo s. 144.

[279] Ks. HE 137/2004 s. 83.

[280] Ks. myös Kurenmaa s. 208, jonka mukaan myös RL:ssa määritellyn sisäpiirintiedon väärinkäytön edellyttämä hyötymistarkoitus tulee helposti presumoiduksi tilanteissa, joissa henkilö on tietoinen sisäpiirintiedosta kaupanteon hetkellä, ellei hänellä ole antaa uskottavampaa selitystä arvopaperikauppojen toteuttamiselle.

Ks. myös Sandebergin 2003a s. 883, jonka mukaan hallinnollisia seuraamuksia voisi rikosseuraamusten vaihtoehtona soveltaa tilanteessa, jossa sisäpiirintietoa hallussaan pitävä yhtiön sisäpiiriläinen tekee arvopaperikaupan. Tällöin hallinnollinen seuraamus tulisi Sandebergin mukaan voida tuomita (objektiivisten tosiseikkojen perusteella) ilman tekijän tietoisuuteen kohdistuvia näyttövaatimuksia, koska tämän olisi pitänyt tietää menettelevänsä säännösten vastaisesti.

hallussaan olleesta sisäpiirintiedosta riippumatta. Kyseisen ”*would have purchased anyway*” -tyyppisen argumentin käytännön merkitys jää ratkaistavaksi yksittäistapauksittain. Kyseiselle periaatteelle ei kuitenkaan voida antaa juurikaan merkitystä silloin, jos kyetään osoittamaan, että sisäpiirintieto on osaksikin vaikuttanut arvopaperikaupan ajankohtaan tai sen ehtoihin. Luonnollisesti myös tilanteissa, joissa tekijältä ei kohtuudella olisi voitu edes edellyttää toisenlaista käyttäytymistä tai tekijä ei olisi edes kyennyt säännöstä noudattamaan, ei vastuun syntymistä voida pitää tarkoituksenmukaisena.

Vastuun syntymistä ei voida pitää tarkoituksenmukaisena myöskään sellaisissa tilanteissa, joissa tekijä kykenee osoittamaan ottaneensa huomioon kaiken asiaankuuluvan varovaisuuden tai toimineensa riittävällä huolellisuudella sen varmistamiseksi, ettei hän käytä sisäpiirintietoa säännöksessä tarkoitetulla tavalla. Tulkinnanvaraisessa soveltamistilanteessa on myös pyrittävä ottamaan huomioon kyseisen menettelyn vaikutus markkinoiden luotettavuudelle ja tehokkuudelle. Ratkaisu on tehtävä arvioimalla sitä, edellyttääkö sisäpiirintiedon käyttökiellon suojelutarkoitus kyseisen menettelyn sisällyttämistä kiellon soveltamisalaan.

> MAD:ssa ja AML:ssa omaksuttu tulkinta muistuttaa vahvasti Yhdysvalloissa ja Englannissa jo pidempään käytössä ollutta sääntelytapaa. Yhdysvaltojen oikeuskäytännössä sisäpiiritapauksien osalta riittäväksi näytöksi rikosprosessissa on katsottu, että kyetään näyttämään kaupankävijän nimenomaisesti *käyttäneen* (used) sisäpiirintietoa päätöksessään ostaa tai myydä arvopapereita. Siviiliprosessissa puolestaan näyttökynnys on oikeuskäytännössä asetettu matalammaksi. Tällöin on lähdetty siitä olettamuksesta, että mikäli kaupankävijällä oli kaupan tehdessään *hallussaan* (”possession”) sisäpiirintietoa, pidetään sitä vahvana osoituksena siitä, että henkilö myös käytti kyseistä tietoa päätöksenteossaan. Näyttötaakka siirtyy tällöin vastaajalle, jonka tulee kiistää kyseinen päätelmä tuomalla esiin vastanäyttöä ja todisteita siitä, ettei sisäpiirintiedon omaamisella ja kaupan välillä ole ollut syy-yhteyttä.[281]

---

[281] SEC:n antamissa säännöissä edellytyksenä on sinänsä mainittu tekijän tietoisuus sisäpiirintiedosta. Ks. SEC Rule 10b5-1(b), Trading ”on the Basis of” Material Nonpublic Information in Insider Trading Cases, jossa on määritelty ilmaisu ”on the basis of”. Määritelmän mukaan: ”*Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is 'on the basis of' material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale*.” Yhdysvaltojen oikeusistuimet ovat siten tulkinneet kyseistä tietoisuuden vaatimusta eri tavalla rikos- ja siviiliprosesseissa. Ks. esim. Beatty et al. s. 158 sekä Newkirk – Robertson s. 9.

Yhdysvalloissa siviili- ja hallinnollisessa prosessissa näytöksi riittää yleisesti, että syyllisyyttä voidaan pitää todennäköisempänä kuin syyttömyyttä (the preponderance of the evidence). Rikosprosessissa edellytettävä näyttö on myös Yhdysvalloissa sen sijaan asetettu huomattavasti korkeammalla (”beyond a reasonable doubt”). Ks. Beatty et al. s. 158 sekä Newkirk – Robertson s. 9. Myös Suomessa rikosprosessissa edellytetään täyttä näyttöä eli niin vakuuttavaa näyttöä, ettei

> Vastaavasti Englannissa voimassa olevan market abuse -säännöksen soveltamisen edellytyksenä ei ole toiminnan tarkoituksellisuus (intention), vaan tunnusmerkistön täyttyminen arvioidaan objektiivisesti. Kyseisen säännöksen soveltamisen yhtenä edellytyksenä on, että kyseinen menettely on omiaan vahingoittamaan luottamusta markkinoiden toimintaan. Market abuse -säännöksen tarkoitus on ennemminkin suojata markkinoita kuin kiinnittää huomio tekijän toiminnan moitittavuuteen.[282]

Sisäpiirintiedon käyttöä koskevassa säännöksessä sisäpiirintiedon käyttö- ja ilmaisukielto on ulotettu koskemaan myös jokaista muuta henkilöä, joka tiesi tai jonka olisi pitänyt tietää, että hänen saamansa tieto on sisäpiirintietoa (AML 5:2.3). Tekijäpiiriä ei siten ole miltään osin rajoitettu. Näiden niin sanottujen toissijaisten sisäpiiriläisten osalta sisäpiirintiedon käyttö ja ilmaiseminen on siten, toisin kuin RL:n sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellossa, kielletty myös tavallisesta huolimattomuudesta tehtynä.[283] Arvioitaessa sitä, oliko henkilö tiennyt tai olisiko henkilön pitänyt tietää hallussaan olleen tiedon olevan sisäpiirintietoa, on harkittava, mitä kyseisissä olosuhteissa tavallinen ja järkevä henkilö olisi tiennyt tai mitä hänen olisi pitänyt tietää.[284]

Toissijaisten sisäpiiriläisten joukko voi käytännössä olla suppea. Toissijaisen sisäpiiriläisyyden edellytyksenä ei kuitenkaan ole, että henkilö on saanut sisäpii-

---

syyllisyydestä jää järkevää epäilyä (beyond any reasonable doubt). Ks. Virolainen – Pölönen 2003 s. 169.

Ks. myös IOSCO 2003, jossa hallinnollisten sanktioiden yleisyyttä perustellaan sillä, että arvopaperimarkkinoilla tapahtuvista väärinkäytöksistä on useimmiten lähes mahdotonta saada suoraa näyttöä (direct evidence). Hallinnollisen sanktioprosessin eduksi katsotaan nimenomaan se, että näytön arviointi voidaan suorittaa todennäköisyysarvioinnin perusteella (”balance of probabilities”).

[282] Kyseisen market abuse -säännöksen (FSMA section 118) soveltamisala kattaa sisäpiirintiedon väärinkäytön, kurssimanipulaation sekä harhaanjohtavien tietojen levittämisen markkinoille. Tunnusmerkistön objektiivisuudesta huolimatta FSA ei kuitenkaan voi määrätä seuraamusta, mikäli se on vakuuttunut siitä, että vastaaja uskoi perustellusti toimineensa säännösten mukaisesti tai että tämä oli suorittanut kaikki kohtuulliset varotoimet ja toiminut vaadittavalla huolellisuudella välttääkseen väärinkäytökseen syyllistymisen. Ks. FSMA section 123 (2).

Kyseisen tunnusmerkistön objektiivisuudesta huolimatta on tekijän syyksiluettavuus (tahallisuus tai piittaamattomuus) ja menettelyn haitalliset vaikutukset markkinoille otettava huomioon seuraamuksen suuruutta harkittaessa. Ks. FSMA section 124 (2).

Näyttötaakka huolellisesta menettelystä on myös asetettu vastaajalle. Huolellisuusstandardia määriteltäessä menettelyä verrataan siihen, mitä normaali markkinoilla säännöllisesti toimiva henkilö (*regular market user*) olisi pitänyt huolellisena menettelynä. Market abuse -säännöksen ja sen soveltamisen yhteydessä noudatettavan prosessin kehittämisen eräänä keskeisenä prosessuaalisena tavoitteena oli nimenomaan mahdollistaa rikosoikeudellista näyttöä matalamman näyttökynnyksen soveltaminen. Ks. market abuse -säännöksestä Eadie s. 74–78, Jones – Johnstone s. 119–122, Herbst et al. s. 124–135, Wisbey s. 210–214 ja Rider 2000 s. 243–244.

[283] HE 137/2004 s. 62.

[284] HE 137/2004 s. 63.

rintiedon ensisijaiselta sisäpiiriläiseltä. Annola kuitenkin perustellusti katsoo liittymän ensisijaiseen sisäpiiriin olevan merkittävä siltä osin, että se vaikuttaa olennaisesti seikan sisäpiiriluonteen arviointiin. Kun liittymä ensisijaiseen sisäpiiriin tunnistetaan, perusteet olettaa seikka sisäpiirintiedoksi ovat vahvat. Muussa tapauksessa tieto ei välttämättä ole riittävän täsmällistä ollakseen sisäpiirintietoa. Seikan ollessa määritettävissä huhuksi sen hyväksikäyttö on sallittua, kun liittymää ensisijaiseen sisäpiiriin ei tunnisteta.[285] Esimerkiksi sisäpiiriasemassa olevalta puolisolta, sukulaiselta tai tuttavalta saadun sisäpiirintiedon osalta voidaan helpommin lähteä olettamasta, että tiedon saanut henkilö tiesi tai hänen olisi ainakin pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa. Sen sijaan täysin ulkopuoliselle henkilölle, joka on saanut sisäpiirintiedon ilman yhteyttä ensisijaisiin sisäpiiriläisiin, ei voida asettaa yhtä suurta velvollisuutta ottaa tiedon sisäpiirintiedon luonteesta selvää.[286]

4.5 TÖRKEÄ SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ

RL 51:2 (1.4.1999/475)
Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö
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.

Törkeää tekomuotoa koskevaa säännöstä voidaan soveltaa, mikäli kyse on tahallisesta teosta ja jokin säännöksessä mainituista kolmesta kvalifiointiperusteesta täyttyy. Lisäksi edellytetään aina, että tekoa myös kokonaisuutena arvos-

---

[285] Annola 2005 s. 171–172. Annola 2005 s. 345 katsookin, että toissijaiseen sisäpiiriin kuulumiselta olisi johdonmukaista edellyttää sitä, että tieto on saatu aiemmalta sisäpiirintietoa hallussaan pitäneeltä taholta.

[286] Ks. myös Annola 2005 s. 173–177, jonka mukaan toissijaiselta sisäpiiriläiseltä edellytettävän tietoisuuden arvioinnissa korostuu tiedon välittämisen olosuhteet. Tiedon informaatiosisällön ohella merkitystä olisi annettava tiedon saamisen henkilökohtaisuudelle ja tiedon välittäjän henkilöllisyydelle.

tellen on pidettävä törkeänä.[287] Rikoksella tavoitellun hyödyn suuruutta tulee tarkastella sekä rahamääräisenä suureena että myös suhteutettuna kurssien muutokseen.[288] Tavoitellun hyödyn tulee olla erityisen suuri suhteessa vastaavansuuruisessa arvopaperikaupassa yleensä odotettavissa olevaan hyötyyn.

Tätä perustellaan esitöissä sillä, ettei hyödyn suuruutta tule verrata siihen arvorajaan, jonka perusteella varkautta on pidettävä törkeänä, koska tällöin kaikki sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat tapaukset katsottaisiin todennäköisesti törkeiksi. Perustelujen mukaan tällaisessa toiminnassa (sisäpiirintiedon väärinkäyttö), joka yleensä tapahtuu yhteisöjen toiminnan yhteydessä ja jossa hyötykin saattaa ohjautua yhteisölle, eikä ainakaan välittömästi rikokseen syyllistyneille, hyödyn määrän suoraviivainen vertaaminen esimerkiksi varkausrikoksella tavoiteltavan hyödyn määrään ei ole perusteltua. Perustelujen mukaan lähempänä perinteisten varallisuusrikosten piirteitä on sen sijaan sellainen sisäpiirintiedon väärinkäyttö, jolla tavoitellaan henkilökohtaista etua. Tällöin edellä tarkoitettua pienemmänkin hyödyn tavoittelun on katsottu voivan olla paheksuttavuudeltaan muihin törkeisiin varallisuusrikoksiin rinnastuvaa. Huomattavalla henkilökohtaisella edulla on myös tarkoitettu muutakin kuin pelkkää arvopaperin arvon tai hinnan muutoksesta suoraan koituvaa taloudellista hyötyä. Henkilökohtaista etua voi olla esimerkiksi liikesuhteiden tiivistymisestä ja jatkuvuudesta seuraava etu sekä menestyksenä työuralla saatu etu.[289]

Edellä mainittu tullee ymmärtää niin, että tekijän tavoitellessa puhtaasti henkilökohtaista etua, voidaan hyödyn määrää laskettaessa rinnastusta hakea muissa törkeissä varallisuusrikoksissa omaksutusta euromääräisestä arvorajasta. Törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistusasteikko vastaa myös muiden varallisuusrikosten törkeiden tekomuotojen asteikkoja. Perusteluja voi tulkita myös siten, että huomattavan henkilökohtaisen edun kriteeri täyttyy ainakin euromääräisesti alemmalla tasolla kuin erityisen suuren hyödyn kriteeri. Tekijän varallisuusasemaa tai henkilökohtaisia taloudellisia olosuhteita ei kuitenkaan voida ottaa huomioon huomattavan henkilökohtaisen edun kriteeriä tulkittaessa. Ratkaisu on tehtävä objektiivisin kriteerein.[290] Erityisen suuren hyödyn arvioinnissa

---

[287] HE 254/1998 s. 23–24.

[288] Mitä suurempi kurssimuutos tiedon julkistamisesta aiheutuu, sitä todennäköisemmin tekijän on myös katsottava tavoitelleen suurta hyötyä edellyttäen, että tekijä on etukäteen mieltänyt muutoksen suuruuden. HE 254/1998 s. 24.

[289] HE 254/1998 s. 24 ja OLJ 3/1993 s. 35

[290] Arvioitaessa sen sijaan jo edellä käsitellyn hyötymistarkoituksen tai sisäpiirintiedon tietoisen hyväksikäytön olemassaoloa tai sen todennäköisyyttä, voidaan tekijän henkilökohtaiselle varallisuusasemalle antaa rajoitetusti merkitystä. Esimerkiksi henkilön tehdessä arvopaperikaupan omaan varallisuusasemaansa nähden hyvin pienellä summalla tai aiempaan kaupankäyntiinsä nähden normaalilla tai tätä vähäisemmällä summalla, voitaisiin tämä ottaa huomioon erityisen hyötymistarkoituksen olemassaoloa arvioitaessa. Toisaalta on otettava huomioon, ettei törkeästä huolimat-

puolestaan sijoitetun summan suuruuden että tekohetkellä oletettavissa olleen kurssimuutoksen suuruuden (tiedon merkittävyyden) tulee täyttää tietty minimitaso, mutta jo toisen edellytyksen erityisen suuruuden yksinään tulisi riittää kyseisen ankaroittamisperusteen soveltamiseksi.

Erityisen paheksuttavana ja arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta vakavasti vaarantavana pidetään erityisen vastuullisen aseman väärinkäyttämistä rikosten tekemisessä. Perusteen soveltaminen edellyttää, että erityisen vastuullinen asema pohjautuu toimimiseen kyseisten yhteisöjen palveluksessa, edustajana tai niiden antamassa tehtävässä.[291] Erityisen vastuullisen aseman kriteeri voi siten täyttyä suhteellisen helposti.[292] Säännöstä ei kuitenkaan ole tarkoitettu sovellettavaksi suoraviivaisesti kaikkiin kyseisessä vastuuasemassa oleviin, jotka syyllistyvät sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Edellytyksenä on, että erityisen vastuullista asemaa on käytetty hyväksi rikoksen tekemisessä. Tämä voi ilmetä esimerkiksi siten, että tekijä on saanut tiedot erityisen vastuullisen asemansa vuoksi tai siinä, että hän on kyennyt niiden hyödyntämiseen asemansa avulla.[293]

Teon tavanomaista suurempaa paheksuttavuutta ilmentävä rikoksen erityinen suunnitelmallisuus voi ilmetä laajoina etukäteisvalmisteluina, kuten rahoituksen järjestämisenä tai yhteistyökumppaneiden hankkimisena. Samoin rikoksen ilmitulon estämiseksi etukäteen tehdyt taloudelliset tai yhtiöoikeudelliset harhautustoimenpiteet voivat ilmentää suunnitelmallisuutta.[294] Törkeää tekomuotoa koskevan säännöksen soveltaminen edellyttää lisäksi, että rikos myös kokonaisuutena arvostellen on törkeä. Perustelujen mukaan kyseinen edellytys sulkee soveltamisalan ulkopuolelle esimerkiksi sellaiset suunnitelmalliset väärinkäytökset, joissa tavoitellaan vain vähäistä hyötyä. Samoin erityisen vastuullisen aseman väärinkäyttämisestä huolimatta rikosta ei ole syytä katsoa törkeäksi, jos sillä tavoitellaan vain vähäistä hyötyä tai henkilökohtaista etua.[295]

Suomessa on toistaiseksi annettu vain yksi tuomio, jossa tekijä tuomittiin törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Kaupankävijä tuomittiin viiden kuukau-

---

tomuudesta tapahtuneessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä edellytetä tietoisuutta tiedon sisäpiirintiedon luonteesta ja siten sen hyväksikäyttämisestä.

[291] Hyväksikäyttämisen on perustuttava juuri tuossa erityisasemassa saatuihin tietoihin tai siihen liittyviin toimintamahdollisuuksiin. Säännöksessä tarkoitetussa tehtävässä voi toimia esimerkiksi toimeksiannon saanut asianajaja tai konsultti. HE 254/1998 s. 24 ja OLJ 3/1993 s. 36–37.

[292] Karjalainen – Parkkonen s. 345.

[293] HE 254/1998 s. 24–25 ja OLJ 3/1993 s. 35. Poikkeuksellisesti myös yhteisöjen palveluksessa muissa kuin johtotehtävissä olevalla saattaa olla laaja oikeus saada sisäpiirintietoja tai merkittävä toimivalta tehdä itsenäisiä ratkaisuja. Tällaisissa tapauksissa säännöstä voitaisiin soveltaa myös hänen toimintaansa.

[294] Ks. Kurenmaa s. 245, jonka mukaan bulvaanien käyttö tai sisäpiiririnkien ylläpito sisäpiirintietojen hyödyntämisessä ovat ilmeisiä osoituksia teon erityisestä suunnitelmallisuudesta.

[295] HE 254/1998 s. 26.

den ehdolliseen vankeusrangaistukseen. Kaupankävijälle sisäpiirintietoa luovuttanut henkilö tuomittiin tavallisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä 30 päiväsakkoon.[296]

Tapauksessa tekijä oli ostanut Soonin osakkeita vaimonsa lukuun päivää ennen Soonia koskeneen Elisan julkisen ostotarjouksen julkistamista. Soonin osakkeen hinta nousi tiedotteen julkistamispäivänä (21.3.2001) 53 %. Kaupankävijä oli esitutkinnassa hankittujen teletunnistetietojen mukaan ollut 20.3.2001 klo 17.03 yhteydessä puhelimitse Soonin hallituksen jäseneen. Tämän jälkeen hän oli välittömästi soittanut vaimolleen ja meklarilleen. Kaupankävijä oli antanut toimeksiannon ostaa Soonin osakkeita 500 000 markkaan asti sillä kurssilla, jolla osaketta oli ollut saatavana. Toimeksiannon mukaan ostojen oli tullut tapahtua samana päivänä 20.3.2001 ja viimeistään 21.3.2001 aamupäivän aikana.

Käräjäoikeuden mukaan erityisesti kaupankävijän kiire hankkia Soonin osakkeita, hänellä Soonin osakkeen kurssinoususta ollut odotus, sijoitukseen käytetty suuri rahamäärä ja osakkeiden nopea poismyyminen tiedotteen julkistamisen jälkeen puhuivat sen puolesta, ettei jäänyt varteenotettavaa epäilyä sille, että kaupankävijällä oli ollut tietoa Soonin ja Elisan omistus- ja liiketoimintajärjestelystä sekä siitä, että järjestely toteutetaan 21.3.2001.

Käräjäoikeus ei myöskään pitänyt uskottavana sitä, ettei kaupankävijä ollut tiennyt neuvoa antaneen henkilön jäsenyydestä Soonin hallituksessa. Oikeuden mukaan toimeksianto oli myös ollut kaupankävijän sijoitushistoriaan nähden poikkeuksellisen suuri, eikä hän ollut oma-aloitteisesti antanut toimeksiannon toteuttamiselle mitään rajahintaa. Toimeksianto oli toteutettu poikkeuksellisella tavalla ja sillä oli ollut kiire. Toimeksiantoa suoritettaessa kaupankävijä oli toistamiseen tiedustellut osakkeen kurssin nousumahdollisuudesta toteamuksella ”jos ei ole mitään kurssinousuja alkanut”. Oikeus ei myöskään pitänyt uskottavana sitä, että puhelut Soonin hallituksen jäsenen kanssa olisivat koskeneet ainakaan pääasiallisesti tekijöiden yhteistä Liverpoolin matkaa tai tenniksen pelaamista. Tätä oikeus perusteli muun muassa sillä, ettei kumpikaan tekijöistä ollut esitutkinnassa maininnut mitään kyseisestä matkasta. Soonin hallituksen jäsen ei ollut edelleenkään muistanut mitään puhelujen sisällöstä. Kun lisäksi Soonin hallituksen jäsenen mukaan kaupankävijä oli voinut olla oikeassa muistaessaan heidän puhuneen Soonista, katsoi oikeus näytetyn puhelinkeskusteluissa keskustellun Soonista.

Käräjäoikeuden mukaan Soonin hallituksen jäsenen oli puhelinkeskusteluissa näytetty paljastaneen kaupankävijälle sisäpiirintiedon ja neuvoneen tätä Soonin osakkeiden kaupassa. Oikeuden mukaan neuvon antaneen henkilön asema Soonin hallituksessa, hänellä ollut sisäpiirintieto, syytettyjen väliset puhelinkeskustelut, jotka olivat ajoittuneet osakkeiden ostoa ja myyntiä edeltäviin ajankohtiin sekä hallituksen jäsenen kiinnostus kaupankävijän toimista puhuivat sen puolesta, ettei ollut uskottavaa syytettyjen keskustelleen Soonista vain yleisellä tasolla. Oikeus piti uskottavana kaupankävijän esitutkintakertomusta, jonka mukaan Soonin hallituksen jäsen oli tiedustellut 21.3.2001

[296] Helsingin käräjäoikeus 20.6.2005, R 04/10852, [ns. Soon-tapaus].

kaupankävijältä Soonin osakkeista. Tämä osoitti oikeuden mukaan Soonin hallituksen jäsenen tietoisuutta kaupankävijän Soonin osakekaupoista ja kiinnostusta niitä kohtaan. Soonin hallituksen jäsenen osalta oikeus ei katsonut esitetyn riittävää näyttöä siitä, että tämä olisi kuitenkaan toiminut tahallisesti.

Tavoiteltua erityisen suurta hyötyä oikeus perusteli sillä, että syytetty oli toimeksiantoa antaessaan tuonut esille Soonin osakkeen kurssinousumahdollisuuden. Lisäksi syytetty oli myynyt osakkeet välittömästi tiedotteen julkistamisen ja sitä seuranneen kurssinousun jälkeen. Osakkeiden myynnistä saatu nettohyöty oli ollut noin 33 000 euroa.

Kyseistä ratkaisua ja sen perusteluja voidaan osin kritisoida siitä, että sisäpiirintiedon paljastaneen henkilön toiminta katsottiin tiedon nojalla kauppoja tehneen henkilön toimintaa vähemmän moitittavaksi. Sisäpiirintietoja luovuttavan henkilön toimintaa tulisi ainakin lähtökohtaisesti pitää vähintään yhtä moitittavana kuin tietoa kaupoissa tosiasiassa hyödyntävän henkilön toimintaa. Sisäpiirintietoja ulkopuolisille levittävän henkilön toiminta voi tiedon levitessä aiheuttaa yhtiölle ja markkinoille kokonaisuudessaan huomattavasti suurempia vahinkoja kuin yksittäisen henkilön kaupankäynti kyseisen tiedon perusteella.

Lisäksi kyseisessä tapauksessa sisäpiirintiedon luovuttanut henkilö oli käyttänyt hyväksi erityisen vastuullista asemaansa listayhtiön johdossa. Käräjäoikeuden perustelu siitä, ettei Soonin hallituksen jäsenen osalta ollut esitetty riittävää näyttöä toiminnan tahallisuudesta, on kyseenalainen. Ei ole perusteltua lähteä olettamasta, että neuvon saaneen henkilön ymmärrys tai varmuus tiedon sisäpiirintiedon luonteesta olisi ollut suurempi kuin kyseisen tiedon paljastaneen henkilön. Paljastettu tieto koski myös yhtiön arvopaperin arvon kannalta erittäin merkityksellistä tietoa, minkä lisäksi tieto myös julkistettiin tiedon paljastamista seuraavana päivänä.

4.6 SISÄPIIRINTIEDON KÄYTÖN ENNALTAEHKÄISY

Listayhtiöt, arvopaperinvälittäjät sekä niiden palveluksessa olevat sisäpiiriläiset voivat omilla toimenpiteillään pyrkiä ennaltaehkäisemään sisäpiirintiedon käyttöä. Sisäpiirintiedon käytön ehkäisyssä yhdeksi tehokkaimmaksi keinoksi ovat osoittautuneet yritysten omat valvontajärjestelmät.[297] Yhtiöiden huolellisuusvelvoitteina voidaan pitää esimerkiksi yhtiöiden sisäisiä ohjeita henkilökunnan ja johdon arvopaperikaupankäynnistä. Ohjeisiin tulisi sisältyä lupamenettely, jonka mukaan sisäpiiriläisten on kysyttävä arvopaperikaupoilleen lupa yhtiön ylim-

[297] Rider 1991 s. 336. Ks. myös Häyrynen 2002 s. 172 ja Kurenmaa s. 261–265, joissa markkinoilla toimivien oman vastuun korostamista pidetään ennaltaehkäisyn yhtenä ydinalueena.

mältä johdolta tai siihen erikseen nimetyltä henkilöltä. Näin menettelemällä sisäpiiriläiset voivat varmistua siitä, ettei myöskään yhtiössä ole kaupankäynnin ajankohtana vireillä hankekohtaista sisäpiirintietoa.

Listayhtiöiden on pörssin sisäpiiriohjeen mukaan määriteltävä ajanjakso, jonka aikana yhtiön pysyvät sisäpiiriläiset eivät saa käydä kauppaa yhtiön arvopapereilla.[298] Sisäpiirintiedon käyttöä voidaan pyrkiä ehkäisemään siten, että sisäpiiriläiset hankkivat oman yhtiönsä osakkeita pitkäaikaisiksi sijoituksiksi. Kuten jo aiemmin tuotiin esiin, sisäpiirintiedon väärinkäyttöepäilyjen välttämiseksi listayhtiöiden sisäpiiriläiset voivat hankkia yhtiönsä arvopapereita esimerkiksi erillisten hankintaohjelmien avulla.

Vastaavasti APVY:n sisäpiiriohjeen mukaan sijoituspalveluyritysten hallitusten on vahvistettava sisäiset säännöt yhteisön henkilökunnan ja johdon kaupankäynnistä arvopapereilla. Ratan mukaan myös niiden sijoituspalveluyritysten, jotka eivät ole APVY:n jäseniä, tulee laatia APVY:n sääntöjen ja suositusten vähimmäisvaatimuksia vastaavat sisäiset säännöt. Kyseisissä säännöissä on myös määrättävä menettelystä, jonka avulla yhteisön johto valvoo kaupankäyntisääntöjen noudattamista.[299] Sisäpiirintiedon käytön ennaltaehkäisyyn voidaan arvopaperinvälittäjien osalta pyrkiä myös eri toimintojen erottamisella. Eri arvopaperitoimintojen, kuten emissionjärjestämisen, omaisuudenhoidon sekä kaupankäynnin omaan ja asiakkaan lukuun erottamisella voidaan pyrkiä estämään

---

[298] Kyseisen ajankohdan on oltava vähintään 14 vrk:ta. Ruotsissa listayhtiöiden sisäpiiriläisille on asetettu 30 päivän kaupankäyntikielto ennen yhtiön tulosjulkistuksia. Norjassa sisäpiiriläisten kaupankäynnille asetetut suljetut ikkunat on korvattu sisäpiiriläisille laissa asetetulla velvollisuudella, jonka mukaan heidän on ennen kaupankäyntiä itse selitettävä (”proper investigation”), onko yhtiössä sisäpiirintietoa. Aarum s. 246. Tanskassa listayhtiöillä tulee olla sisäiset säännöt ja valvontamenetelmät, joilla varmistetaan sisäpiirintietojen huolellinen hallinta ja ehkäistään sisäpiirin kaupankäyntiä. Lau Hansen 2003b s. 112 ja 117–118.

Englannissa puolestaan listayhtiön sisäpiiriläisten on kysyttävä arvopaperikaupoilleen lupa yhtiön ylimmältä johdolta. Yhtiön johdon on käsiteltävä lupapyyntö viiden vuorokauden kuluessa ja yhtiön sisäpiiriläisen on viimeistään kahden päivän kuluessa luvan saatuaan tehtävä kyseinen kauppa. Lupaa ei myönnetä alle yhden vuoden sijoituksille. Lupa voidaan ainoastaan poikkeustapauksissa myöntää suljetun ikkunan aikana tai aikana, jolloin yhtiöllä on hallussa sisäpiirintietoa. Lupa arvopapereiden myyntiin voidaan myöntää esim. sisäpiiriläisen ankarien taloudellisten vaikeuksien perusteella. Yhtiön sisäpiiriläisellä itsellään ei kuitenkaan tällöin saa olla hallussaan sisäpiirintietoa. Ks. FSA Model Code LR 9 Annex 1.3–1.11.

Lisäksi Englannissa listayhtiön sisäpiiriläisen on pyrittävä ehkäisemään lähipiirinsä lukuun käytävä lyhyt kaupankäynti (alle yhden vuoden) oman yhtiönsä arvopapereilla. Erityisesti sisäpiiriläisen on kiellettävä lähipiiriään käymästä kauppaa oman yhtiönsä arvopapereilla suljettujen ikkunoiden aikana. Yhtiön sisäpiiriläisen on myös informoitava lähipiiriään sisäpiiriasemastaan, suljettujen ikkunoiden ajankohdista sekä heitä koskevasta informointivelvollisuudesta listayhtiölle välittömästi kauppojen tekemisen jälkeen. Ks. FSA Model Code LR 9 Annex 1.20–1.22.

[299] APVY:n sisäpiiriohje sitoo jäsenyhteisöjen toimihenkilöitä, heidän holhottaviaan sekä määräysvaltayhteisöjään. Ratan ohjeen mukaan yhtiön johdon on saatava säännöllisesti tieto henkilökunnan tekemistä kaupoista. Rata 201.7 kohta 4.7.

arvopapereihin liittyvien luottamuksellisten tietojen leviäminen yritysten muihin osiin tai samaan konserniin kuuluviin muihin yrityksiin kuin niihin, joiden tietoon ne on tarkoitettu.[300]

Listayhtiöiden on vastaavasti varmistettava ja ohjeistettava sisäpiirintietojen huolellinen käsittely ja niiden luottamuksellisena säilyminen. Sisäpiirikaupankäynnin osalta tehokkain ennaltaehkäisykeino on juuri luottamuksellisten tietojen huolellinen käsittely ja tietovuotojen estäminen. Tietojen luottamuksellisuus on varmistettava erityisesti tilanteissa, joissa yhtiö on päättänyt lykätä sisäpiirintiedon julkistamista. Yhtiön on myös syytä laatia ohjeet niistä menettelytavoista, joita eri sijoittajaryhmille, analyytikoille tai lehdistölle yhtiötä koskevaa informaatiota jaettaessa on noudatettava. Henkilökunnalle on suositeltavaa antaa ohjeet myös siitä, missä tilanteissa sisäpiirintiedon ilmaiseminen yhtiön muille työntekijöille tai ulkopuolisille henkilöille on sallittua. Yhtiön johdon on myös kokonaisuudessaan huolehdittava siitä, että yhtiön henkilökunta tuntee sisäpiirisäännösten sisällön sekä toimenpiteet, joita säännösten noudattaminen edellyttää. Käytännössä tämä edellyttää henkilökunnan riittävää kouluttamista ja informoimista säännösten sisällöstä ja niiden tulkinnasta. Yhtiöissä olisi oltava myös nimetty henkilö, joka on vastuullinen siitä, että yhtiön henkilökunta ja johto ovat tietoisia heitä koskevasta lainsäädännöstä, viranomaissääntelystä sekä itsesääntelystä.[301]

MAD asetti listayhtiöille myös velvollisuuden ns. yrityskohtaisen sisäpiirirekisterin ylläpitoon. AML:iin tehtyjen muutosten (AML 5:8–11) myötä liikkeeseenlaskijoiden ja liikkeeseenlaskijan puolesta tai lukuun toimivien on nykyisin pidettävä yrityskohtaista sisäpiirirekisteriä. Yrityskohtaisen sisäpiirirekisterin tarkoituksena on selventää sisäpiiriläisyyden alkamista, ennaltaehkäistä sisäpiirintiedon käyttöä sekä tehostaa sisäpiirintiedon käsittelyä ja hallinnointia.

Pörssin sisäpiiriohjeessa oli listayhtiöiden velvollisuudeksi jo aiemmin säädetty ns. hankekohtaisten sisäpiirirekisterien ylläpito.[302] Pörssin sisäpiiriohjeen mukaan hankkeena voidaan pitää luottamuksellisesti valmisteltavaa, yksilöitävissä olevaa asiakokonaisuutta tai järjestelyä, joka toteutuessaan on

---

[300] Ks. Ratan ohje 201.12.

[301] Arvopaperinvälittäjän hallituksen on vastaavasti vahvistettava sisäiset säännöt siitä, miten tieto voimassa olevasta sääntelystä saatetaan yhteisön henkilökunnan ja johdon tietoon. Ratan ohje 201.7 kohta 4.8.

Pörssin sisäpiiriohjeissa on liikkeeseenlaskijoiden huolellisuusvelvollisuuksia täsmennetty muun muassa edellyttämällä yhtiöiltä sisäpiirivastaavan henkilön nimeämistä yhtiöön. Ks. pörssin sisäpiiriohje kohdat 8–9, joissa on annettu ohjeita yhtiön sisäpiiriasioiden hallinnosta ja valvonnasta.

[302] Pörssin sisäpiiriohje 7 luku. Pörssin sisäpiiriohjetta ollaan parhaillaan uudistamassa mm. hankekohtaista sisäpiirirekisteriä koskevien ohjeiden osalta. Ks. hankekohtaisen rekisterin merkityksestä myös Ståhlberg 2000 s. 741–742.

omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön arvopaperin arvoon. Pörssin sisäpiiriohjeessa on annettu erilliset arviointikriteerit, joiden nojalla liikkeeseenlaskija voi arvioida sitä, onko valmisteltava asiakokonaisuus tai järjestely syytä luokitella hankkeeksi.

Kyseiset arviointikriteerit antavat osin aihetta kritiikkiin. Ohjeen arviointikriteerin mukaan kyseen ollessa asiakokonaisuudesta tai järjestelystä, 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. Annettua kriteeriä on syytä tulkita väljästi. Toisin kuin ohjeessa on erikseen mainittu, esimerkiksi sellaisia alustavia neuvotteluja, joissa ei vielä ole kyse järjestelyn toteuttamiseen tähtäävistä valmistelutoimista, mutta joissa vastapuoli on osoittanut myönteisen suhtautumisensa hankkeeseen, voi tietyissä tilanteissa olla jo syytä pitää sisäpiirintietoa käsittävänä hankkeena.

Vastaavasti hanke voidaan katsoa sisäpiirintiedoksi ilman, että yhtiössä on tehty nimenomaista päätöstä hankkeen valmistelun jatkamisesta toteutumiseen saakka. Ohjeessa annettujen kriteerien mukaan arvioinnissa on myös otettava huomioon se, onko asiakokonaisuuden tai järjestelyn toteutuminen todennäköistä ja onko sen arvioitu toteutumisajankohta lähitulevaisuudessa. Valmisteltava asiakokonaisuus tai järjestely on kuitenkin syytä luokitella hankkeeksi jo ennen kuin sen toteutuminen on todennäköistä. Jo hankkeen toteutumisen varteenotettavaa mahdollisuutta tai sitä, että sen voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, voidaan pitää perustellumpana kriteerinä.[303]

Yrityskohtaisen sisäpiirirekisterin tulee sisältää tiedot henkilöistä, jotka saavat säännöllisesti sisäpiirintietoa liikkeeseenlaskijassa olevan asemansa tai tehtävänsä johdosta. Lisäksi rekisterissä on oltava tiedot henkilöistä, jotka saavat sisäpiirintietoa joko työskentelemällä työ- tai muun sopimuksen perusteella liikkeeseenlaskijalle tai kuulumalla liikkeeseenlaskijan toimielimiin. Yrityskohtaisia sisäpiiriläisiä voivat yhtiöiden ilmoitusvelvollisten sisäpiiriläisten lisäksi olla esimerkiksi yhtiöiden johtoryhmän jäsenet, talousjohtajat ja tulosyksiköiden johtajat. Yrityskohtaisia sisäpiiriläisiä voivat olla myös muut yksittäisistä hank-

---

[303] Ks. myös Ståhlberg 2000 s. 741, jonka mukaan luottamuksellisen tiedon paremmaksi hallinnoimiseksi sekä sisäpiiriläisten määrän rajoittamiseksi on usein käytännöllistä, että valmisteilla olevasta asiasta laaditaan hankekohtainen rekisteri jo hyvissä ajoin ennen kuin valmistelu etenee niin pitkälle, että valmisteltavaa asiaa pidetään ”hankkeena”.

Ks. esim. Helsingin käräjäoikeus 5.3.1999, R 98/8408, [ns. Hertzen-tapaus], jossa tuomitulla hallussaan ollut tieto yrityskaupan etenemisestä katsottiin sisäpiirintiedoksi jo 4–5 kuukautta ennen yrityskaupan toteutumista ja lopullista julkistamista markkinoille.

Ks. myös Ståhlberg 2000 s. 741 alaviite 52, jossa ohjeen todetaan ilmaisevan markkinaosapuolten ja liikkeeseenlaskijoiden kannan hankekohtaisista sisäpiirirekistereistä ja joka Ståhlbergin mukaan tarkoituksellisesti poikkeaa Helsingin käräjäoikeuden tuomiossa 5.3.1999, R 98/8408 esitetyistä kannoista.

Ks. pörssin sisäpiiriohjeen kritiikistä myös Kurenmaa s. 306–308.

keista tietoiset yhtiön toimihenkilöt tai yhtiön käyttämät asianajajat tai konsultit. Liikkeeseenlaskijan puolesta tai lukuun toimivalla on liikkeeseenlaskijaa vastaava velvollisuus pitää yrityskohtaista sisäpiirirekisteriä. Kyseinen velvollisuus kohdistuu esimerkiksi yhtiön käyttämiin oikeudellisiin avustajiin ja investointipankkeihin.

Liikkeeseenlaskijoiden on rekisterinpitovelvollisuuden täyttääkseen voitava tunnistaa ne sisäpiirintiedot, jotka ovat sisäpiiriläisen hallussa, ja ajankohta, jolloin ne tulivat sisäpiiriläisen haltuun. Rekisteriin merkitylle henkilölle on myös ilmoitettava kirjallisesti tai muutoin todisteellisesti hänen merkitsemisestään rekisteriin ja siitä aiheutuvista velvollisuuksista sekä seuraamuksista, joita tällaisten tietojen väärinkäytöstä tai asiattomasta levittämisestä voi aiheutua. Sisäpiirirekisterit on säilytettävä vähintään viisi vuotta niiden laatimisen tai päivittämisen jälkeen ja toimitettava toimivaltaiselle viranomaiselle tämän sitä pyytäessä.[304]

[304] Ks. yrityskohtaisesta sisäpiirirekisteristä tarkemmin HE 137/2004 s. 68–70 sekä MAD 6 artiklan 3 kohdan 3 alakohta ja komission kolmannen direktiivin artikla 5 ja johdantolause 6.

5 Kurssin vääristäminen

5.1 YLEISTÄ

Kurssin vääristämisellä tai manipuloinnilla tarkoitetaan rikoslaissa (RL 51:3) toimintaa, jonka pyrkimyksenä on vääristää tietyn arvopaperin hintataso (kurssitaso) ja vääristynyttä hintatasoa hyväksikäyttämällä hankkia taloudellista hyötyä. Muiden arvopaperimarkkinoita koskevien rangaistussäännösten tapaan kurssin vääristämisen kieltämisellä pyritään markkinoiden informaatioasymmetrioiden ehkäisemiseen. Kurssin vääristämisen yhteydessä informaatioasymmetriat perustuvat markkinoiden tai markkinaosapuolien tietämättömyyteen (väärään tai harhaanjohtavaan informaatioon) arvopaperin hinnanmuodostukseen vaikuttavista tekijöistä. Sijoittajat, jotka toimivat markkinoilla arvopaperin vääristyneeseen hintatasoon luottaen, tekevät väärään informaatioon perustuvia epärationaalisia sijoituspäätöksiä. Koska vallitseva markkinahinta ei kuvaa aitoon kysyntään ja tarjontaan perustuvaa markkinaosapuolten arviota osakkeen oikeasta arvosta, vaikeutuu myös arvopaperimarkkinoiden tehtävä kansantalouden niukkojen voimavarojen tehokkaassa kohdentamisessa.[1]

Kurssin vääristämistä koskevan rangaistussäännöksen suojeluobjektina voidaan siten pitää arvopaperin aidon kysynnän ja tarjonnan turvaamista sekä markkinoiden hinnanmuodostuksen luotettavuutta. Kurssin vääristämisen kriminalisoinnilla suojeltava oikeushyvä liittyy ennen kaikkea sijoittajien tiedollisen tasaarvoisuuden turvaamiseen suhteessa muihin sijoittajiin, liikkeeseenlaskijaan tai muuhun markkinoilla toimivaan osapuoleen, jonka toiminta tähtää kurssin vääristämiseen. Kurssin vääristämiskiellon suojatarkoitus ulottuu markkinoilla toimivien sijoittajien lisäksi myös muihin osapuoliin, jotka voivat tehdä päätöksiä arvopaperien hintatason perusteella. Tällaisia tahoja voivat olla esimerkiksi listayhtiöiden tai muiden markkinaosapuolien velkojat sekä luotonantajat.[2]

Keinot ja mahdollisuudet kurssien manipuloimiseksi ovat markkinoiden nopean teknisen kehityksen vuoksi lisääntyneet huomattavasti. Uusien sijoitusinstrumenttien ja markkinoiden kansainvälistymisen myötä manipuloinnin toteuttaminen on muodostunut sekä helpommaksi että toisaalta vaikeammin havaittavaksi ja tutkittavaksi. Kurssimanipulaatiota koskeneet oikeustapaukset ovat Suomessa olleet hyvin harvinaisia. AML:n voimassaolon aikana kurssien

---

1 Kaisanlahti 1995 s. 1302.
2 Ks. näin myös Samuelsson s. 879 av. 24.

manipuloinnista on annettu toistaiseksi tuomiota vain neljässä tapauksessa.[3] Kurssin vääristämiseen liittyviä rikossyytteitä on oikeudessa käsitelty myös äärimmäisen harvoin.

Syitä vähäiselle oikeuskäytännölle voi olla useita. Ensinnäkin kurssin vääristämistä koskeva lainsäädäntö on Suomessa hyvin nuori. Yksinomaan kurssin vääristämistä koskeva rangaistussäännös säädettiin vasta RL:n kokonaisuudistuksen yhteydessä vuonna 1999. AML:ssa on tosin jo sen säätämisvaiheesta asti ollut arvopaperinvälittäjien toimintaa koskevia säännöksiä, joiden tarkoitus oli ehkäistä arvopaperin kurssitasoon vaikuttamista sisäisin kaupoin tai toisen kanssa tehtävin sopimuksin.[4]

Toisena syynä voidaan pitää sitä, että kurssien manipulointia on käytännössä erittäin hankala paljastaa.[5] Manipulatiivisten menettelytapojen tehokas paljastaminen vaatii kaupankäynnin jatkuvaa ja aktiivista valvontaa sekä siten myös riittäviä resursseja ja valvontajärjestelmiä. Manipulatiivisten menettelytapojen ilmitulo ja tutkiminen edellyttävät Ratalta ja pörssiltä myös tehokasta yhteistyötä ja tietojenvaihtoa.[6] Kolmas ja ehkä keskeisin syy oikeuskäytännön vähäisyy-

---

[3] Kolme tuomiota koski yhtiön äänivallan kannalta merkittävien osakekauppojen (ns. blokkikauppojen) toteuttamista pörssissä varainsiirtoveron välttämiseksi. Ks. Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/2654, [ns. YIT-tapaus], Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230, [ns. TPO-tapaus] sekä Helsingin hovioikeus 9.9.1993, R 92/969. Rata on vuosina 1998–2004 tehnyt kurssimanipulaatiotutkimuksia vuositasolla n. 5–10 kappaletta. Ainoastaan kahdessa tapauksessa Rata on koko kyseisenä ajanjaksona tehnyt asiasta tutkintapyynnön poliisille. Rata on kuitenkin antanut joitakin ei-julkisia huomautuksia tutkimiensa manipulaatiotapausten osalta. (Lähde: Rata.)

Kurssimanipulaatiota koskeneet rikostuomiot ovat olleet harvinaisia myös muissa pohjoismaissa. Ks. Lau Hansen 2001 s. 544. Esimerkiksi Ruotsissa on annettu vain muutama kurssin vääristämistä koskenut rikostuomio. Vuosien 1997 ja 2004 välisenä aikana FI tutki yhteensä 81 kurssin vääristämistapausta, joista 25 tapausta lähetettiin syyttäjälle. Näistä kuusi tapausta on johtanut syytteisiin ja viisi langettavaan tuomioon. Prop. 2004/05:142 s. 46. Ks. myös af Sandeberg 2003 s. 877–878.

[4] Kyseisten säännösten (AML 4:3 ja 4:6.2) rikkominen oli laissa (9.8.1993/740) säädetty rangaistavaksi arvopaperimarkkinarikoksena (AML 8:2).

Kurssimanipulaatiota koskeva nimenomainen rangaistussäännös on myös muissa pohjoismaissa säädetty hyvin myöhään. Norjassa ja Ruotsissa nimenomainen kurssin vääristämiskielto säädettiin 1997 ja Tanskassa vuonna 1995. Ks. Aarum s. 244, Afrell – Klahr – Samuelsson s. 290–291 ja Lau Hansen 2003b s. 111.

[5] Kyseisen toiminnan paljastaminen voi olla hyvin vaikeaa esimerkiksi tilanteissa, joissa manipulointiin on osallistunut useampia sijoittajia mahdollisesti myös useamman välittäjän kautta.

[6] Ks. IOSCO 2000, jossa korostetaan pörssien ja valvontaviranomaisten välisen yhteistyön merkitystä. Erityisesti pörssin rooli katsotaan keskeiseksi, koska sillä tyypillisesti on parhaat tekniset edellytykset seurata päivittäistä kaupankäyntiä ja kerätä kaupankäyntiä koskevaa informaatiota. Monissa valtioissa pörsseille on laissa asetettu nimenomainen velvollisuus antaa valvontaviranomaiselle informaatiota mahdollisista manipulatiivisista kaupankäyntitavoista. Suomen osalta ongelmana on pitkään ollut erityisesti se, ettei Ratalla tai pörssillä ole ollut käytössään erityistä valvontajärjestelmää, jolla poikkeavia kurssi- ja volyymimuutoksia olisi voitu arvioida. Tilanne on kuitenkin tältä osin korjaantunut pörssissä vuonna 2005 käyttöön otetun uuden kaupankäynnin valvontajärjestelmän (ns. Smarts-valvontajärjestelmä) myötä.

delle liittyy itse manipulatiivisten menettelytapojen määrittelyn vaikeuteen sekä manipulatiivisista toimista ja niiden tarkoituksesta saatavan näytön arviointiin. Normaalien markkinatoimenpiteiden erottaminen manipulatiivisista menettelytavoista voi olla tulkinnanvaraista ja vaikeaa. Samoin kurssin vääristämisen rangaistavuuden edellytyksenä olevan toiminnan tahallisuuden ja erityisen hyötymistarkoituksen toteennäyttäminen on ongelmallista.[7]

Manipulatiivisten toimien määrittelyyn ja niiden tarkoituksellisuudesta saatavaan näyttöön liittyvien ongelmien peruslähtökohdat ovat ainakin osin rikosoikeudellisessa sääntelyssä. Erityisesti rikossääntelyn ”jäykkyys” aiheuttaa väistämättä ongelmia nopeasti kehittyvien markkinoiden ja niillä ilmenevien uusien menettelytapojen sääntelyssä. Yleisen rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen mukaisesti myös manipuloinnin kriminalisoivilta rikosoikeudellisilta säännöksiltä on edellytettävä tiettyä täsmällisyyttä. Laillisuusperiaatteen tavoitetta on kuitenkin kurssin vääristämistä koskevan tunnusmerkistön osalta äärimmäisen vaikea saavuttaa.[8] Kurssin vääristämisen tunnusmerkistölle on ominaista sen huomattava avoimuus, joustavuus ja siten myös tulkinnanvaraisuus.[9] Lain säätämisvaiheessa tarkasti rajattujen kaupankäyntimuotojen sekä tiettyjen menettelytapojen ehdoton kieltäminen todettiin riittämättömäksi ja toimimattomaksi lainsäädäntöratkaisuksi. Rangaistussäännöksessä katsottiin olevan syytä kuvata sekä tyypilliset menettelytavat että teon moitittavuuden kannalta keskeiset hylättävät tarkoitusperät.[10] Koska riittävän tarkkarajaisen ja täsmällisen kurssin vääristämistä koskevan rangaistussäännöksen laatimisen katsottiin olevan erityisen vaikeaa, haluttiin tahallisuusvaatimus puolestaan asettaa tiukaksi.[11]

---

[7] Manipulatiivisten menettelytapojen erottamisen vaikeutta normaaleista menettelytavoista sekä toisaalta myös riittävän näytön saantiin liittyviä ongelmia osoittaa osaltaan Ratan tekemien manipulaatiotutkimusten suhde sen poliisille tekemiin tutkintapyyntöihin.

[8] Myös Ruotsissa kurssin vääristämisen rikosoikeudelliseen rangaistavuuteen ja rikossäännöksen kiellettyihin tekotapoihin liittyvät määrittelyongelmat tiedostettiin erityisesti laillisuusperiaatteen näkökulmasta ja se viivytti vuoden 1995 lakiuudistusta huomattavasti. Ks. Samuelsson 2002 s. 876 ja Jacobson – Lycke s. 308.

[9] Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 158, jonka mukaan harmaa alue kiellettyjen ja sallittujen tekotapojen osalta on laaja. Ks. myös Samuelsson 2002 s. 873 ss., jonka mukaan säännöksen epäselvyys ja normatiivisuus aiheuttaa vaikeita tulkintaongelmia kiellettyjen ja sopimattomien (otillbörlig) menettelytapojen määrittelyssä.

[10] Ks. HE 254/1998 s. 12, jossa tätä perusteltiin sillä, että kurssimanipulaation rangaistavuuden perustuessa pelkästään vääristämis- ja hyötymistarkoitukseen, jäisi säännös soveltamisalaltaan epämääräiseksi, eikä se myöskään pedagogisesti riittävän selkeästi osoittaisi hylättäviä menettelytapoja.

[11] Ennen lakiuudistusta voimassa olleessa säännöksessä välittäjien toimesta tapahtuva kurssitasoon vaikuttaminen oli säädetty rangaistavaksi myös törkeästä tuottamuksesta tehtynä. Lakiuudistuksen yhteydessä syyksiluettavuuden asteen nostamisen tahallisuutta edellyttäväksi katsottiin lisäävän rikoksen selvittämiselle asetettavia vaatimuksia mutta korkeaa näyttökynnystä pidettiin tärkeänä oikeusturvan kannalta. Ks. HE 254/1998 s. 11 ja 27.

Ratkaisua voidaan pitää osin perusteltuna. Laissa tarkkaan rajatut kielletyt menettelytavat helpottaisivat säännösten kiertämistä ja siten vaikeuttaisivat säännöksen tavoitteiden toteutumista. Tiukasti rajatut tunnusmerkistöt olisivat myös omiaan jäämään jälkeen markkinoiden nopeasta kehityksestä. Näistä syistä markkinoiden manipuloinnin tehokas ehkäiseminen edellyttää säännöksiltä ja niiden määritelmiltä riittävää joustavuutta.[12] Säännösten avoimuudesta johtuva tulkinnanvaraisuus voi kuitenkin aiheuttaa edellä mainittuja ongelmia rikosvastuun tosiasiallisen toteutumisen näkökulmasta. Avoimesti määriteltyjä tekotapoja voi käytännössä olla liian vaikea soveltaa yksittäiseen tosiseikastoon. Liian avoimet manipulaatiosäännökset voivat olla ongelmallisia myös säännösten kohderyhmän kannalta. Markkinoilla toimivat osapuolet eivät välttämättä voi riittävällä varmuudella ennakoida tai mieltää menettelynsä rangaistavuutta liian joustavien ja tulkinnanvaraisten rangaistussäännösten perusteella.[13] Manipulaatiosäännösten tulkinnanvaraisuus voi myös vähentää etenkin riskiä kaihtavien sijoittajien kaupankäyntiä ja saada näin aikaan markkinoiden tehokkuuden vähentymistä.[14]

Rangaistussäännöksen tueksi vastuuta kurssien vääristämiseen tähtäävien menettelytapojen ilmitulon edistämisestä haluttiin antaa myös markkinoiden itsesääntelylle. Rangaistussäännöksiä uudistettaessa katsottiin muun muassa olevan syytä varmistautua siitä, että kaupankäyntiä koskevat pörssin säännöt edistävät poikkeuksellisten menettelytapojen ilmituloa. Pörssin säännöillä katsottiin myös määrättävän kaupankäynnissä noudatettavista eettisistä periaatteista. Markkinoille vahvistettujen kaupankäyntisääntöjen kehittymisen arvioitiin säännöksen säätämisvaiheessa tulevan tarkemmin rajaamaan säännöksen soveltamisalaa. Kurssin vääristämistä tarkoittavien harhaanjohtavien toimenpiteiden tarkempaa sisältöä harkittaessa on siten otettava huomioon myös menettelyn suhde pörssin kaupankäyntisääntöihin. Sellaisessa toiminnassa, joka on tarkasti ohjattu pörssin säännöin, poikkeaminen säännöistä ja niiden ilmentämistä tavoitteista voi helpommin johtaa markkinoita vääriin johtopäätöksiin kuin toimet, joihin ei liity tällaista ohjausta tai joiden osalta ohjaus on väljää.[15]

Näin ollen vastuuta haitallisten menettelytapojen määrittämisestä annettiin käytännössä myös pörssille. Markkinoiden omaa roolia kurssien manipulointia

---

[12] Ks. samoin Lomnicka s. 298.

[13] Ks. myös Samuelsson 2002 s. 874 ss., jonka mukaan täsmällisen kurssin vääristämissäännöksen muodostaminen erityisesti markkinoiden nopean kehityksen vuoksi on mahdotonta. Koska kyseessä on yleissäännös, siirtyy valta säännöksen sisällön tarkemmasta määrittelystä säännöksen soveltajille. Samuelssonin mukaan vasta oikeuskäytännön kautta tulee tarkemmin määriteltäväksi miten säännöstä on käytännössä tulkittava. Tilanne on kuitenkin ongelmallinen säännöksen noudattamisen ennakoitavuuden ja osapuolten oikeusvarmuuden näkökulmasta.

[14] Samuelsson 2002 s. 892.

[15] OLJ 3/1993 s. 41 ja HE 254/1998 s. 12 ja 26–28.

koskevassa sääntelyssä sekä sen ehkäisemisessä ja paljastamisessa on myös pidetty kansainvälisesti keskeisenä tekijänä.[16] Kurssin vääristämiseen tähtäävien menettelytapojen sääntelyn ja niiden valvonnan vaikeuden vuoksi itsesääntelyn ja markkinoiden oman valvonnan roolia on myös Suomen markkinoilla haluttu korostaa. Pörssin vastuuta sekä haitallisten menettelytapojen ennaltaehkäisyssä että niiden paljastamisessa voidaan perustella markkinapaikalle laissa asetettujen velvollisuuksien lisäksi pörssin asiantuntemuksella ja sen reaaliaikaisella markkinoiden valvontamahdollisuudella.[17] Markkinoiden luotettavuutta vakavasti vaarantavien manipulatiivisten menettelytapojen valvonta on kuitenkin tietoisesti haluttu säilyttää viranomaisvalvonnan piirissä.[18]

5.2 TUNNUSMERKISTÖ

RL 51:3 (13.5.2005/300)
Kurssin vääristäminen
Joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä vääristää julkisen kaupankäynnin tai arvopaperimarkkinalain 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevan arvopaperin kurssia, on tuomittava kurssin vääristämisestä sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

RL 51:6.3 (13.5.2005/300)
Määritelmät
Kurssin vääristämisenä pidetään tässä luvussa arvopaperimarkkinalain 5 luvun 12 ja 15 §:ssä tarkoitettua kurssin vääristämistä.

AML 5:12.1–2 (13.5.2005/297)
Kurssin vääristäminen
Julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevan arvopaperin kurssia ei saa vääristää.
Kurssin vääristämisellä tarkoitetaan:
1) julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaa arvopaperia koskevaa harhaanjohtavaa osto- ja myyntitarjousta, näennäiskauppaa ja muuta vilpillistä toimintatapaa;

---

[16] Lomnicka s. 302.
[17] Pörssi voi antaa myös kurinpidollisia seuraamuksia arvopaperinvälittäjille lain, pörssin sääntöjen tai määräysten, Norex-sääntöjen taikka hyvän arvopaperimarkkinatavan rikkomisesta. Pörssin kurinpitolautakunnan määräämän kurinpitomaksun suuruus on 10 000–500 000 euroa. Jos rikkomus on luonteeltaan vähäisempi, osapuolelle voidaan kurinpitomaksun sijasta antaa varoitus tai muistutus. Mikäli rikkomus on vakava, voidaan välittäjän jäsenyys peruuttaa. Kurinpitolautakunta voi myös peruuttaa yksittäisen meklarin oikeudet tai antaa meklarille varoituksen. Ks. pörssin kaupankäyntisäännöt kohta 3.12.
[18] Tämä otettiin huomioon lain säätämisvaiheessa viittaamalla erityisesti Suomen ohuisiin arvopaperimarkkinoihin, joiden katsottiin olevan alttiimpia epäasialliselle kursseihin vaikuttamiselle. Ks. HE 254/1998 s. 11.

2) liiketoimia ja muita toimia, jotka antavat väärää tai harhaanjohtavaa tietoa julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevien arvopaperien tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta;
3) liiketoimia ja muita toimia, joilla yksi tai useampi yhteistyössä toimiva henkilö varmistaa julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevien arvopaperien hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle; tai
4) julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaa arvopaperia koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon julkaisemista tai muuta levittämistä, jos tiedon julkaisija tai levittäjä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan väärää tai harhaanjohtavaa.

MAD:n implementoimiseksi tehdyssä lakiuudistuksessa kurssin vääristämistä koskevaa RL:n säännöstä muutettiin. Kurssin vääristämisen tekotapojen määritelmät siirrettiin AML 5:12:ään, johon RL:n määritelmäsäännöksessä viitataan. Kurssin vääristämistä koskevat tekotavat ovat siten sekä AML:ssa että RL:ssa kielletyn kurssin vääristämisen osalta identtiset. AML:n säännösten rikkomisesta voi seurata RataL:ssa määritelty hallinnollinen seuraamus. Kyseisten säännösten erona on ainoastaan se, että RL:ssa kielletyn kurssin vääristämisen rangaistavuuden edellytyksenä on erillinen hyötymistarkoitus sekä toiminnan tahallisuus. Kurssin vääristämisen osalta muodostettiin siten yhtenäinen objektiivinen tunnusmerkistö, jonka rikkomisen rangaistavuus joko rikosoikeudellisena tai hallinnollisena tekona riippuu tekijän tahdonmuodostuksen moitittavuudesta (syyksiluettavuudesta) ja siihen liittyvästä erillisestä hyötymistarkoituksesta.

Seuraavassa arvioidaan eri tunnusmerkkien tarkempaa sisältöä: 1) tekijäpiirin, 2) hintatason vääristämisen, 3) kiellettyjen tekotapojen (harhaanjohtavien toimenpiteiden sekä totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen) sekä 4) vääristämis- ja hyötymistarkoituksen osalta. Kunkin tunnusmerkin yhteydessä arvioidaan myös MAD:n vastaavia säännöksiä sekä niiden aiheuttamia muutoksia. Luvun lopussa tarkastellaan ns. hyväksyttyjä markkinatapoja, komission takaisinostoasetuksessa määriteltyjä turvasatamasäännöksiä stabilisaation osalta sekä törkeän kurssin vääristämisen tunnusmerkistöä.

5.2.1 Tekijäpiiri

Kurssin vääristämisen tekijäpiiriä ei ole rajattu. Kurssin vääristämiseen voi syyllistyä kuka tahansa, joka toimii säännöksessä edellytetyllä tavalla. Periaatteessa tekijänä voi kaikkien tekotapojen osalta olla esimerkiksi arvopaperinvälittäjän tai liikkeeseenlaskijan palveluksessa oleva henkilö tai yksittäinen sijoittaja. Käytännössä harhaanjohtaviin toimenpiteisiin ryhtyminen voi usein edellyttää toimeksiantajana toimivan sijoittajan ja sen toteuttajan eli arvopaperinvälittäjän palveluksessa toimivan meklarin yhteistoimintaa. Manipulointitarkoituksessa

tapahtuvaan totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamiseen voivat sen sijaan tosiasiallisesti usein syyllistyä liikkeeseenlaskijoiden johtoon tai yhtiön läheiseen intressipiiriin kuuluvat henkilöt. Säännöstä ei kuitenkaan ole rajattu vain heitä koskevaksi, vaan säännöksessä tarkoitettuja tietoja voivat antaa myös yhtiöiden ulkopuoliset tahot, kuten esimerkiksi sijoitusanalyyseja tekevät sijoituspalveluyritykset tai tiedotusvälineiden edustajat.[19]

5.2.2 Hintatason vääristäminen

RL:ssa rangaistavalta kurssin vääristämiseltä edellytetään sekä tietoista arvopaperin hintatason vääristämistarkoitusta että tarkoitusta käyttää vääristynyttä kurssia hyväksi taloudellisen hyödyn hankkimiseksi. Hintatason vääristämistä voidaan siten pitää teon välttämättömänä välitavoitteena varsinaiselle teon päätavoitteelle, taloudellisen hyödyn hankkimiselle. Arvopaperin hintatason vääristämisellä tarkoitetaan toimia, joilla suoraan tai välillisesti pyritään vaikuttamaan keinotekoisesti arvopaperin kaupankäyntikurssiin. Tunnusmerkistön mukainen kurssin vääristäminen voidaan toteuttaa joko harhaanjohtaviin toimenpiteisiin ryhtymällä tai antamalla arvopaperiin liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Yhteistä kurssin vääristämiseen tähtääville toimenpiteille on se, että niillä estetään tai häiritään arvopaperin aitoa kysyntää tai tarjontaa. Manipulatiivisilla menettelytavoilla vaikutetaan siten markkinoiden ja arvopaperin normaaliin hinnanmuodostusmekanismiin. Toiminnan tavoitteena on muuttaa kurssia siitä, mihin se asettuisi markkinoihin vaikuttavien reaalisten tekijöiden ohjaamana.[20] Hintatason vääristymisellä tarkoitetaan siten arvopaperin kurssin poikkeamaa siitä, mikä se olisi ilman säännöksessä tarkoitettua harhaanjohtavan toimenpiteen tai totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon vaikutusta.[21]

Kurssin vääristämiseen tähtäävät harhaanjohtavat toimenpiteet aiheuttavat sen, että markkinat ovat tietämättömiä joko toimenpiteiden tosiasiallisista tavoitteista tai joistakin toimenpiteiden taustalla olevista seikoista, kuten esimerkiksi kaupan osapuolista tai sen ehdoista. Keskeistä kurssin vääristämiseen tähtäävien toimenpiteiden arvioinnissa on se, onko kyseinen menettely ollut avointa ja

---

[19] Ennen vuonna 1999 tehtyä lakiuudistusta, kurssin vääristäminen oli säädetty arvopaperimarkkinarikoksena (AML 8:2.1,4) rangaistavaksi ainoastaan arvopaperinvälittäjän toimesta tehtynä. Säännöstä uudistettaessa todettiin manipulaation takana usein olevan muun kuin manipulaation toteuttajan ja pidettiin tärkeänä, että myös tällaista henkilöä voidaan pitää rikoksen tekijänä. Aloitteen harhaanjohtavaan toimenpiteeseen todettiin tulevan yleensä liikkeeseenlaskijasta tai suurelta sijoittajalta ja katsottiin asianmukaisemmaksi arvioida tällaista toimintaa suoraan tekijän toimintana kuin soveltaa rikokseen osallisuutta koskevia säännöksiä. HE 254/1998 s. 12 ja 27.

[20] Ks. samoin Rautio s. 1501.

[21] Ks. HE 254/1998 s. 26–27.

markkinoilla toimivien tiedossa. Manipulatiivisesta toiminnasta ei voi olla kyse silloin, kun markkinat ovat tietoisia toimenpiteiden tavoitteista tai niihin liittyvistä muista seikoista, vaikka kyseisillä toimilla olisikin vaikutusta toimenpiteiden kohteena olevan arvopaperin kurssiin.[22] Rangaistavaksi kurssin vääristämiseksi ei yleensä voida katsoa sellaista toimintaa, joka tapahtuu avoimesti ja antaa kaikille markkinoilla toimiville tasavertaiset mahdollisuudet osallistua kaupankäyntiin.[23]

Käytännössä kurssin vääristämiseen voidaan pyrkiä monella eri tavalla ja monessa eri yhteydessä. Kurssin vääristäminen voi ilmetä kurssin keinotekoisena nostamisena, laskemisena tai keinotekoisena ylläpitämisenä tietyllä tasolla. Rangaistava kurssin vääristäminen voi siten yhtä hyvin tapahtua joko kurssin hetkellisenä vääristämisenä alas- tai ylöspäin tai kurssin pidempiaikaisena ylläpitämisenä tai tukemisena tietyllä tasolla. Helpointa kurssin vääristäminen on toteuttaa silloin, kun vääristämisen kohteena on epälikvidi arvopaperi ja tekijällä on käytössään huomattavia resursseja.[24]

5.2.3 Tekotavat

5.2.3.1 Harhaanjohtavat toimenpiteet

AML:n 5:12.2,1–3 kohdissa on kielletty laaja joukko toimintatapoja, jotka ovat omiaan harhaanjohtamaan markkinoita. Säännöksessä tarkoitettuja harhaanjohtavia toimenpiteitä voi olla lukuisia, eikä niitä ole pyritty luettelemaan tyhjentävästi. MAD:ssa voidaan vastaavasti katsoa pyrityn hyvin joustavaan manipulatiivisten toimintatapojen kuvaamiseen. MAD:ssa on annettu tietyt kurssin vääristämisen perusmääritelmät sekä niistä johdetut esimerkit. MAD:n nojalla annetussa komission direktiivissä (määritelmädirektiivi) on lisäksi määritelty tiettyjä ei-tyhjentäviä tekijöitä (*signals*), joiden on katsottu olevan yleisiä ominaisuuksia tai edellytyksiä MAD:ssa tarkoitetuille manipulatiivisille toimenpiteille.[25]

---

[22] Lain perusteluissa HE 254/1998 s. 28 on myös todettu, ettei estettä esimerkiksi sinänsä ole sille, että joku jolla on huomattava erä tiettyjä arvopapereita, hankkii niitä lisää kurssitason ylläpitämiseksi. Toiminnan on kuitenkin oltava avointa siten, että markkinoilla toimivilla on mahdollisuus osallistua tähän kauppaan, eikä siihen saa sisältyä salaisia sopimuksia, joiden johdosta toiminta johtaa muita harhaan.

[23] HE 254/1998 s. 26. Ks. Kaisanlahti 1995 s. 1303–1304, jonka mukaan manipulaation tunnusmerkkinä tulisi pitää nimenomaisesti tiedon ei-julkisuutta.

[24] Ks. myös Helsingin käräjäoikeus 28.6.2002, R 01/7537, [ns. YIT-tapaus], jossa manipuloinnin toteuttamiselle valittu markkinoiden hiljainen ajankohta oli ollut omiaan varmistamaan sopimuskaupan onnistumisen sovittuna aikana ja sovitulla kurssilla.

[25] Määritelmädirektiivissä (4 ja 5 art.) mainittuja seikkoja ei ole pidettävä tyhjentävänä luettelona, vaan ne ovat yleisiä ominaisuuksia, joita manipulatiivisiin menettelytapoihin tyypillisesti voi liittyä. Manipulaation täyttymistä voidaan pitää sitä todennäköisempänä, mitä useampi signaali menettelyyn sisältyy. Ks. HE 137/2004 s. 71.

AML:ssa kuvatut tekotavat perustuvat MAD:ssa ja sen nojalla annetussa komission määritelmädirektiivissä lueteltuihin tyyppitapauksiin harhaanjohtavista tai vilpillisistä toimintatavoista. Komission määritelmädirektiivissä mainitut signaalit on lähes sellaisinaan sisällytetty AML 5:12:n yksityiskohtaisiin perusteluihin.[26]

AML:n kurssin vääristämistä koskevan säännöksen ensimmäisen kohdan mukaan kurssin vääristämisellä tarkoitetaan arvopaperia koskevan harhaanjohtavan osto- ja myyntitarjouksen antamista, näennäiskauppaa ja muuta vilpillistä toimintatapaa.[27] Säännöksen toisen kohdan mukaan kurssin vääristämisellä tarkoitetaan liiketoimia ja muita toimia, jotka antavat väärää tai harhaanjohtavaa tietoa arvopaperien tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta. Harhaanjohtavien toimenpiteiden edellytyksenä ei siten ole niiden välitön vaikutus arvopaperin hintaan, vaan vaikutus voi kohdistua myös arvopaperin kysyntään tai tarjontaan.[28] Säännöksen kolmannen kohdan mukaan kurssin vääristämisellä tarkoitetaan liiketoimia ja muita toimia, joilla yksi tai useampi yhteistyössä toimiva henkilö varmistaa arvopaperien hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle.[29]

Toimenpiteiden harhaanjohtavuus perustuu tyypillisesti niiden harhaanjohtavaan sisältöön tai toteutustapaan. Toimenpiteet voivat toisin sanoen olla harhaanjohtavia, mikäli niiden sisältö tai niiden toteutuksessa noudatetut menettelytavat poikkeavat tavanomaisesta markkinakaupasta.[30] Toimenpiteiden harhaan-

---

[26] Ks. HE 137/2004 s. 71–72.

[27] Kyseisessä kohdassa käytetään sanamuotoa ”harhaanjohtavaa osto- ja myyntitarjousta”. Säännöksessä ilmeisesti vahingossa käytetylle sanamuodolle ei tule antaa merkitystä, vaan säännöksessä tarkoitettu harhaanjohtava toimenpide voi olla joko osto- tai myyntitarjous. Ks. problematiikasta laajemmin Knuts s. 571 av. 38, jonka mukaan muotoilu voi olla ongelmallinen laillisuusperiaatteen näkökulmasta.

[28] Ruotsin markkinoiden vääristämissäännöksestä (otillbörlig marknadspåverkan) ilmenee selkeästi, että toimenpiteiden harhaanjohtava vaikutus voi arvopaperin hinnan lisäksi kohdistua myös muihin kaupankäynnin ehtoihin (*andra villkor för handeln*). Ks. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 8 §. Ks. prop. 2004/05:142 s. 167, jossa muilla ehdoilla tarkoitetaan esimerkiksi arvopaperin kysyntään ja tarjontaan vaikuttamista ilman arvopaperin hintatasoon kohdistuvaa vaikutusta. Tästä syystä säännöksen nimeksi muotoiltiin ”otillbörlig marknadspåverkan” vanhan ”otillbörlig kurspåverkan” muotoilun sijasta.

[29] MAD:n 1 art. 2 kohdan a) alakohdan mukaan markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan ”sellaisia liiketoimia tai kauppaa koskevia toimeksiantoja: – jotka antavat tai todennäköisesti antaisivat vääriä tai harhaanjohtavia viestejä rahoitusvälineiden tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta taikka – joilla yksi tai useampi yhteistyössä toimiva henkilö varmistaa yhden tai useamman rahoitusvälineen hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle”.

MAD:n 1 art. 2 kohdan b) alakohdan mukaan markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan sellaisia liiketoimia tai kauppaa koskevia toimeksiantoja, joissa käytetään kuvitteellisia keinoja taikka muunlaista vilpillistä menettelyä tai järjestelyä.

[30] Vääristäville toimille on lain perustelujen mukaan myös ominaista, että menettely kokonaisuudessaan poikkeaa arvopaperimarkkinoilla noudatettavasta hyvästä tavasta. HE 254/1998 s. 26.

johtavuutta osoittaa se, ettei niiden suorittamisen motiivina ole arvopaperin markkinahinta tai yleisesti saatavilla oleva informaatio. Ongelmallista kyseisten harhaanjohtavien toimenpiteiden arvioimisessa on, etteivät ne usein ulkonaisesti poikkea normaalista kaupankäynnistä. Harhaanjohtava osto- tai myyntitarjous voi esimerkiksi ulkonaisesti ilmetä aivan tavanomaisena toimeksiantona.[31] Ratkaisevaa on se, ovatko toimenpiteet markkinoiden kannalta harhaanjohtavia. Säännöksen tarkoittamista harhaanjohtavista toimenpiteistä ei voi olla kyse silloin, jos markkinoilla toimivat osapuolet pitävät kyseisiä toimenpiteitä tyypillisesti normaaleina.[32] Käytännössä toimenpiteiden harhaanjohtavuus ilmenee niiden markkinoille antamasta totuudenvastaisesta tai harhaanjohtavasta vaikutelmasta tietyn arvopaperin kysynnästä, tarjonnasta, hintatasosta tai likviditeetistä. Totuudenvastainen tai harhaanjohtava vaikutelma syntyy joko siitä, että toimenpiteiden taustalla olevat todelliset olosuhteet salataan tai että ne esitetään harhaanjohtavassa muodossa.

Kurssin vääristämistä ei esimerkiksi osoita vielä yksistään se, että tietyt arvopaperikaupat muodostavat merkittävän osuuden kyseisen arvopaperin vaihdosta ja mahdollisesti myös vaikuttavat arvopaperin kurssitasoon. Säännöksessä edellytetty toimenpiteiden harhaanjohtavuus tai vilpillisyys edellyttää pääsääntöisesti kyseisten toimenpiteiden taustalla olevaa syytä pyrkiä nimenomaisesti vaikuttamaan arvopaperin kurssiin. Tosin nykyisin kurssin vääristäminen on AML:n säännöksessä kielletty myös ilman nimenomaista vääristämistarkoitusta. Kyseisessä tilanteessa ei kuitenkaan ilman toimenpiteisiin liitettäviä muita syitä voi olla säännöksessä tarkoitetusta kurssin vääristämisestä, mikäli kaupat perustuvat aitoon kysyntään tai tarjontaan.

Manipulatiivisesta toiminnasta voi sitä vastoin olla kyse esimerkiksi silloin, jos sama osapuoli (tai yhteiseen intressipiiriin kuuluvat tahot) tosiasiallisesti toimii kaupassa myyjänä ja ostajana. Kyse on tällöin näennäiskaupasta, jossa arvopaperin omistusoikeuden todellista luovutusta ei tapahdu tai arvopaperiin liittyvän markkinariskin kantaja ei tosiasiassa muutu (*”wash trades”*).[33] Kauppaan voi myös sisältyä esimerkiksi salainen takaisinostosopimus. Harhaanjohtavana voidaan pitää myös sellaista kauppaa, jossa kauppa tehdään ostajan ja myyjän välillä sovittuun manipuloituun hintaan, mutta ero normaaliin markkinahintaan tasoitetaan kaupan osapuolten välisellä perusteettomalla laskutuksella.[34]

---

[31] Ks. samoin Afrell – Klahr – Samuelsson s. 294–295.

[32] Lau Hansen 2001 s. 553. Lain esitöissä harhaanjohtavan toimenpiteen katsotaan yleensä olevan poikkeuksellinen. HE 254/1998 s. 28.

[33] Ks. myös HE 254/1998 s. 28 ja komission määritelmädirektiivin 4 art. c) kohta.

[34] Rautio s. 1503.

Säännöksen vastaista voi olla myös se, että tekijä antaa arvopaperia koskevia toimeksiantoja ilman aikomustakaan niiden toteutumisesta.[35] Kyse voi tällöin olla menettelystä, jossa arvopaperin vallitsevaa kurssi- tai tarjoustasoa pyritään vääristämään antamalla vallitsevasta kurssitasosta selkeästi poikkeavia toimeksiantoja, jotka kuitenkin myöhemmin perutaan.[36] Kyse on tällöin ainoastaan tarkoituksesta antaa harhaanjohtava vaikutelma arvopaperiin kohdistuvasta kysynnästä tai tarjonnasta kyseiseen hintatasoon. Esimerkin tällaisista menettelytavoista tarjoaa seuraava Ruotsissa annettu hovioikeuden tuomio.[37]

> Tapauksessa listattu yhtiö Alfaskop oli tehnyt v. 1996 sopimuksen yhtiön T kaikkien osakkeiden ostamisesta. Suurin osa kauppahinnasta oli sovittu maksettavaksi Alfaskopin myöhemmin 24.2.1997 liikkeeseenlaskemilla osakkeilla. Yhtiö T oli sopimuksessa sitoutunut maksamaan 40 % Alfaskopin osakkeen mahdollisesta arvon noususta, joka 24.3.1997 klo 12.00 ylittäisi osakkeiden liikkeeseenlaskuhinnan 70 kruunua. Syytetty oli T:n pääomistaja omistaen sen osakkeista 60 %.
>
> Tapauksessa kyseinen T:n pääomistaja oli 24.3.1997 hieman ennen puoltapäivää antanut Alfaskopin osakkeista myyntitoimeksiannon (139 000 kpl), jonka alin rajahinta oli 79 kr. Ennen myyntitoimeksiannon antamista osakkeen kurssi oli ollut 83 kr. Toimeksiannosta ehti muutama minuutti ennen klo 12 toteutua vain 5 000 kappaletta, jonka jälkeen tekijä perui toteutumatta jääneen osan toimeksiannosta. Syyttäjän mukaan tekijän tarkoitus ei tosiasiassa ollut myydä kaikkia osakkeita, vaan ainoastaan näyttää markkinoille suurta tarjontaa. Tekijä oli laittanut myyntitoimeksiantoja 79–83 kruunun hintahaarukassa, joka oli tosiasiassa tehnyt mahdottomaksi kurssin nousemisen. Myyntitoimeksiannot eri tasoilla olivat lisäksi olleet osin piilotettuja (hidden orders), jonka johdosta koko myyntimäärä ei ollut näkynyt tarjouskirjassa. Tekijä oli myöntänyt halunneensa suojata toimenpiteellä oman intressinsä siltä varalta, että sopimuksen vastapuoli olisi omilla toimenpiteillään pyrkinyt nostamaan kurssia kyseisenä ajankohtana.
>
> Käräjäoikeuden mukaan osakkeen kurssin laskemisesta 83 kruunusta 79 kruunuun ei voinut päätellä, että tekijän tarkoitus oli ollut laskea kurssitasoa, vaikkakin tämän oli täytynyt etukäteen mieltää kyseisen vaikutuksen ilmenevän. Käräjäoikeuden mukaan kyseessä ei ollut sopimaton kurssiin vaikuttaminen, koska arvopaperin kurssi pysyi sen normaalin hintavaihtelurajan sisällä.

---

[35] Ks. myös Ruotsin säännöksen osalta prop. 2004/05:142 s. 167, jossa pelkän vallitseviin tarjoustasoihin vaikuttamisen katsotaan voivan olla markkinoiden vääristämistä, ilman että kyseiset toimeksiannot johtavat kauppoihin.

[36] Ks. komission määritelmädirektiivin 4 art. f) kohta, jonka mukaan on otettava huomioon se, missä määrin kauppaa koskevat toimeksiannot muuttavat säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otetun rahoitusvälineen parhaasta osto- tai myyntitarjouksesta annettuja tietoja tai yleisemmällä tasolla markkinatoimijoiden käytössä olevan tarjouskirjan tietoja sekä missä määrin niitä peruutetaan ennen toteuttamista.

[37] Svea hovrätt dom 2001-10-30 B 6675-00 ja Stockholms tingsrätts dom 00-09-07 i mål B 4573-99. Ks. tapauksesta laajemmin Samuelsson 2002 s. 877–881 ja af Sandeberg 2002 s. 144–147.

Syytetyn toimeksianto oli sinänsä vaikuttanut arvopaperin hintatasoon mutta muutos oli käräjäoikeuden mukaan ollut niin pieni, ettei siitä voinut päätellä tekijän tarkoitusta vaikuttaa kurssitasoon. Käräjäoikeuden mukaan kurssin sopimaton vääristäminen ei sinänsä tosin olisi edes edellyttänyt tosiasiallista kurssivaikutusta mutta kyseiset eri hintatasoilla annetut myyntitoimeksiannot (bombmattan) ei ollut poikkeava tapa myydä isoa arvopaperierää.

Hovioikeus puolestaan katsoi kyseenalaiseksi sen, että tekijällä olisi ollut aito intressi myydä kaikki osakkeet. Tätä osoitti se, että tekijä oli vain pari minuuttia ennen klo 12 antanut myyntiin 139 000 osaketta ja välittömästi klo 12 jälkeen perunut toteutumatta jääneen osan toimeksiannosta. Lisäksi ainoastaan 3 000 kappaletta kyseisestä toimeksiannosta oli ollut muille osapuolille avoimena toimeksiantona. Hovioikeuden mukaan tekijän toimeksianto oli toteutetulla tavalla (bombmattan) estänyt arvopaperin kurssinousun, joka nimenomaisesti oli ollut myös toimenpiteen tarkoitus, ja jonka myös syytetty oli myöntänyt. Vaikka toimeksiannot sinänsä olivat ulospäin näyttäneet normaaleilta, oli niiden tarkoitus ollut vaikuttaa arvopaperin hintaan estämällä mahdollinen kurssinousu. Hovioikeuden mukaan toimenpiteen tarkoituksena oli ollut harhaanjohtaa markkinoilla toimivia ostajia ja myyjiä ja se oli siten ollut sopimatonta kurssiin vaikuttamista. Hovioikeus antoi tekijälle 90 päiväsakon rangaistuksen.

Tarjousten suuri määrä ja lyhytaikaisuus voivat myös johtaa markkinoita harhaan.[38] Kyseessä voi olla menettely, jossa muut markkinoilla toimivat sijoittajat eivät tosiasiallisesti tai ainakaan täysipainoisesti ehdi reagoimaan annettuihin toimeksiantoihin.[39] Tyypillisin Suomen markkinoilla esille tullut ongelma on oikeuskäytännön perusteella ollut juuri tällainen. Kyseessä ovat olleet ns. blokkikaupat, joissa huomattavan osake-erän hankkiminen on varainsiirtoveron välttämiseksi haluttu tehdä pörssissä. Jotta kyseiset kaupat on voitu toteuttaa pörssissä eli tuoda sopimuskauppana pörssiin, on osakkeen kurssia jouduttu nostamaan pörssissä halutulle tasolle, jolla kaupat on myyjän ja ostajan sopimaan hintaan voitu toteuttaa. Kaikki kyseistä kauppahintaa halvemmat myyntitarjoukset on tällöin täytynyt ”ostaa pois” ennen sopimuskaupan toteuttamista. Nopean toiminnan tarkoituksena on ollut juuri se, ettei kukaan ole ehtinyt tehdä muita myyntitarjouksia, eikä näin ollen ole tarvinnut ostaa muita ”ylimääräisiä” myyntitarjouksia.[40]

---

[38] Ks. myös komission määritelmädirektiivin 4 art. e) kohta, jonka mukaan manipulatiivisten menettelytapojen arvioinnissa on otettava huomioon se, missä määrin kauppaa koskevat toimeksiannot sekä toteutetut transaktiot keskittyvät pörssipäivän aikana tietylle lyhyelle ajanjaksolle ja johtavat hinnanmuutokseen, joka jatkossa muuttuu käänteiseksi.

[39] HE 254/1998 s. 28.

[40] Ks. esim. Helsingin käräjäoikeus 7.11.2002, R 01/13963, [ns. TPO-tapaus], jossa oikeus katsoi toimeksiantojen ja kauppojen nopeuden olleen ristiriidassa avoimuusperiaatteen kanssa. Nopeudella pyrittiin oikeuden mukaan kurssin nopeaan nostamiseen sisäisen kaupan (teknisesti toteutetun sopimuskaupan) hintatasolle, joka oli ollut markkinoita harhaanjohtava toimenpide. Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230 ei tältä osin muuttanut käräjäoikeuden tuomiota.

Tunnusmerkistön täyttävästä manipuloinnista voi yhtäältä olla kyse silloin, kun arvopaperia hankitaan lyhyellä aikavälillä huomattava määrä (mahdollisesti useamman välittäjän kautta) ja välittömästi kyseisistä hankinnoista seuranneen kurssinousun jälkeen myydään kyseiset arvopaperit takaisin markkinoille. Kyseisessä tilanteessa muut markkinoilla toimivat sijoittajat voivat saada harhaanjohtavan kuvan arvopaperin todellisesta kysynnästä. Edellytyksenä tulee kuitenkin olla se, että toimenpiteet ovat niin merkittäviä suhteessa kyseisen arvopaperin normaalin kaupankäyntivolyymiin, että ne ovat omiaan johtamaan markkinoita harhaan. Markkinoiden harhaanjohtaminen voi tällöin täyttyä sitä helpommin, mitä epälikvidimmästä arvopaperista on kyse.[41] Suomen markkinoilla sallittu arvopaperien lyhyeksimyynti voi vastaavalla tavalla täyttää manipulaation tunnusmerkistön, mikäli sillä hyötymistarkoituksessa pyritään laskemaan arvopaperin kurssitasoa, esimerkiksi ostamalla välittömästi lyhyeksimyynnin toteuttamisen jälkeen arvopapereita takaisin halvempaan hintaan.[42]

Vastaavasti harhaanjohtavasta toimenpiteestä voi olla kyse silloin, jos kaupankävijä esimerkiksi ensin ostaa suhteellisen pienen määrän tiettyä arvopaperia ja välittömästi tämän jälkeen myy kyseisiä arvopapereita huomattavan määrän takaisin markkinoille. Tekijän ostojen tarkoituksena voi tällöin olla näyttää markkinoille kyseiseen arvopaperiin kohdistuvan kysyntää, minkä jälkeen hän voi hyödyntää antamaansa harhaanjohtavaa kuvaa myymällä markkinoille kyseistä arvopaperia edullisimmin ehdoin. Kyseisessä tilanteessa harhaanjohtavana toimenpiteenä voidaan pitää kyseisten arvopaperien ostamista, jos tekijän tarkoituksena voidaan tosiasiassa näyttää olleen myydä kyseisiä arvopapereita.

Harhaanjohtavista toimenpiteistä voi olla kysymys myös silloin, kun toimeksiannoilla pyritään vaikuttamaan päivän virallisiin avaus- tai päätöskursseihin. Manipulatiivisia toimia voivat olla esimerkiksi kaupat tai toimeksiannot, jotka vaikuttavat olennaisesti arvopaperin päätöskurssiin ja jotka antavat harhaanjohtavan vaikutelman arvopaperin lisääntyneestä kysynnästä, tarjonnasta tai arvopaperin hinnasta. Osakkeilla tai johdannaissopimuksilla voidaan esimerkiksi to-

---

Nykyisin kyseisiä kauppoja silmälläpitäen on pörssin säännöissä laadittu erilliset ns. blokkikauppasäännöt, joiden mukaan tietyt ehdot täyttävät kaupat (yli 500 000 €) voidaan tehdä pörssissä osapuolten vapaasti sopimaan hintaan ja vaikuttamatta siten vallitsevaan kurssitasoon. Ks. pörssin kaupankäyntisäännöt kohta 4.9.3–4.9.5.

[41] Ks. myös komission määritelmädirektiivi 4 art. d) kohta.

[42] Lyhyeksimyyntiä koskevia erillisiä raportointisäännöksiä ei markkinoillamme ole voimassa, mikä osaltaan heikentää manipulatiivisessa tarkoituksessa tehtyjen lyhyeksimyyntien valvontaa. Tietyissä valtioissa lyheksimyynti on joko kokonaan kielletty tai erilliset lyhyeksimyyntiä koskevat säännökset estävät sellaisen lyhyeksimyynnin, joka johtaisi arvopaperin kurssin voimakkaaseen laskuun. Useilla markkinoilla on myös manipuloinnin ehkäisemiseksi säännöksiä, jotka velvoittavat julkistamaan suoritetut lyhyeksimyynnit joko markkinoille tai valvojille. Ks. IOSCO 2000.

teuttaa kauppa hetkeä ennen kaupankäynnin sulkeutumista aiemmasta kurssitasosta poikkeavaan hintaan. Vastaavasti toimeksiantojen antaminen tai kauppojen toteuttaminen esimerkiksi erilaisten arvostusten laskenta-ajankohtana voivat harhaanjohtavasti vaikuttaa arvopaperin hintaan ja siten myös kyseisiin arvostuksiin. Tällaisesta manipulatiivisesta toiminnasta saattaa olla kyse esimerkiksi silloin, kun kaupoilla tai toimeksiannoilla pyritään vaikuttamaan eri indeksien, johdannaissopimusten, omaisuudenhoitosalkkujen tai rahastojen arvoon niiden arvonlaskentahetkellä.[43] Tällöin yhdenkin kaupan toteuttaminen voi täyttää kurssin vääristämisen edellytykset, jos sillä edellä mainitussa tarkoituksessa vaikutetaan esimerkiksi arvopaperin päätöskurssiin.

Päivän lopussa tapahtuvassa toimeksiantojen toteuttamisessa ei kuitenkaan välttämättä ole kyse tarkoituksellisesta manipulatiivisesta toiminnasta. Välittäjä voi esimerkiksi joutua toteuttamaan toimeksiannon toteutumatta olevan osan vasta kaupankäynnin päättyessä, mikäli hän ei tätä aikaisemmin ole kyennyt sitä tekemään. Manipulatiivisen tarkoituksen puuttumista osoittaa myös se, ettei päätöskurssissa tapahtuvasta hintamuutoksesta ole hyötyä toimeksiantajalle tai tämän intressipiirille. Manipulatiivista tarkoitusta voi sen sijaan osoittaa se, että päivän päättyessä toteutetuissa toimeksiannoissa on kyse hyvin pienistä osakeeristä, tai jos päivän päättyessä tapahtuva toimeksiantojen toteuttaminen on säännönmukaista.[44] Edellä mainitut toimenpiteet eivät kuitenkaan anna harhaanjohtavaa kuvaa esimerkiksi niiden arvopaperin päätöskurssiin kohdistuvasta vaikutuksesta huolimatta, jos kaupankävijällä on katsottava olleen aito sijoitusintressi, eikä edes osaksikaan tarkoitus vääristää arvopaperin kurssia tai antaa siitä harhaanjohtavaa vaikutelmaa.

Harhaanjohtavana toimintana voidaan pitää myös yhden tai useamman yhteistyössä toimivan henkilön toimia määräävän asemansa varmistamiseksi arvopaperien tarjonnassa tai kysynnässä. Käytännössä tällöin voi olla kyse toiminnasta, jossa arvopaperin hinta pyritään pitämään epätavallisella tai keinotekoisella tasolla (*”price positioning”*).[45] Kyse voi olla myös arvopaperin likviditeettiin liittyvästä manipuloinnista, jossa tekijä määräävää markkina-asemaansa hyväksikäyttäen vaikuttaa arvopaperin kysyntään tai tarjontaan.[46] Tilanteessa yhteiseen intressipiiriin kuuluvat tahot voivat antaa myös samanhintaisia ja määrällisesti yhteneviä osto- ja myyntitoimeksiantoja samanaikaisesti (*”improper matched orders”*). Toiminnan tavoitteena voi olla nimenomaan pyrkiä luomaan harhaan-

---

[43] Ks. MAD 1 art. 2 kohdassa annettu esimerkki ja komission määritelmädirektiivin 4 art. g) kohta sekä HE 137/2004 s. 71–72.
[44] Black s. 997.
[45] MAD 1 art. 2 kohta.
[46] HE 137/2004 s. 71.

johtava käsitys arvopaperin lisääntyneestä likviditeetistä ja siten pyrkiä vaikuttamaan myös arvopaperin hintatasoon.

Säännöksessä tarkoitetut vilpilliset menettelytavat voivat liittyä myös kauppojen yhteydessä tapahtuvaan tietojen antamiseen. Kaupankävijä tai tämän intressipiiriin kuuluvat henkilöt ovat esimerkiksi voineet antaa joko ennen kaupankäyntiä tai sen jälkeen markkinoille vääriä tai harhaanjohtavia tietoja.[47] Suuren arvopaperiposition omaavat tahot voivat esimerkiksi julkistaa markkinoille harhaanjohtavaa tietoa tarkoituksena saada arvopaperin kurssi nousemaan. Tietojen julkistaminen voi tapahtua esimerkiksi julkaisemalla arvopaperin kohteena olevasta yhtiöstä myönteisiä artikkeleita tai analyysejä taikka Internet-sivuilla julkistettavien tietojen muodossa. Kun riittävä kysyntä ja arvopaperin kurssinousu on saatu luotua, henkilöt myyvät kyseiset arvopaperit markkinoille (*”pump and dump”*). Kyseessä voi olla myös vastakkainen toimenpiteiden sarja, jossa osapuolet myyvät tiettyä arvopaperia ensin lyhyeksi ja tämän jälkeen julkistavat arvopaperista kielteistä informaatiota markkinoille tarkoituksena romahduttaa arvopaperin kurssi. Tämän jälkeen tekijät sulkevat lyhyet positionsa (*”trash and cash”*).

Kyseessä voi olla myös olla toiminta, jossa markkinoiden näkökulmasta merkittävä sijoittaja julkistaa markkinoille hankkineensa huomattavan määrän tiettyä arvopaperia pitkän aikavälin sijoituksena, mutta ilmoituksen jälkeen arvopaperit kuitenkin myydään välittömästi markkinoille. Harhaanjohtavien toimenpiteiden tarkoitus voi olla myös salata kauppojen kohteena olevien arvopaperien todellinen omistaja antamalla tai jättämällä antamatta markkinoille informaatiota, jonka perusteella transaktion todelliset osapuolet eivät tule ilmi. Kyseisen toiminnan tarkoitus voi olla myös liputussääntöjen kiertäminen.[48] Esimerkkinä tämän tyyppisestä menettelystä on Ratan antaman julkisen huomautuksen kohteena ollut arvopaperinvälittäjän toiminta.[49]

> Tapauksessa Rata antoi Evli Pankki Oyj:lle (Evli) julkisen huomautuksen siitä, että Evli oli marraskuun 2003 ja helmikuun 2004 välisenä aikana vastoin AML 4:1:n säännöstä toiminut arvopaperien kaupassa hyvän tavan vastaisesti, mistä johtuen markkinat saivat väärän kuvan Citycon-osakkeen todellisesta tarjonnasta ja kysynnästä.

---

[47] Ks. komission määritelmädirektiivin 5 artikla sekä HE 137/2004 s. 72. Ks. myös CESR’s Guidance 2005 s. 11–13.

[48] Ks. myös CESR’s Guidance 2005 kohta 4.13 (a), jossa on annettu esimerkki tämän tyyppisestä vilpillisestä menettelytavasta: ”*Concealing ownership*. This is a transaction or series of transactions which is designed to conceal the ownership of a financial instrument via the breach of disclosure requirements through the holding of the instrument in the name of a colluding party (or parties). The disclosures are misleading in respect of the true underlying holding of the instrument.”

[49] Ratan julkinen huomautus 14.4.2005, (Dnro 5/245/2004), [ns. Evli-tapaus].

Evlillä oli marraskuussa 2003 ollut Cityconin pääomistajien toimeksianto myydä näiden omistamat Citycon-osakkeet (73 % osakepääomasta) markkinoille. Osakemyynnissä kaikkia osakkeita ei kuitenkaan saatu myytyä suoraan loppusijoittajille, vaan osakkeista jäi osa (7,5 %) myymättä. Myymättä jääneistä osakkeista Evli siirsi valtaosan (5,6 %) tilapäisesti kahdelle ulkomaiselle arvopaperinvälittäjälle ja välitti ne myöhemmin joulukuun 2003 ja helmikuun 2004 välisenä aikana useammassa erässä omille asiakkailleen. Myymättä jäänyt järjestelty osuus vastasi Citycon-osakkeen kahden normaalin kuukauden kokonaisvaihtoa. Määrä ylitti myös arvopaperimarkkinalain määräämän alimman liputettavan määrän (5 %) rajan.

Evli ei tiedottanut tästä järjestelystä markkinoille. Ratan mukaan myyjien tekemien liputusilmoitusten ja annettujen tiedotteiden perusteella markkinoille jäi myynnistä käsitys, että kaikki myyntiin tulleet osakkeet oli saatu myytyä loppusijoittajille. Järjestelyn seurauksena markkinoilla ei ollut totuudenmukaista kuvaa kyseisen osake-erän myynnin lopputuloksesta, eikä tietoa osakkeen likviditeetistä, kysynnästä ja tarjonnasta. Sijoittajat eivät siten olleet pystyneet arvioimaan tosiasiallisen kysyntä- ja tarjontatilanteen vaikutuksia osakkeen arvoon. Ratan mukaan markkinoilla ei ollut myöskään tietoa siitä, että järjestelyn kohteena olevia osakkeita oli tulossa uudestaan myyntiin, kun järjestelyä myöhemmin purettiin. Ratan mukaan järjestelyllä vältettiin myös liputusvelvollisuus. Rata katsoi, että hyvä tapa olisi edellyttänyt, että Evli olisi informoinut markkinoita siitä, että merkittävää osaa myynnissä olleista osakkeista ei ollut vielä saatu sijoitettua loppusijoittajille.

Ratan mukaan säännösten ollessa puutteellisia noudatetaan säännöksistä ilmeneviä periaatteita, jotta asiakkaiden etua ja arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta voidaan edistää. Ratan mukaan hyvänä tapana ei voida pitää menettelyjä, jotka ovat omiaan lisäämään sijoittajien epätasa-arvoisuutta tai vähentämään kaupankäynnin julkisuutta.

Ratan ratkaisu perustui siten hyvän tavan ja markkinoilla noudatettavien yleisten periaatteiden rikkomiseen. Hyvän tavan vastaisen menettelyn kiellon tarpeellisuutta on perusteltu sillä, ettei lainsäädännössä voida yksityiskohtaisesti ennakoida kaikkia niitä menettelytapoja, joita on pidettävä paheksuttavina arvopaperien kaupassa.[50] Hyvän tavan ei ole katsottu rajoittuvan lain kirjaimeen, vaan edellyttävän lisäksi lain hengen ja lakiin kirjattujen periaatteiden noudattamista myös silloin, kun lain sanonta on aukollinen tai jäänyt jälkeen arvopaperimarkkinoiden kehityksestä. Hyvän tavan sisältö määräytyy AML:n sisältämien säännösten tulkinnalla kokonaisuudessaan, jossa on huomioitava myös säännösten takana olevat periaatteet.[51]

Ratkaisu hyvän tavan sisällöstä on lopulta tehtävä yksittäistapauksittain ottaen huomioon se, mikä ratkaisu parhaiten edistää markkinoiden toiminnalle

---

[50] HE 157/1988 s. 38. Perusteluissa myös kyseinen pykälä rinnastetaan KSL:n ja SopMenL:n vastaaviin säännöksiin.

[51] Ks. Forsbom s. 445–446 ja 451.

asetettuja tavoitteita.[52] Tämän tavoitteen saavuttamiseksi kyseisen yleissäännöksen on jätettävä lainkäyttäjille harkintavaltaa. Hyvän tavan vastaisen menettelyn sanktioiminen on luonnollisesti säännöksen ennustettavuuden ja oikeusvarmuuden näkökulmasta ongelmallinen.[53] Arvopaperimarkkinoilla hyvän tavan sisällön määrittelyä vaikeuttaa se, ettei oikeuskäytäntöä tai Ratan tulkintakäytäntöä ole kovin runsaasti saatavilla. Myöskään itsesääntelyn piirissä hyvän tavan sisältöä ei ole määritelty tai täsmennetty.

Mikäli hyvän tavan vastaisiin menettelytapoihin ei kyetä myös jälkikäteen tehokkaasti puuttumaan, menettää säännös helposti ennaltaehkäisevän merkityksensä. Säännöksen joustavuus korostaa kuitenkin Ratan velvollisuutta perustella hyvän tavan vastaisen menettelyn johdosta antamansa seuraamukset.[54] Viime kädessä arvopaperikaupassa noudatettavan hyvän tavan sisältö tulee luonnollisesti määriteltäväksi vasta tuomioistuinkäytännössä.[55] Esimerkin valvontaviranomaisen antaman seuraamuksen perustelemisesta ainoastaan yleisten periaatteiden rikkomisella tarjoaa seuraava Englannin FSA:n antama ratkaisu.[56]

> Tapauksessa FSA antoi Citigroupille (yhtiö) n. 14 miljoonan punnan sakon, joka koostui menettelyllä saadun hyödyn (10 M£) palauttamisesta sekä lisä-

---

[52] Kaisanlahden mukaan hyvän arvopaperimarkkinatavan sisällön konkreettisessa tulkintatilanteessa reaalisten argumenttien merkitys korostuu; mielenkiinnon kohteeksi tulevat tulkinnan tavoitteet ja ne seuraukset, jotka voivat aiheutua tietyn tulkintavaihtoehdon valinnasta. Ks. Kaisanlahti 1995 s. 1296.

Wuolijoen s. 115 mukaan painavampien oikeuslähteiden puuttuessa reaalisilla argumenteilla on huomattava asema hyvän pankki- ja vakuutustavan sisällöstä päätettäessä.

[53] Ks. HE 254/1998 s. 13 ja OLJ 3/1993 s. 18, joissa AML 2:1:ssä kiellettyjen hyvän tavan vastaisten tai muuten sopimattomien menettelytapojen katsottiin olevan rangaistavuuden perusteina liian epämääräisiä. Ratan ja markkinaoikeuden mahdollisuuksia puuttua kyseisiin kielteisiin menettelytapoihin pidettiin riittävinä niiden karsimiseksi.

Ks. myös Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (494/21/00) syyttämättä jättämisestä 31.10.2000, jossa valtionsyyttäjä piti hyvän tavan vastaisen menettelyn kriminalisointia ongelmallisena legaliteettiperiaatteen kannalta. Arvopaperimarkkinoilla tietyllä hetkellä vallitsevan hyvä tavan vastainen menettely oli valtionsyyttäjän mukaan rangaistavuuden perusteeksi liian epämääräinen. Tämän johdosta valtionsyyttäjä katsoi, ettei AML 2:1:n soveltamisala ole niin tarkkarajainen, että voidaan riittävällä varmuudella katsoa sen soveltuvan tilanteeseen, jossa merkitsijä antaa ensimarkkinoilla merkintäpaikalla ostositoumuksen osakkeista ilman tarvittavaa rahoitusta. Valtionsyyttäjä katsoi kuitenkin epäiltyjen toimineen Ratan katsomin tavoin AML:sta ilmenevien periaatteiden vastaisesti, kun he olivat antaneet osakkeita koskevia ostositoumuksia ilman, että heillä oli ollut luotettavasti selvitettyä rahoitusta merkintämaksuihin. Tällainen AML 4:1:n vastaiseksi katsottava menettely ei ollut kuitenkaan säädetty AML:ssa rangaistavaksi.

[54] Ks. myös Wuolijoki s. 16, jonka mukaan yleislausekkeita vastustettaessa keskeinen peruste on ollut ennustettavuuden väheneminen. Yleissäännösten osalta korostuu viranomaisten kyky perustella kantansa siitä, mikä on hyvän tavan vastaista, koska tulkintatilanteessa heidän käytössään ei välttämättä ole auktoritatiivisia argumentteja.

[55] HE 157/1988 s. 38 ja KM 1987 s. 320–321.

[56] FSA Final Notice 28.6.2005.

rangaistuksesta (4 M£). FSA:n mukaan yhtiö oli rikkonut FSA:n antamia yleisiä periaatteita, joiden mukaan yhtiön tulee hoitaa liiketoimintaansa riittävän huolellisesti ja taitavasti sekä järjestää ja kontrolloida liiketoimiaan vastuullisesti ja tehokkaasti riittävin riskinhallintajärjestelmien avulla.

Tapauksessa yhtiö oli käyttänyt eurooppalaisilla jvk-markkinoilla kaupankäyntistrategiaa, jossa yhtiö oli ensin hankkinut pitkän position valtion käteisbondeissa ja lyhyen position futuureissa. Tämän jälkeen yhtiö oli myöhemmin tiettynä aamupäivänä klo 9.12–10.29 sulkenut lyhyen futuuripositionsa ostamalla futuurisopimuksia ja välittömästi tämän jälkeen klo 10.28 myynyt hallussaan olleet bondit takaisin markkinoille. Yhtiön käyttämä kaupankäyntiohjelma mahdollisti sen, että yhtiö kykeni samanaikaisesti poimimaan erittäin suuren määrän ostotarjouksia tietyllä hintavälillä, jonka seurauksena yhtiö oli 18 sekunnissa myynyt kaikki bondit markkinoille. Kyseinen myyntimäärä vastasi yhden päivän keskimääräistä kokonaisvaihtoa kyseisellä elektronisella kaupankäyntipaikalla. Toiminta aiheutti väliaikaisen häiriön kyseisten bondien vaihtomäärässä, bondien hintojen nopean romahduksen sekä joidenkin kaupankävijöiden väliaikaisen vetäytymisen kaupankäyntipaikalta. Tämän jälkeen yhtiö osti osan myymistään bondeista takaisin halvemmalla hinnalla.

FSA:n mukaan yhtiö ei kaupankäyntistrategiansa suunnittelussa, hyväksynnässä ja toteutuksessa ollut riittävästi ottanut huomioon toimintansa aiheuttamia riskejä sekä todennäköisiä seurauksia kaupankäyntipaikan toiminnalle. Yhtiön puutteelliset kontrollijärjestelmät aiheuttivat myös sen, ettei yhtiön johto ollut kyennyt riittävästi arvioimaan kaupankäyntistrategian hyväksyttävyyttä. Yhtiö oli myös laiminlyönyt henkilökuntansa riittävän koulutuksen markkinoilla noudatettavaksi edellytetyistä menettelytavoista. Menettelyn moitittavuutta korosti se, että kyseessä oli FSA:n valvottava, jonka koko ja resurssit olivat mahdollistaneet sekä merkittävän kaupankäynnin että merkittävien riskien ottamisen.

Yhteenvetona edellä läpi käydyistä harhaanjohtavista toimenpiteistä voidaan todeta se, että direktiiveissä annetut määritelmät sekä signaalit ovat verraten yleisluonteisia. Kyseisten tyyppitapausten voidaan suurelta osin katsoa sisältyneen jo ennen uudistusta RL:n tunnusmerkistössä tarkoitettuun ”muuhun harhaanjohtavaan toimenpiteeseen”. Direktiiveissä ja AML:n nykyisessä säännöksessä (AML 5:12) määriteltyjen tekotapojen joustavuus osoittaa sen, että kurssin vääristämistä koskevan tunnusmerkistön tulkinnassa eri tekotapojen ulkoinen tai muodollinen määrittely ei ole ratkaisevinta. Olennaisinta on se, ovatko toimenpiteet harhaanjohtavina tai vilpillisinä omiaan antamaan markkinoille harhaanjohtavaa tietoa tai harhaanjohtavan vaikutelman arvopaperin kysynnästä, tarjonnasta tai hinnasta. Tekotapojen avoimuudesta ja tulkinnanvaraisuudesta seuraa kuitenkin toisaalta se, ettei edes hallinnollisesti sanktioidun kurssin vääristämisen voida – ainakaan pääsääntöisesti – katsoa täyttyvän pelkästään objektiivisin tekotapoihin liittyvien seikkojen perusteella. Riittävänä voidaan kuitenkin usein pitää jo sitä, että objektiivisesti kyetään osoittamaan tekijän toimineen tietyn toimintamallin mukaisesti, jolla tyypillisesti on kurssia tai markkinoita vääristä-

vä vaikutus.[57] Toiminnalta edellytettäviin syyksiluettavuuden vaatimuksiin palataan jäljempänä (luku 5.3).

> Kurssin vääristämistä koskevat kiellot ovat myös muissa maissa kuvattu hyvin yleisellä tasolla. Esimerkiksi Ruotsin markkinoiden vääristämissäännöksessä (otillbörlig marknadspåverkan) tekotavat on kuvattu hyvin väljästi. Säännös kattaa kaiken menettelyn, joka on omiaan sopimattomasti vaikuttamaan arvopaperin markkinahintaan taikka arvopaperilla käytävän kaupan muihin ehtoihin tai muulla tavalla harhaanjohtamaan ostajia tai myyjiä.[58] Säännökseen ei haluttu sisällyttää MAD:ssa tai komission määritelmädirektiivissä annettuja esimerkkejä kurssin vääristämistä osoittavista tekotavoista, koska tunnusmerkistö haluttiin säilyttää mahdollisimman joustavana markkinoiden nopean muutoksen vuoksi.[59]
>
> Vastaavasti Englannissa kurssin vääristämisen tekotapoja ei ole rajoitettu ainoastaan harhaanjohtaviin liiketoimiin tai toimeksiantoihin taikka totuudenvastaiseen tai harhaanjohtavaan tiedottamiseen. Englannissa on kielletty myös käyttäytyminen (behaviour) (a), joka on omiaan antamaan markkinoilla säännöllisesti toimivalle henkilölle (regular user) väärän tai harhaanjohtavan vaikutelman arvopaperin tarjonnasta, kysynnästä, hinnasta tai arvosta tai (b), jota markkinoilla säännöllisesti toimiva henkilö pitäisi tai todennäköisesti pitäisi käyttäytymisenä, joka johtaa tai on omiaan johtamaan markkinoiden vääristymiseen (distort). Lisäedellytyksenä on se, että markkinoilla säännöllisesti toimiva henkilö pitäisi käyttäytymistä sellaisena huolellisuusvelvoitteen rikkomisena, jonka noudattamista kyseisessä asemassa olevalta tekijältä olisi kohtuudella voinut vaatia. Kyseisen säännöksen on tarkoitettu kattavan myös toimimatta jättämisen, jos se johtaa markkinoiden vääristymiseen.[60]

5.2.3.2 Totuudenvastaiset tai harhaanjohtavat tiedot

Kurssin vääristäminen voidaan suorittaa myös antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Kurssin vääristämisellä tarkoitetaan AML 5:12.2,4:n mukaan: ”julkisen kaupankäynnin tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaa arvopaperia koskevan väärän tai harhaanjohtavan

---

[57] Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 179–180, Jacobson – Lycke s. 308 ja Samuelsson 2002 s. 876.

[58] Ks. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 8 §, jonka mukaan: ”Den som vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfar på ett sätt som han eller hon inser är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument, döms för otillbörlig marknadspåverkan...”.

[59] Ks. prop. 2004/05:142 s. 72 ja 167, jonka mukaan tuomioistuimen tehtävänä on ottaa huomioon kyseiset määritelmädirektiivissä annetut esimerkit ja tehdä lopullinen arvio säännöksen täsmällisemmästä sisällöstä.

[60] Ks. FSMA section 118(5–8) ja HM Treasury s. 19.

tiedon julkaisemista tai muuta levittämistä, jos tiedon julkaisija tai levittäjä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan väärää tai harhaanjohtavaa".[61]

Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen levittämisellä voidaan pyrkiä saamaan tietojen kohteena olevan arvopaperin kurssi muuttumaan sellaiseen suuntaan, joka esimerkiksi hyödyttää tiedonlevittäjän tai muun henkilön arvopaperiposition arvoa tai edesauttaa tietyn toteutettavaksi aiotun toimenpiteen toteutusta. Totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedottamisen avulla suoritettava kurssien manipulointi on käytännössä helpoin toteuttaa vähemmän vaihdettujen arvopaperien osalta. Yksittäiseen yhtiöön liitettävät voimakkaat kasvu- tai tulosodotukset sekä vastaavasti yhtiön heikko taloudellinen tila voivat myös edesauttaa yhtiön kurssin manipuloimista. Yhtäältä voimakkaissa taloudellisissa nousu- tai laskusuhdanteissa manipuloinnin toteuttaminen tiedottamisen avulla voi käytännössä olla helpompaa.

Teko toteutetaan antamalla säännöksessä tarkoitettu totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto. Tiedon antaminen ei edellytä, että se samalla julkistetaan tai muuten tulee julkiseksi, vaikka julkistaminen yleensä tapahtuukin samanaikaisesti.[62] Edellytyksenä säännöksen soveltamiselle voidaan kuitenkin katsoa olevan sen, että tieto on joko toimitettu julkistettavaksi tai tiedon on muuten aiottu tulevan julkiseksi. Tunnusmerkistöä ei sen sijaan lähtökohtaisesti täytä totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen etukäteen yksilöidylle tai rajoitetulle henkilöpiirille. Rajatulle henkilöpiirille annettavien kyseisten tietojen antamisen motiivina voinee harvoin olla kurssin vääristäminen ja sen nojalla hankittavan hyödyn tavoittelu.[63]

Tiedon levittämismuotoa ei säännöksessä ole millään tavoin haluttu rajata. Kurssin vääristäminen voi tapahtua myös markkinoiden ulkopuolella levitettävällä totuudenvastaisella tai harhaanjohtavalla tiedolla.[64] Käytännössä totuuden-

---

[61] Kyseinen säännös perustuu MAD 1 art. 2 c alakohtaan, jonka mukaan markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan: "*tiedon levittämistä tiedotusvälineissä, mukaan lukien Internet, tai muulla tavoin, joka antaa tai saattaa antaa vääriä tai harhaanjohtavia viestejä rahoitusvälineistä mukaan lukien huhujen ja väärien tai harhaanjohtavien uutisten levittäminen, kun tiedon levittäjä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää, että tieto oli väärä tai harhaanjohtava*".

MAD 1 artiklan 2 kohdan toisessa alakohdassa kyseisestä perusmääritelmästä on johdettu esimerkki, jonka mukaan kyse voi olla: "*Tilapäisestä tai säännöllisestä (perinteisten tai sähköisten) tiedotusvälineiden hyödyntämisestä 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*."

[62] HE 254/1998 s. 28.

[63] Periaatteessa myös rajatulle henkilöpiirille annettavat harhaanjohtavat tiedot voisivat täyttää kurssin vääristämisen edellytyksen, mikäli tietojen antamisen tarkoitus olisi saada kyseinen rajattu henkilöpiiri tekemään huomattavia ja kyseisen arvopaperin kurssiin vaikuttavia kauppoja.

[64] Ks. samoin Jacobson – Lycke s. 309.

vastaisia tai harhaanjohtavia tietoja voidaan antaa säännöksessä tarkoitetulla tavalla monessa eri muodossa. Ne voivat sisältyä pörssi- tai lehdistötiedotteisiin, lehtiartikkeleihin, haastatteluihin, arvopaperinvälittäjien antamiin sijoitusanalyyseihin tai liikkeeseenlaskijan julkaisemiin tulostiedotteisiin. Rangaistavaa tiedon levittämistä voi myös olla Internetissä levitettävä tieto. Markkinoiden virallisten tiedotuskanavien, kuten esimerkiksi pörssin kautta julkistettuja totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, voidaan kuitenkin pitää moitittavimpina tekomuotoina, koska markkinaosapuolien on voitava luottaa kyseisten tiedonjakelukanavien kautta julkistettavan informaation oikeellisuuteen.[65]

Totuudenvastaisuudella tarkoitetaan vääriä tietoja, joiden todenperäisyys voidaan tarkistaa. Harhaanjohtavilla tiedoilla tarkoitetaan puolestaan tietoja, jotka *voivat antaa* harhaanjohtavan kuvan rahoitusvälineen hinnasta, kysynnästä tai tarjonnasta. Edellytyksenä ei ole se, että tiedon vastaanottajan kyetään tosiasiassa näyttämään saaneen harhaanjohtavan kuvan tai tulleen harhaanjohdetuksi.[66] Harhaanjohtavissa tiedoissa voi olla kyse esimerkiksi epäolennaisten seikkojen liiallisesta korostamisesta tai olennaisista seikoista vaikenemisesta. Harhaanjohtavuutta on myös markkinoinnin kohderyhmän johdattaminen muodostamaan väärä käsitys tietyn seikan merkityksestä.[67] Harhaanjohtavaa voi siten olla antaa markkinoille tiedote, jossa esimerkiksi ylikorostetaan yhtiön kasvu- tai tuloksentekomahdollisuuksia mutta samalla vaietaan niiden toteutumisen edellytyksiin liittyvistä riskeistä.

Tietojen salaamista ei säännöksessä ole tarkoitettu rangaistavaksi tekomuodoksi. Kurssin vääristämistä koskevan rikossäännöksen perusteluissa on katsottu, ettei tietojen salaamista sellaisenaan voida rinnastaa aktiiviseen erehdyttämiseen, vaan rangaistavana erehdyttämisenä salaamista voidaan pitää vasta, jos

---

[65] Ks. samoin CESR's Guidance 2005 s. 13.

[66] AML 5:12.2,2 kohdassa näyttäisi sinänsä asetetun edellytykseksi, että toimet tosiasiassa antavat väärää tai harhaanjohtavaa tietoa arvopaperien tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta. Kyseistä kohtaa on kuitenkin kurssin vääristämistä osoittavien muiden tekotapojen tavoin ja MAD:n tarkoituksen mukaisesti tulkittava siten, että riittävää on, jos toimenpiteet ovat *omiaan antamaan* väärää tai harhaanjohtavaa tietoa arvopaperien tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta. Ks. MAD 1 art. 2 a) kohta, jossa käytetään ilmaisua "…which give, or *are likely to* give…". Ks. myös Knuts s. 571 av. 39.

Ks. myös Knuts s. 568–569, jonka mukaan kurssin vääristämisen edellytyksenä ei ole se, että joku/jotkut tulevat tekijän toimenpiteiden seurauksena harhaanjohdetuiksi. Knutsin mukaan toimenpiteiden harhaanjohtavuutta on säännösten ennakoitavuuden vuoksi tulkittava objektiivisin kriteerein. Tällöin markkinoilla toimivien sijoittajien (uhrien) kyvyille tiedon harhaanjohtavuuden arvioinnissa ei ole annettava ratkaisevaa merkitystä.

[67] HE 254/1998 s. 28–29. Ks. myös perusteluissa esitetty esimerkki, jonka mukaan jonkin keksinnön merkityksen ja siitä odotettavissa olevien hyödyntämismahdollisuuksien kuvaaminen selvästi liioittelevalla tavalla voi olla säännöksessä tarkoitettua harhaanjohtamista, samoin kuin siitä seikasta vaikeneminen, että keksinnön tuottama hyöty ja sen mukanaan tuoma arvopaperin arvon nousu on odotettavissa vasta usean vuoden kuluttua tai edellyttää vielä lisätutkimuksia.

tiedottaminen siihen liittyvän harkitun salaamisen johdosta on harhaanjohtavaa tai totuudenvastaista.[68] Esimerkiksi listayhtiön päätös olla julkistamatta markkinoille tiettyä tietoa voi olla kurssin vääristämistä, jos yhtiö on rikkonut tiedonantovelvollisuuttaan ja tiedon antamatta jättämisen tarkoitus on ollut manipuloida markkinoita.[69] Hallinnollisesti sanktioidun kurssin vääristämisen edellytyksenä ei kuitenkaan ole kurssin vääristämistarkoitus. Näin totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen levittämisellä tapahtuvasta kurssin vääristämisestä voi AML 5:12:n perusteella olla kyse jo silloin, jos listayhtiön laiminlyönti julkistaa olennainen tieto markkinoille antaa harhaanjohtavan vaikutelman arvopaperin oikeasta hintatasosta.[70]

Toimittajiin ei uuden säännöksen (AML 5:12.3) mukaan lähtökohtaisesti sovelleta totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon julkaisemista koskevaa säännöstä. Edellytyksenä on, että toimittajia ammatillisesti edustava järjestö tai julkaisu- ja ohjelmatoiminnan harjoittaja on laatinut kyseistä ammattikuntaa koskevat säännöt, jotka vaikutuksiltaan vastaavat MAD:n ja komission sen nojalla antamien säännösten vaikutuksia.[71] Kyseisen itsesääntelyn tulisi säännöksen perustelujen mukaan koskea erityisesti toimittajien arvopaperien liikkeeseenlaskijoihin liittyvien etujen ja eturistiriitojen ilmoittamista. Lisäksi edellytyksenä on, että toimittaja on sitoutunut noudattamaan itsesääntelyä. Jotta itsesääntelyä voitaisiin pitää lain sääntelyä vastaavana, sääntelyyn olisi perustelujen mukaan sisällyttävä myös asianmukaiset määräykset seuraamuksista, mikäli toimittajat eivät noudata kyseisiä itsesääntelyllä annettuja määräyksiä.[72]

Kurssin vääristämistä koskeva säännös voi kuitenkin edellä mainituista itsesääntelytoimenpiteistä huolimatta tulla sovellettavaksi silloin, jos viestin laatija on saanut itselleen erityistä etua tai hyötyä kyseisen tiedon julkaisemisesta tai levittämisestä. Saatu erityinen hyöty tai etu voi olla suoraa tai välillistä. Säännös voi tulla sovellettavaksi esimerkiksi silloin, jos toimittaja on levittänyt virheellistä tietoa tietoisena sen virheellisyydestä ja kyseisen tiedon vuoksi hän on voinut myydä tai ostaa arvopapereita edullisemmalla kurssilla kuin muutoin.[73] Toimittajilla on myös sana- ja painovapaudesta riippumatta velvollisuus varmis-

---

68 HE 254/1998 s. 29.
69 Lau Hansen 2003b s. 118.
70 Ks. myös CESR's Guidance 2005 s. 13.
71 Ks. MAD 1 art. 2 c alakohta, jonka mukaan: "*Journalistien osalta, silloin kun he toimivat ammattitehtävissä, tällaisen tiedonlevityksen arvioinnissa on otettava huomioon heidän ammattikuntansa säännöt, jolleivät kyseiset henkilöt saa joko suoraan tai epäsuorasti etua tai hyötyä kyseessä olevan tiedon levittämisestä, sanotun kuitenkaan rajoittamatta 11 artiklan soveltamista.*"
72 Ks. HE 137/2004 s. 72–73, jossa todetaan esimerkiksi Taloustoimittajat ry:n laatineen taloustoimittajia varten ohjeita. Itsesääntely voisi olla myös yksittäisen lehden taikka radio- tai televisioyhtiön laatima.
73 Ks. HE 137/2004 s. 72–73.

tua esittämiensä tietojen ja niiden taustalla olevien tosiseikkojen paikkansa pitävyydestä.[74]

5.3 VÄÄRISTÄMIS- JA HYÖTYMISTARKOITUS

Kurssin vääristäminen on RL:n rangaistussäännöksen mukaan rangaistavaa vain tahallisesti tehtynä. Rangaistavalta teolta vaaditaan sekä tietoista arvopaperin hintatason vääristämistarkoitusta että tarkoitusta käyttää vääristynyttä kurssia hyväksi taloudellisen hyödyn hankkimiseksi itselle tai toiselle. Tahallisuutta tulee siten arvioida erikseen kurssin vääristämistarkoituksen, taloudellisen hyötymistarkoituksen sekä tekotapojen osalta.

RL:n tunnusmerkistössä edellytetty hintatason vääristämistarkoitus edellyttää tarkoitustahallisuutta. Tekoa voidaan kurssin vääristämistarkoituksen osalta pitää tahallisena silloin, kun tekijä on harhaanjohtavilla toimenpiteillään nimenomaisesti tarkoittanut aiheuttaa kurssin vääristymisen. Kurssin vääristämistä koskevien RL:n ja AML:n säännösten sanamuoto asettaa kuitenkin tulkinnanvaraiseksi sen, edellyttääkö tunnusmerkistön täyttyminen kurssin *tosiasiallista* vääristymistä. RL 51:3:n mukaan kurssin vääristämiseen syyllistyy se, joka *vääristää* arvopaperin kurssia. Vastaavasti AML 5:12:n mukaan säännöksessä tarkoitetun arvopaperin kurssia ei saa *vääristää*. Lähtökohtaisesti arvopaperin kurssitason tosiasiallisen vääristymisen edellytyksenä voidaan pitää sitä, että markkinoilla toimivat sijoittajat tulevat tekijän suorittamien harhaanjohtavien toimenpiteiden seurauksena tosiasiallisesti harhaanjohdetuiksi ja tekevät arvopaperikauppaa harhaanjohtavan informaation perusteella.

RL:n ja AML:n kurssin vääristämistä koskevissa säännöksissä tätä ei kuitenkaan voida katsoa edellytetyn. Rangaistavuuden edellytykseksi riitti ennen voimassa olleen RL:n säännöksen perusteella jo säännöksessä tarkoitettujen harhaanjohtavien toimenpiteiden toteuttaminen, jos niiden *tarkoituksena* oli vääris-

---

[74] Ks. PeVL 4/2005 s. 4, jossa toimittajiin kohdistuva sääntely katsottiin merkitykselliseksi mutta ei ongelmalliseksi PL 12.1:ssa turvatun sananvapauden kannalta. Ehdotetut säännökset etujen ja eturistiriitojen julkaisemisvelvollisuudesta samoin kuin väärien ja harhaanjohtavien tietojen julkaisemiskiellosta olivat perustuslakivaliokunnan mukaan sinänsä hyväksyttäviä, riittävän tarkkarajaisia ja oikeasuhtaisia sananvapauden rajoituksia. Selvyyden vuoksi perustuslakivaliokunta halusi kuitenkin täydentää AML 5:12.3:n viimeistä virkettä siten, että laissa olevaa kieltoa sovelletaan vain, jos viestin laatijan itselleen saama etu tai hyöty on luonteeltaan *erityistä*.

Ks. myös Huovinen s. 160–162 sekä s. 369–370. Huovisen mukaan myös medialta on edellytettävä tietojen todenperäisyyden tarkistamista. Jos media osallistuu arvopaperimarkkinoiden toimintaan informaatiota levittämällä, se joutuu ottamaan kantaakseen myös asianomaisen markkinan mukanaan tuomat vastuut.

tää arvopaperin hintatasoa.[75] Vastaavasti AML 5:12:n perustelujen mukaan kiellettynä kurssin vääristämisenä on nykyisinkin pidettävä säännöksessä tarkoitettujen harhaanjohtavien toimenpiteiden suorittamista sinänsä.[76] Näin esimerkiksi harhaanjohtavien toimenpiteiden suorittamisen edellytyksenä ei ole se, että markkinoilla joku tosiasiassa tulee harhaanjohdetuksi ja kurssi siten tosiasiallisesti myös vääristyy.[77]

Kyseistä tulkintaa voidaan perustella sillä, että käytännössä kurssin tosiasiallista vääristymistä olisi hyvin hankala, jollei mahdoton – ainakin laskennallisesti – näyttää toteen.[78] Vaatimus hintatason tosiasiallisesta vääristymisestä lisäisi käytännössä huomattavasti arvopaperin hintatason vääristymistä koskevalle näytölle asetettavia vaatimuksia. Periaatteessa eroavuus kurssin tosiasiallista vääristymistä koskevan edellytyksen suhteen olisi haluttaessa voitu tehdä siten, että RL:n tunnusmerkistön täyttymisen edellytys olisi asetettu korkeammaksi, edellyttämällä kurssitason vääristymistä *de facto*.[79] Tätä ei kuitenkaan voida katsoa säännöksessä tarkoitetun ja AML:n sekä RL:n säännösten täyttymistä on tältä osin tarkoituksenmukaisinta tulkita yhdenmukaisesti.[80] MAD:n implementoinnin yhteydessä ei siten voida katsoa puututun jo vanhaan RL:n kurssin vääristämissäännöksen tunnusmerkkiin vääristämistarkoituksesta. Näin siitä huolimatta, että RL:n nykyisen kurssin vääristämissäännöksen tunnusmerkistössä ei enää nimenomaisesti edellytetä ainoastaan *tarkoitusta* vääristää arvopaperin hintata-

---

[75] Ks. myös säännöksen perustelut HE 254/1998 s. 29, joiden mukaan kurssin vääristämisen yritystä ei haluttu säätää rangaistavaksi. Tätä perusteltiin sillä, että tunnusmerkistö täyttyy heti, kun tekijä ryhtyy täytäntöönpanotoimeen säännöksen edellyttämässä tarkoituksessa. Esimerkiksi säännöksen tarkoittaman toimeksiannon antamisen katsottiin jo täyttävän tunnusmerkistön, vaikka se ei johtaisikaan kaupan syntymiseen. Kurssin vääristämisen yritystä ei myöskään MAD:n implementoinnin yhteydessä säädetty erikseen rangaistavaksi.

[76] HE 137/2004 s. 70.

[77] Ks. myös Afrell – Klahr – Samuelsson s. 295 sekä Samuelsson 2002 s. 880, joiden mukaan markkinoiden vääristämissäännös ei myöskään Ruotsissa edellytä, että arvopaperin kurssi tosiasiassa vääristyy. Riittävää on toimenpiteen suorittaminen markkinoiden harhaanjohtamiseksi.

[78] Ks. myös jo vanhan kurssin vääristämissäännöksen perustelut HE 254/1998 s. 27, joiden mukaan: ”Tarkoituksena ei ole, että arvopaperille pyrittäisiin sen arvoon ja hintaan vaikuttavien reaalisten tekijöiden perusteella laskennallisesti määrittelemään jokin oikea kurssi, vaan vertailukohdaksi olisi asetettava kurssin oletettu kehitys, jos kurssia ei olisi manipuloitu.”

[79] Tällöin olisi ollut perusteltua säätää kuitenkin kurssin vääristämisen yritys myös rangaistavaksi.

[80] Ks. myös Knuts s. 567–568, joka hylkää tulkinnan siitä, että säännös edellyttäisi kurssin vääristymistä de facto. Tätä Knuts perustelee kurssin vääristämiskiellon suojeluobjektilla. Knutsin mukaan kurssin tosiasiallisen vääristymisen toteennäyttäminen edellyttäisi, että arvopaperin kurssin kyettäisiin tietyllä hetkellä olleen vääristymätön. Tämän määritteleminen olisi Knutsin mukaan mahdotonta tai ainakin vaikeaa. Knutsin mukaan kurssin vääristämiskiellon suojeluobjektin sitominen tosiasiallisesti vääristyneeseen kurssiin ei kattaisi kurssin vääristämisen moitittavuutta. Myös Knutsin mukaan kurssin vääristämistä osoittavien tekotapojen moitittavuus pohjautuu kyseisten toimenpiteiden aiheuttamiin harhaanjohtaviin signaaleihin.

soa. RL:n sisältämän kurssin vääristämissäännöksen rangaistavuuden edellytykseksi riittää nykyisinkin pelkkä vääristämistarkoitus.[81]

RL:n tunnusmerkistö kurssin vääristämisestä edellyttää myös nimenomaista tarkoitusta hankkia taloudellista hyötyä. Taloudellista hyötyä voidaan kurssin vääristämisellä pyrkiä hankkimaan monella eri tavalla ja monessa eri yhteydessä. Tekijän tarkoituksena voi olla käyttää vääristynyttä kurssia hyväksi hyödyn saamiseksi esimerkiksi osakkeilla maksettavan yrityskaupan yhteydessä taikka fuusiovastikkeen tai vaihtosuhteen määrittelyssä.[82] Teon motiivina voi olla hyödyn tavoittelu myös pidemmän ajan kuluessa. Tavoiteltava hyöty voidaan saada myös julkisten markkinoiden ulkopuolelta.[83] Liikkeeseenlaskijan johdon markkinoille antamien harhaanjohtavien tietojen tarkoituksena voi olla esimerkiksi hyödyn hankkiminen yhtiölle sen käymien rahoitusjärjestelyjen yhteydessä.[84] Harhaanjohtavien tietojen antamisen yhteydessä taloudellista hyötyä

---

[81] Näin siitä huolimatta, että HE 137/2004 s. 41 ja 84 puhutaan myös yksinomaan hyötymistarkoituksen edellytyksestä.

Lisäksi kuten edellä jo tuli ilmi, ei kurssin vääristämisen rangaistavuutta tulisi sitoa yksinomaan arvopaperin kurssitason vääristämistarkoitukseen. Rangaistavuuden edellytykseksi tulisi riittää myös se, että toiminnan tarkoitus on antaa totuudenvastainen tai harhaanjohtava vaikutelma arvopaperin kysynnästä tai tarjonnasta. Tosin myös tällainen menettely voi välillisesti vaikuttaa arvopaperin kurssitasoon.

[82] Ks. esim. englantilaisesta tapauksesta R v Saunders [1996] 1 Cr App Rep 463, [1996] Crim LR 420, missä manipuloitiin ostotarjouksen tehneen yhtiön osakken kurssia sen takaamiseksi, että yhtiö voittaa tarjouskilpailun. Tapauksessa Guinness julkisti ostotarjouksen Distillersin osakkeista 20.1.1986 sen jälkeen kun sen kilpailija Argyll Group oli ensin tehnyt oman ostotarjouksen samasta yhtiöstä. Guinnessin ostotarjous sisälsi vaihtotarjouksen Guinnessin osakkeiden vaihtamiseksi Distillersin osakkeiksi. Tarjouksen onnistuminen riippui olennaisesti Guinnessin osakkeen kurssitasosta. Guinness ryhtyi toimenpiteisiin yhtiön osakkeen kurssitason ylläpitämiseksi ja nostamiseksi. Tähän tarkoitukseen Guinness käytti yksityissijoittajista sekä instituutioista koostuvaa sijoittajaryhmää. Kyseinen ryhmä Guinnessin toimitusjohtaja Saundersin johdolla osti neljän kuukauden aikana yhtiön osakkeita niin, että 11.4.1986 mennessä yhtiön kurssi oli noussut lähes 25 prosenttia. 18.4.1986 Guinness ilmoitti voittaneensa tarjouskilpailun. Guinness maksoi kyseiselle sijoittajaryhmälle korvauksia avusta osakkeen kurssin manipuloimiseksi. Guinness oli myös luvannut maksaa sijoittajaryhmälle korvauksia heidän mahdollisesti tekemistään tappioista kyseisessä operaatiossa. Markkinoille syntyi siten harhaanjohtava kuva siitä, että kyseisen sijoittajaryhmän sijoitukset olisivat sisältäneet aidon riskin. Sijoittajaryhmälle maksetut korvaukset eivät kuitenkaan olleet yhtiön hallituksen hyväksymiä, vaan niiden takana oli Guinnessin ostotarjouksesta vastannut ryhmä. Tapauksen osalliset saivat vankeustuomiot, joiden pituus vaihteli 12 kuukauden ja 5 vuoden välillä.

[83] HE 254/1998 s. 27–29. Tällaisista tapauksista oli kyse ns. blokkikauppoja koskevissa tuomioissa, joissa kurssin vääristämisellä saavutettu hyöty liittyi verohyötyyn. Ks. Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/2654, [ns. YIT-tapaus], Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230, [ns. TPO-tapaus] sekä Helsingin hovioikeus 9.9.1993, R 92/969.

[84] Ks. Helsingin hovioikeus 8.9.1994, R 93/2387 ja aiemmin Helsingin raastuvanoikeus 18.10.1993, R 91/8745. Tapauksessa pankkiiriliikkeen toimitusjohtaja oli tehnyt sopimuksen toisen henkilön kanssa sisäisten kauppojen tekemisestä tarkoituksena vaikuttaa meklarilistalla noteeratun arvopaperin kurssitasoon. Tekijät olivat sopimuksen mukaisesti antaneet päivittäin tiettyä

voidaan myös pyrkiä saamaan esimerkiksi hankkimalla tai luovuttamalla arvopapereita välittömästi ennen harhaanjohtavien tietojen antamista tai sen jälkeen.[85]

Taloudellisen hyödyn hankkimistarkoitus voi samoin ilmetä esimerkiksi option kohde-etuutena olevan osakkeen kurssin vääristämisellä alaspäin optioiden asettaman velvoitteen täyttämiseksi mahdollisimman edullisesti. Kyseessä voi olla myös kurssin nostattaminen tulossa olevan osakemerkinnän onnistumisen turvaamiseksi. Kyseessä voi myös olla tilanne, jossa osakkeeseen kohdistuvia osto- tai myyntioptioita hankitaan ennen kohde-etuutena olevalla osakkeella aloitettavaa laajaa kaupankäyntiä. Kohde-etuutena olevan osakkeen vähäisemmilläkin arvonmuutoksilla voi olla huomattava vaikutus optioiden arvoon.[86] Esimerkiksi ennen yhtiön osakkeen kurssitason manipulointia alaspäin voidaan ostaa kyseiseen osakkeeseen kohdistuvia myyntijohdannaisia tai myydä osaketta lyhyeksi.

RL:n tunnusmerkistön edellyttämälle hyötymistarkoitukselle ei kuitenkaan tulisi antaa suurta merkitystä rangaistusvastuun täyttymistä arvioitaessa, mikäli tekijän katsotaan pyrkineen tahallaan vääristämään arvopaperin kurssia. Tekijän ei lähtökohtaisesti voida katsoa tarkoittavan vääristää kurssia muutoin kuin hyötymistarkoituksessa.[87] Vaikka arvopaperien kaupassa on lähtökohtaisesti aina kyse hyötymistarkoituksesta, tekee hyötymistarkoituksen rangaistavaksi se, että hyötyä tavoitellaan nimenomaan pyrkimyksellä *vääristää arvopaperin kurssia*. Hyödyn hankkimisen nimenomaan tässä tarkoituksessa ei kuitenkaan tarvitse olla menettelyn ainoa tarkoitus, jotta toiminta olisi rangaistavaa. Rangaistavuuden kannalta on riittävää, että kurssin vääristäminen hyötymistarkoituksessa on

---

yhtiötä koskevan osto- ja myyntitarjouksen ja tehneet sisäistä kauppaa. Tekijöiden katsottiin keinotekoisesti vaikuttaneen kyseisen arvopaperin markkinahintaan ja syyllistyneen arvopaperimarkkinarikokseen (AML 4:3 ja 8:2). Kyseisten toimeksiantojen ja kauppojen kohteena oli ollut kannattavuuskriisissä olleen yhtiön osakkeet, jotka olivat olleet luottojen vakuutena. Tarkoituksena oli käydä sovitulla tasolla jatkuvasti pientä kauppaa, jotta osakkeiden ostokurssi pysyisi rahoittajien vuoksi tietyllä tasolla. Lähes kaikki kyseisenä aikana tehdyt noteeratut osto- ja myyntitarjoukset olivat olleet kyseisten henkilöiden tekemiä ja vastaavasti kaupoissa ostajan ja myyjän edustajana oli ollut sama henkilö.

[85] Empiirisessä tutkimuksessa (Noe s. 305 ss.) listayhtiöiden johdon on selvitetty ajoittavan kaupankäyntinsä oman yhtiönsä osakkeilla usein yhtiön tulevaisuudennäkymiä koskevien tiedotteiden julkistamisen jälkeiselle ajalle. Tutkimuksen mukaan yhtiöiden johdon myynnit kasvoivat hyvien tiedotteiden julkistamisen jälkeen ja vastaavasti ostot kasvoivat huonojen uutisten julkistamisen jälkeen. Kyseinen tutkimus osoitti siten sen, ettei kauppojen ajoitus johtunut ainakaan pelkästään johdon pyrkimyksestä ajoittaa kaupankäyntinsä ajankohtaan, jolloin informaatioasymmetria johdon ja markkinoiden välillä on normaalia pienempi. Johdon sen sijaan osoitettiin käyttävän tiedottamista opportunistisesti hyväkseen omassa kaupankäynnissään.

[86] HE 254/1998 s. 26.

[87] Ks. kurssin vääristämisen edellyttämästä hyötymistarkoituksesta myös Knuts s. 583–584, jonka mukaan arviointi joudutaan tekemään objektiivisesti todennettavissa olevien syiden perusteella.

toiminut osasyynä menettelyyn. Rangaistavuuden edellytyksenä ei myöskään ole, että tekijä *tosiasiallisesti* saa vääristynyttä kurssia hyväksikäyttäen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä. Hyötymistarkoitus on myös tältä osin riittävä.

Tahallisuusvaatimus edellyttää myös sitä, että tekijä on tietoinen arvopaperin hintatasoa vääristävien toimenpiteiden totuudenvastaisuudesta tai harhaanjohtavuudesta. Tekotapojen osalta tahallisuutta tulee arvioida olosuhdetahallisuuden näkökulmasta.[88] Todennäköisyystahallisuutta sovellettaessa teon rangaistavuus edellyttää, että tekijä mieltää suorittamansa toimenpiteet vähintään varsin todennäköisesti harhaanjohtaviksi. Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisella tapahtuvan manipuloinnin osalta teon rangaistavuus edellyttää, että tiedon antaja on mieltänyt markkinoilla toimivien sijoittajien varsin todennäköisesti saavan hänen antamistaan tiedoista harhaanjohtavan käsityksen arvopaperin ”oikeasta” hintatasosta. Tasapainotahallisuutta sovellettaessa riittää, että tekijä on pitänyt toimenpiteiden tai tietojen harhaanjohtavuutta yhtä todennäköisenä kuin sitä, että ne eivät ole harhaanjohtavia. Välinpitämättömyystahallisuudessa tahallisuus täyttyisi, jos tekijä olisi suhtautunut joko hyväksyvästi tai ilmeisen välinpitämättömästi toimenpiteidensä totuudenvastaisuuden tai harhaanjohtavuuden varteenotettavaan mahdollisuuteen.[89]

Keskeinen MAD:n eroavuus suhteessa RL:iin sisältyvään kurssin vääristämisen on, ettei MAD:ssa vastuun edellytykseksi ole pääsääntöisesti asetettu subjektiivisen syyksiluettavuuden vaatimuksia. MAD:ssa kurssin vääristämistä koskevien säännösten rikkomisen edellytykseksi ei ole asetettu nimenomaista tarkoitusta vääristää kurssia. MAD:ssa ainoastaan kielletään ketään manipuloimasta markkinoita.[90] Säännöksen tavoitteena on siten estää manipuloivan käyttäytymisen vaikutukset (*effects-based regime*), eikä tekijän tavoitteilla tai tahdonmuodostuksen moitittavuudella ole menettelyn rangaistavuuden tai moitittavuuden kannalta samaa merkitystä kuin rikosoikeudessa vakiintuneesti edellytetään.[91]

---

[88] Näin myös Knuts s. 583.

[89] Ks. tasapainotahallisuudesta Frände 2005 s. 132–136 ja välinpitämättömyystahallisuudesta (ns. positiivinen tahtotahallisuus) Koponen s. 113 ja 244 ss. Ks. tahallisuudesta myös jo edellä luvussa 3.6.1 esitettyä.

Vaikka kyseisten toimenpiteiden ja tietojen osalta erityisesti markkinoilla ammattimaisemmin toimiville osapuolille voidaankin asettaa korkea selonotto- ja huolellisuusvelvollisuus, voi tahallisuuden täyttyminen tekijän välinpitämättömyyden perusteella olla ainakin joissakin tapauksissa tulkinnanvaraista. Toisaalta käytännössä esimerkiksi harhaanjohtavia toimeksiantoja tehnyt meklari voinee vain harvoin vedota siihen, ettei hän ollut millään tavoin mieltänyt toimeksiantojen harhaanjohtavuutta. Vrt. tahallisuusarvioinnista kirjanpitorikosten osalta Koponen – Sahavirta s. 75–76.

[90] MAD 5 art.

[91] Ks. CESR’s Feedback Statement 2002 s. 12, jossa todetaan seuraavasti: ”CESR considers that the central objective of the manipulation section of the Directive is to create an effects-based regime. While intent (or, more precisely, the absence of intent) might be a mitigating factor in terms of investigations and sanctions, it is not likely to alter the impact of a transaction on the market.”

Hallinnollisten seuraamuksien soveltamisedellytykset voivat siten painottua tekijän toiminnan moitittavuuden sijasta itse menettelytapojen vaikutusten arviointiin.[92]

MAD:ssa on kuitenkin asetettu syyksiluettavuuden osalta poikkeus väärän tai harhaanjohtavan tiedon levittämisen avulla tehdyn manipuloinnin osalta. Tällöin MAD edellyttää tietoisuutta tai tuottamuksellisuutta *levitetyn tiedon* vääryydestä tai harhaanjohtavuudesta (1 art. 2c kohta). Manipulaation täyttyminen ei tällöinkään edellytä kurssin vääristämistarkoitusta, mutta edellytyksenä on, että levitetty tieto saattaa antaa harhaanjohtavia viestejä rahoitusvälineistä ja tiedon levittäjä tiesi tai hänen olisi tullut se tietää. Tiedon levittäjälle on siten säännöksessä asetettu velvollisuus varmistua siitä, ettei tieto ole totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa. Pelkkien väärien tai harhaanjohtavien huhujen levittäminen voi siten olla manipulaatiota, jos niiden levittäjä ymmärsi tai hänen olisi tullut ymmärtää kyseessä olleen tällaisen huhun.

MAD:n asettama velvoite kieltää kurssin vääristäminen myös muutoin kuin tahallisuudesta tehtynä on sisällytetty AML 5:12:ään. AML:ssa säädetyn kiellon edellytyksenä ei ole tahallisuutta, eikä väärien tai harhaanjohtavien tietojen antamista lukuun ottamatta edes tuottamusta. Kiellettynä kurssin vääristämisenä on lain perustelujen mukaan pidettävä AML 5:12.2,1–3 kohdissa tarkoitettujen kurssin vääristämistä osoittavien harhaanjohtavien toimenpiteiden suorittamista sinänsä.[93] Kyseisen kiellon rikkomisesta muutoin kuin RL:ssa edellytetyllä tavalla voi seurata RataL:ssa määritelty hallinnollinen seuraamus.

Väärien tai harhaanjohtavien tietojen antamista koskevaa tekotapaa lukuun ottamatta kyseessä voidaan katsoa olevan jopa ns. ankaraa vastuuta tai aiheuttamisvastuuta muistuttavasta tilanteesta. Tällaiseen tulkintaan tulee kuitenkin suhtautua osin kriittisesti. Kurssin vääristämistä tarkoittavien tekotapojen avoimuus ja tulkinnanvaraisuus voivat aiheuttaa ongelmia laillisuusperiaatteen ja syyttömyysolettaman näkökulmasta.[94] Kurssin vääristämisen edellyttämää korkeaa

---

[92] Esimerkiksi Englannissa kurssin vääristämisen kattavan ns. ”market abuse” -säännöksen soveltamisen edellytyksenä ei ole toiminnan tarkoituksellisuus (intention), vaan tunnusmerkistön täyttyminen arvioidaan objektiivisesti. Kyseisen säännöksen soveltamisen yhtenä edellytyksenä on, että kyseinen menettely on omiaan vahingoittamaan luottamusta markkinoiden toimintaan. Market abuse -säännöksen tarkoitus on ennemminkin suojata markkinoita kuin kiinnittää huomio tekijän toiminnan moitittavuuteen. Ks. tästä Herbst et al. s. 128, Lomnicka s. 300–301 ja Rider 2000 s. 243–244. Ks. market abuse -säännöksestä myös myöhemmin hallinnollisten seuraamusten yhteydessä (luku 8.2) esitettyä.

[93] Ks. HE 137/2004 s. 70.

[94] Ks. samansuuntaisesti Ferrarini 2004 s. 724 ja 741, joka EIS 7 artiklan perusteella kyseenalaistaa sen, ettei MAD:ssa manipulaation edellytykseksi ole asetettu toiminnan tarkoituksellisuutta (intent). Ferrarinin mukaan manipulointia ei ole riittävän täsmällisesti määritelty ilman viittausta toiminnan tarkoituksellisuuteen.

Ks. myös Lau Hansen 2003a s. 57, jonka mukaan MAD:n tarkoitus edistää hallinnollisten seuraamusten käyttöä ilmenee siinä, että direktiivin säännökset on kirjoitettu paljolti ilman viittausta

syyksiluettavuuden astetta perusteltiin rikossäännöksiä aiemmin uudistettaessa erityisesti tunnusmerkistön avoimuudella ja tulkinnanvaraisuudella, jonka katsottiin edellyttävän tiukkaa tahallisuusvaatimusta. Korkeaa näyttökynnystä pidettiin tärkeänä myös oikeusturvan kannalta.[95] Tekijän syyksiluettavuudesta riippumattoman vastuun ankaruus, säännöksen soveltamisen ennakoitavuus sekä osapuolten oikeusvarmuus edellyttäisivät vähintään esimerkiksi erillisen turvasatama- tai puolustussäännön käyttöönottoa.[96]

AML:n kurssin vääristämistä koskevan kiellon rikkomisen ja siitä annettavan Ratan seuraamusten edellytykseksi on kuitenkin RataL:ssa asetettu huolimattomuus.[97] Kyseistä ratkaisua voidaan erityisesti rikosoikeudellisen syyttömyysolettaman ja osapuolten oikeusturvan näkökulmasta pitää perusteltuna. Vastuun toteutumiselle voidaan ja tulee käytännössä asettaa tiettyjä ehtoja. Vastuun syntymistä ei voida pitää tarkoituksenmukaisena esimerkiksi tilanteessa, jossa kurssin vääristyminen on ollut ennalta arvaamatonta tai jossa tekijä kykenee näyttämään toimineensa riittävällä huolellisuudella sen varmistamiseksi, ettei hänen toimintatapansa markkinoilla anna harhaanjohtavaa vaikutelmaa arvopaperin kysynnästä, tarjonnasta tai hinnasta.[98] Käytännössä MAD:ssa tarkoitetun ja myös

---

tekijälle asetettaviin syyksiluettavuuden edellytyksiin. Tämä helpottaa valvojaa antamaan seuraamuksia ilman rikosoikeudessa vaadittavaa korkeaa näyttökynnystä. Tämä voi myös Lau Hansenin mukaan olla kuitenkin ongelmallista syyttömyysolettaman näkökulmasta.

95 Ks. HE 254/1998 s. 27 ja HE 137/2004 s. 70.

96 Esimerkiksi Englannissa market abuse -säännökseen liittyy ns. *defence*-säännös, jonka ehtojen täyttyessä FSA ei saa antaa seuraamusta. Ks. FSMA section 123 (2): "*But the Authority may not impose a penalty on a person if, having considered any representations made to it in response to a warning notice, there are reasonable grounds for it to be satisfied that: (a) he believed, on reasonable grounds, that his behaviour did not fall within paragraph (a) or (b) of subsection (1), or b) he took all reasonable precautions and exercised all due diligence to avoid behaving in a way which fell within paragraph (a) or (b) of that subsection*."

Syyksiluettavuuteen kohdistuvan tyypillisen defence-säännöksen mukaan vastaajan on saatettava todennäköiseksi, että hän oli suorittanut kaikki mahdolliset varotoimenpiteet ja toiminut kaikella huolellisuudella välttääkseen rikkomuksen. Ks. esim. Ogus 1994 s. 84.

97 RataL 25–26 a §:ssä määriteltyjen seuraamusten edellytyksenä on joko teon tai laiminlyönnin tahallisuus tai huolimattomuus.

Ruotsissa markkinoiden vääristäminen on rikosoikeudellisesti rangaistavaa sekä tahallisuudesta että huolimattomuudesta tehtynä. Ks. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 8.2 §. Ennen lakiuudistusta kurssin vääristäminen edellytti myös Ruotsissa tarkoitustahallisuutta. Ks. Afrell – Klahr – Samuelsson s. 294–295 ja Samuelsson 2002 s. 876. Vastaavasti Norjassa ja Tanskassa kurssin vääristäminen on ollut jo ennen MAD:n implementointia rikosoikeudellisesti rangaistavaa myös huolimattomuudesta tehtynä. Ks. Aarum s. 249 ja Lau Hansen 2001 s. 554.

98 Vrt. vahingonkorvausoikeudellisen tuottamusvastuun ja seuraamusten ennakoitavuuden osalta esim. Hemmo s. 166–167.

Ks. Nuutila 1997 s. 119–120, jonka mukaan seurauksen ennakoitavuusvaatimuksen mukaan rangaistusvastuu edellyttää sitä, että seuraus ei ole aivan epätodennäköinen tai sitä, että teko oli yleisen elämänkokemuksen mukaan omiaan aiheuttamaan sattuneen kaltaisen vahingon. Ennakoi-

AML:n nykyisen säännöksen perusteluissa ilmaistun vastuun objektiivisuuden voidaan kuitenkin katsoa asettavan markkinaosapuolille velvollisuuden esittää näyttöä siitä, miten nämä olivat pyrkineet varmistamaan tai ottamaan huomioon sen, ettei heidän toimenpiteensä aiheuta kurssin vääristymistä.

Kurssin vääristämisen yritystä ei ole säädetty rangaistavaksi. Tämä on perusteltua, sillä kurssin vääristämistä koskeva tunnusmerkistö täyttyy jo hetkenä, kun tekijä ryhtyy täytäntöönpanotoimeen säännöksen edellyttämässä tarkoituksessa. Näin jo toimeksiannon antamisen on mahdollista täyttää tunnusmerkistö, vaikka se ei johtaisikaan kaupan syntymiseen.[99] Tämä on perusteltua etenkin siksi, että jo pelkkien harhaanjohtavien toimeksiantojen tekeminen voi antaa harhaanjohtavan vaikutelman arvopaperin kysynnästä, tarjonnasta tai hinnasta.

Sisäpiirintiedon käytön kanssa yhtenevästi myös kurssin vääristämisen tekijänä voi MAD:n (art. 1.6) mukaan olla sekä luonnollinen henkilö että oikeushenkilö. Kurssin vääristämistä koskevien säännösten vastaisesta menettelystä voidaan antaa RataL 25–26a §:ssä määritellyt seuraamukset myös oikeushenkilöille. Ratan hallinnollisten seuraamusten soveltamiselta vaadittavaa syyksiluettavuutta käsitellään tarkemmin jäljempänä (luku 8.2). Rikosoikeudellinen vastuu voi luonnollisesti kohdistua yhä ainoastaan luonnollisiin henkilöihin.

5.4 HYVÄKSYTYT MARKKINATAVAT

MAD:ssa on annettu säännökset ns. hyväksytyistä tai hyväksyttävistä markkinatavoista (*accepted market practices*). Hyväksyttyjen markkinatapojen tarkoitus on antaa suojaa sellaisten markkinatapojen käyttämiselle, jotka sinällään olisivat kurssin vääristämistä, mutta joiden käyttäminen on tiettyjen edellytysten täyttyessä oikeutettua. MAD:n mukaan markkinoilla toimiva osapuoli voi välttää markkinoiden manipulointiin syyllistymisen, mikäli pystyy osoittamaan, että hänen perusteensa tehdä sinänsä manipuloivia liiketoimia tai toimeksiantoja on ollut oikeutettu ja että liiketoimet tai toimeksiannot ovat kyseisten säänneltyjen markkinoiden *hyväksyttyjen markkinatapojen* mukaisia.[100] Markkinatavan hyväksyttävyyden edellytyksenä on toimivaltaisen viranomaisen kyseiselle mark-

---

tava on vain sellainen vahinkoseuraus, jonka tekijä on voinut ja hänen on pitänyt teon hetkellä joko oman tietonsa tai yleisen elämänkokemuksen perusteella ennakoida ja ottaa lukuun. Toteutuneen tapahtumankulun on ollut oltava tekijän näkökulmasta ennakoitavissa. Ennakoitavuus ei edellytä sitä, että aiheuttaja on tosiasiassa mieltänyt vahinkoseurauksen. Riittää, että hän olisi voinut ja hänen olisi pitänyt mieltää sen sattumisen mahdollisuus.

[99] HE 254/1998 s. 29.

[100] MAD 1 art. 2a kohta.

kinatavalle antama hyväksyntä.[101] MAD:a vastaavasti AML:n kurssin vääristämissäännöksen (AML 5:12.4) mukaan AML 5:12.2,2–3 kohdissa tarkoitetuissa tapauksissa liiketoimi tai toimeksianto ei kuitenkaan ole kurssin vääristämistä, jos liiketoimella tai toimeksiannolla on hyväksyttävä peruste ja ne täyttävät Ratan hyväksymät kyseisessä julkisessa kaupankäynnissä tai 3 luvun 16 §:ssä tarkoitetussa kaupankäyntimenettelyssä noudatettavat markkinatavat.

Hyväksyttäviä markkinatapoja koskevan sääntelyn tavoitteena voidaan pitää markkinoiden likviditeettiä, tehokkuutta ja luotettavuutta edistävien uusien markkinakäytäntöjen muodostumista.[102] Tarkoituksena on myös pyrkiä lisäämään markkinaosapuolien noudattamiin menettelytapoihin liittyvää oikeusvarmuutta. Kyseinen säännös voi näin osaltaan toimia verraten ankaran ja vahvasti objektiivisiin kriteereihin perustuvan hallinnollisesti sanktioidun kurssin vääristämisvastuun vastapainona. Säännöksen soveltamisessa on kuitenkin otettava huomioon myös se, ettei hyväksyttyjen markkinatapojen noudattaminen kaikissa tapauksissa vapauta tekijää automaattisesti kurssin vääristämisvastuusta. Vaikka toiminnassa sinänsä olisikin noudatettu hyväksyttyä markkinatapaa, voidaan seuraamus MAD:n mukaan kuitenkin määrätä, jos valvontaviranomainen kykenee osoittamaan liiketoimeen tai toimeksiantoon olleen toisen, oikeudettoman perusteen.[103] Tällöin kyse on kielletystä kurssin vääristämisestä siitä huolimatta, että menettely lähtökohtaisesti olisi ollut hyväksyttyjen markkinatapojen mukainen.[104] Hyväksytyn markkinatavan tarjoaman suojan lisäedellytyksenä on se, että kaupan toteuttamiselle tai toimeksiannon antamiselle on ollut hyväksyttävä tai oikeutettu peruste (legitimate reason).[105] Kyseessä on siten ns. poikkeus- tai puolustussääntö (*”defence”*-säännös), mutta ei sen sijaan ns. turvasatama-säännöksen tyyppinen absoluuttinen suojasäännös.

MAD:ssa tai komission direktiivissä ei ole määritelty perusteita, joiden nojalla liiketoimien tai toimeksiantojen tekemiseen on katsottava olevan hyväksyttävä tai oikeutettu peruste. Oikeutettujen perusteiden sisällön määritteleminen on siten tietoisesti haluttu jättää jäsenvaltioiden kansallisesti ratkaistavaksi.[106] Läh-

---

[101] MAD 1 art. 5 kohdan mukaan hyväksytyillä markkinatavoilla tarkoitetaan käytäntöjä, joita voidaan kohtuudella olettaa olevan yksillä tai useammilla rahoitusmarkkinoilla ja jotka toimivaltainen viranomainen hyväksyy komission 17 artiklan 2 kohdassa säädettyä menettelyä noudattaen hyväksymien suuntaviivojen mukaisesti.

[102] Ks. myös Ratan standardi 5.5 kohta 2.

[103] MAD johdantolause 20.

[104] Ks. HE 137/2004 s. 73.

[105] Ks. MAD 1 art. 2a kohta. Ks. CESR’s Guidance 2005 s. 4, jonka mukaan hyväksyttyjen markkinatapojen ja oikeutetun perusteen kriteerit arvioidaan toisistaan erillisinä ja tapauskohtaisesti. Ks. myös CESR’s Feedback Statement 2005 s. 9, jonka mukaan: ”AMP’s and legitimate reasons are two separate tests and what might be suitable for one may not be the case for the other.”

[106] Ks. esim. Englannin osalta FSA:n The Code of Market Conduct 1.6.5 E, jossa on yleisluonteisesti annettu esimerkkejä tilanteista, joissa ei ole kyse oikeutetusta tai hyväksyttävästä perusteesta.

tökohtana voidaan pitää sitä, että mikäli kyseessä on vilpillinen tai keinotekoinen järjestely, ei kyseisiä kauppoja tai toimeksiantoja voida pitää oikeutettuina siitä huolimatta, että kaupoissa tai toimeksiantojen toteutuksessa olisikin noudatettu muodollisesti hyväksyttyä markkinatapaa.[107] Vastaavasti jos tekijän tarkoitus on tosiasiassa ollut vääristää arvopaperin kurssia tai antaa harhaanjohtava kuva arvopaperin kysynnästä tai tarjonnasta, ei kyseistä menettelyä luonnollisesti voida pitää oikeutettuna. Hyväksyttyjä markkinatapoja muodollisesti noudattavat henkilöt eivät siten saa hyötyä siitä, että he käyttävät tiettyä hyväksyttyä toimintatapaa sen tarkoituksen vastaisesti.

Komission direktiivissä on annettu säännökset yleisistä periaatteista tai tekijöistä (*factors*), jotka kansallisten valvontaviranomaisten tulee ottaa huomioon arvioidessaan eri markkinatapojen hyväksyttävyyttä.[108] Kyseiset periaatteet ja tekijät ovat viitteellisiä, eivätkä lopullisesti ratkaisevia arvioitaessa tietyn menettelytavan hyväksyttävyyttä. Komission direktiivin säännöksissä ei myöskään ole kielletty tiettyjä markkinatoimenpiteitä yleisesti, kuten esimerkiksi arvopaperien lyhyeksimyyntiä. Komission direktiivissä on sen sijaan haluttu kuvata eri markkinatapojen ja toimenpiteiden tai strategioiden hyväksyttävää *toteutustapaa*.[109] Koska hyväksyttävät markkinatavat lähtökohtaisesti täyttävät manipulatiivisen menettelytavan kriteerit, tulee niiden hyväksyttävyydelle olla jokin markkinoiden toimintaa edistävä peruste. Hyväksyttäviä markkinatapoja määriteltäessä valvontaviranomaisten on siten arvioitava keskenään manipulatiivisten menettelytapojen markkinoille ja sijoittajille aiheuttamia haittoja ja niiden käyttämisellä saavutettavia hyötyjä. Markkinatapaa tulisi voida pitää hyväksyttävänä, mikäli

---

Ohjeen mukaan: ”In the opinion of the FSA the following factors are to be taken into account when considering whether behaviour is for ’legitimate reasons’, and are indications that it is not: (1) if the person has an actuating purpose behind the transaction to induce others to trade in, or to position or move the price of, a qualifying investment; (2) if the person has another, illegitimate, reason behind the transactions or order to trade; [Note: Recital 20 Market Abuse Directive] (3) if the transaction was executed in a particular way with the purpose of creating a false or misleading impression.”

[107] Tämän voidaan osin katsoa johtuvan siitä, ettei hyväksyttävää markkinatapaa koskevaa säännöstä voida soveltaa MAD 1 art. 2 b kohdassa tarkoitettuihin kauppoihin tai toimeksiantoihin, joissa käytetään vilpillistä menettelyä.

Ks. Knuts s. 575 av. 58, joka sinänsä perustellusti pitää hyväksyttävien markkinatapojen näkökulmasta ongelmallisena AML 5:12.2:ssa ilmaistujen tekotapojen epäselviä rajoja. AML 5:12.2,1 kohdassa voidaan kuitenkin katsoa tarkoitetun implementoida MAD 1 art. 2 b kohdassa tarkoitetut vilpilliset tai keinotekoiset kaupat tai toimeksiannot. Näin markkinatapojen hyväksyttävyyden edellytyksenä voidaan MAD:n mukaisesti pitää sitä, että kyse ei ole vilpillisistä kaupoista tai toimeksiannoista. Toisin kuin harhaanjohtavien toimenpiteiden yhteydessä yleisesti, voidaan vilpillisyyden katsoa edellyttävän tekijän tietoisuutta toimenpiteidensä säännöksen vastaisuudesta.

[108] Komission direktiivi (2004/72/EY) art. 2.

[109] Ks. CESR’s Advice August 2003 (CESR/03-212c) para. 5. Ks. myös CESR’s Guidance 2005 s. 5, jonka mukaan: ”’activities’ are considered to be too broad to qualify for the status of accepted market practices.”

markkinatapaan liittyy enemmän markkinoiden toimintaa (tehokkuutta ja luotettavuutta) edistäviä kuin niitä haittaavia ominaispiirteitä ja vaikutuksia.

Komission direktiivissä on mainittu useita eri kriteerejä, jotka markkinatapojen hyväksyttävyyttä arvioitaessa on otettava huomioon. Kriteerinä on mainittu esimerkiksi kyseessä olevan markkinakäytännön läpinäkyvyys markkinoille. Mitä vähemmän läpinäkyvä käytäntö on, sitä todennäköisemmin sitä ei tulisi hyväksyä. Kriteerinä on mainittu myös tarve turvata markkinavoimien toiminta sekä kysynnän ja tarjonnan moitteeton vuorovaikutus. Erityisesti sellaiset markkinakäytännöt, jotka estävät tarjonnan ja kysynnän vuorovaikutusta rajoittamalla muiden markkinatoimijoiden mahdollisuuksia reagoida arvopaperikauppoihin, voivat luoda riskejä markkinoiden luotettavuudelle.[110] Markkinakäytännön vaikutus markkinoiden likviditeettiin ja tehokkuuteen vaikuttaa myös arviointiin. Menettelytavat, jotka lisäävät markkinoiden likviditeettiä ja tehokkuutta, ovat siten todennäköisemmin hyväksyttäviä kuin ne menettelytavat, jotka vähentävät markkinoiden likviditeettiä ja tehokkuutta.

Kriteerinä on myös se, missä määrin kyseessä olevassa käytännössä otetaan huomioon relevanttien markkinoiden kaupankäyntitapa ja annetaan markkinatoimijoille mahdollisuus reagoida asianmukaisesti ja ajoissa kyseisen käytännön luomaan uuteen markkinatilanteeseen. Hyväksyttävyyttä arvioitaessa on kiinnitettävä huomio käytäntöön sisältyvään riskiin kyseiseen rahoitusvälineeseen suoraan tai välillisesti liittyvien markkinoiden luotettavuudelle koko EY:n alueella. Tietyillä markkinoilla noudatettavat markkinakäytännöt eivät saisi vaarantaa markkinoiden luotettavuutta toisilla, näihin markkinoihin yhteydessä olevilla markkinoilla EY:ssä. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että tiettyä markkinakäytäntöä ei voitaisi pitää hyväksyttävänä tietyillä markkinoilla ja sopimattomana toisilla jäsenvaltioiden vastaavilla markkinoilla.[111]

Lisäksi arviointikriteerinä on mainittu se, rikkooko kyseessä oleva markkinakäytäntö joko sääntöjä tai asetuksia, joiden tarkoituksena on markkinoiden väärinkäytön estäminen, tai menettelytapasääntöjä kyseessä olevilla markkinoilla tai niihin suoraan taikka välillisesti yhteydessä olevilla markkinoilla EY:ssä. Viimeisenä arviointikriteerinä komission direktiivissä on mainittu huomioon otettavaksi kyseessä olevien markkinoiden rakenteelliset piirteet, kuten markki-

---

[110] Komission direktiivin (2004/72/EY) 2 art. 1 kohdan mukaan toimivaltaisten viranomaisten on kyseistä turvaamistarvetta harkitessaan erityisesti analysoitava kyseessä olevan markkinakäytännön vaikutus suhteessa markkinoiden tärkeimpiin piirteisiin, esimerkiksi erityiset markkinaolosuhteet ennen kyseessä olevan markkinakäytännön toteuttamista, yhden pörssipäivän painotettu keskimääräinen kurssi tai päivittäinen päätöskurssi.

[111] Kun on olemassa ristiriitaisuuksia sellaisten markkinakäytäntöjen välillä, jotka ovat yhdessä jäsenvaltiossa hyväksyttyjä mutta eivät ole sitä toisessa jäsenvaltiossa, Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komiteassa voitaisiin direktiivin mukaan käydä keskusteluja yhteisen ratkaisun löytämiseksi. Ks. komission direktiivi 2004/72/EY johdantolauseet 3 ja 4.

noilla kaupankäynnin kohteena olevat rahoitusvälineet ja markkinatoimijoiden muoto ja se, missä määrin yksityissijoittajat toimivat kyseisillä markkinoilla sekä se, ovatko kyseiset markkinat säännellyt.[112]

> Kyseisten arviointikriteerien lisäksi komission direktiivissä (3 art.) on annettu säännökset menettelytavoista (*consultation procedures*), joita kansallisten valvontaviranomaisten tulee noudattaa arvioidessaan tiettyjen menettelytapojen hyväksyttävyyttä. Säännökset sisältävät valvontaviranomaisille kohdistetun velvoitteen kuulla eri markkinaosapuolia ja tietyissä tilanteissa myös muiden maiden valvontaviranomaisia. Jos tietyssä asiassa on jo aloitettu tutkinta, kuulemismenettelyjä voidaan kuitenkin lykätä tutkinnan päättymiseen ja siihen mahdollisesti liittyvien seuraamusten antamiseen asti. Toimivaltaisten viranomaisten on myös julkistettava päätöksensä kyseessä olevan markkinakäytännön hyväksyttävyydestä.[113]

5.5 STABILISAATIO

Yhtiön listautuessa pörssiin voi annin järjestäjä omilla ostotoimenpiteillään pyrkiä stabiloimaan (vakauttamaan) listalle otettavan arvopaperin kurssia. Myös muun osakkeiden tarjoamisen kuin listautumisannin yhteydessä voidaan käyttää stabilisaatiota. Stabilisaatiolla tarkoitetaan sijoituspalveluyritysten tai luottolaitosten harjoittamaa arvopaperien ostamista tai ostotarjousten tekemistä arvopaperien liikkeeseenlaskun yhteydessä, jonka yksinomaisena tavoitteena on tukea arvopaperien markkinahintaa etukäteen määriteltynä ajanjaksona kyseisiin arvopapereihin kohdistuvien myyntipaineiden vuoksi.[114]

---

[112] Ks. kriteereistä komission direktiivin 2004/72/EY artikla 2 ja johdantolauseet 1–3.

[113] Ongelmana kyseisten komission direktiivissä määriteltyjen hyväksyttäviin markkinatapoihin liittyvien säännösten osalta on pidettävä sitä, ettei niitä ole implementoitu kansalliseen lainsäädäntöön. Rata on tosin AML 5:15:ssä annetun valtuuden perusteella antanut kyseisten säännösten täytäntöön panemiseksi tarvittavat määräykset. Tarkoituksenmukaisena ratkaisuna ei kuitenkaan välttämättä voida pitää sitä, että Rata on itse antanut määräyksen direktiivissä tarkoitetuista velvoitteista, joita sen markkinatapoja hyväksyessään olisi otettava huomioon. VM:n työryhmämuistiossa oli vielä ehdotettu, että tältä osin tarkemmat säännökset annettaisiin valtiovarainministeriön asetuksella. Lopullisesta hallituksen esityksestä kyseinen ehdotus on kuitenkin poistettu. Ks. VM 10/2004 s. 108.

[114] Komission asetuksen johdantolauseen (11) mukaan vakauttamisella lievitetään lyhytaikaisten sijoittajien luomia myyntipaineita ja taataan arvopapereille vakaat markkinat. Tämä hyödyttää liikkeeseenlaskijoita ja niitä sijoittajia, jotka ovat merkinneet tai ostaneet kyseisiä arvopapereita liikkeeseenlaskun aikana. Vakauttamisella voidaan näin lisätä sijoittajien ja liikkeeseenlaskijoiden luottamusta rahoitusmarkkinoihin.

Ks. stabilisaatiosta laajemmin esim. Lauriala s. 167–172.

MAD 8 artiklan nojalla komissio on antanut asetuksen edellytyksistä, jotka rahoitusvälineiden vakauttamisen on täytettävä, jotta niihin voidaan soveltaa MAD:ssa säädettyjä safe harbour -poikkeussäännöksiä. Komission asetusta noudattamalla stabilointi-toimenpiteillä ei voida rikkoa sisäpiirintiedon käyttöä tai kursin vääristämistä koskevia säännöksiä.[115] Helsingin pörssi on kumonnut oman ohjeensa stabilisaatiosta ja asetusta sovelletaan suoraan Helsingin pörssissä tapahtuvaan stabilisaatiomenettelyyn. Asetuksessa on annettu säännökset vakauttamisen kestosta (8 art.), vakauttamiseen liittyvien tietojen julkistamisesta ja ilmoittamisesta (9 art.), vakauttamisen hintoja koskevista ehdoista (10 art.) sekä lisävakauttamisen ehdoista (11 art.).

Asetuksen (8. art. 2 kohta) mukaan vakauttamista voidaan listautumisannin yhteydessä harjoittaa 30 päivän ajanjaksona, joka alkaa arvopaperien kaupankäynnin aloittamisesta säännellyillä markkinoilla tai arvopaperien lopullisen hinnan asianmukaisesta julkistamisesta. Toissijaisen arvopaperitarjouksen (*secondary offer*) yhteydessä vakauttamisen ajanjakso alkaa arvopaperien lopullisen hinnan asianmukaisesta julkistamisesta ja päättyy viimeistään 30 päivän kuluttua arvopaperien jakamispäivästä (*allotment*).[116] Asetuksessa on annettu myös tietyt säännöt koskien sekä vakauttamiseen liittyvien tietojen etukäteistä julkistamista markkinoille että toteutettujen vakauttamistoimenpiteiden jälkikäteistä ilmoittamista valvoville viranomaisille. Liikkeeseenlaskijoiden, arvopaperien tarjoajien ja vakauttamista harjoittavien yhteisöjen on ennen arvopaperien tarjousajanjakson alkua julkistettava muun muassa tieto vakauttamistoimenpiteiden mahdollisuudesta ja niiden ajanjaksosta, vakauttamisesta päävastuussa olevan tahon yhteystiedot, tieto ylimerkintämahdollisuudesta tai siihen liittyvän lisäosakkeiden merkintää tarjoushintaan koskevan oikeuden olemassaolosta (ns. *greenshoe option*), merkintöjen enimmäismäärästä, oikeuden voimassaoloajasta sekä tällaisen oikeuden soveltamiseen liittyvistä ehdoista.[117]

Liikkeeseenlaskijoiden, arvopaperien tarjoajien ja vakauttamista harjoittavien yhteisöjen on ilmoitettava asianomaisten markkinoiden toimivaltaisille viranomaisille yksityiskohtaiset tiedot kaikista vakauttamistransaktioista viimeistään seitsemäntenä kaupankäyntipäivänä kyseisten transaktioiden toteuttamisesta.

---

[115] Ks. MAD 8 artikla sekä AML 5:13 ja RL 51:7.

[116] Ks. komission asetus 8 artikla 2–3 kohdat. Ks. myös komission asetuksen 8 artiklan 4–5 kohdat, joissa on omat säännöt jvk-lainojen ja muun tyyppisten arvopaperistettujen velkojen osalta.

[117] Ks. komission asetus 9.1 art. Ks. myös komission asetus 2 art. 14 kohta, jonka mukaan ”Oikeudella merkitä lisää osakkeita tarjoushintaan” (*greenshoe option*) tarkoitetaan tarjoajan arvopaperien tarjoamiseen osallistuneelle sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle ylimerkintöjen kattamiseen myöntämää oikeutta, jonka mukaan kyseinen yritys tai laitos voi määrättynä aikana arvopaperitarjouksen päättymisen jälkeen ostaa tietyn enimmäismäärän arvopapereita tarjoushintaan.

Ks. greenshoe -optiosta myös Hidén s. 19, 21 ja 147.

Lisäksi näiden on viikon kuluessa vakauttamisajanjakson päättymisestä julkistettava markkinoille tieto siitä, harjoitettiinko vakauttamista, sekä vakauttamisen aloitus- ja päättämisajankohta. Julkistamisvelvollisuus koskee myös arvopaperien vakauttamishintojen vaihteluväliä kunkin vakauttamispäivän osalta.[118] Asetuksen hintoja koskevien ehtojen (10.1 art.) mukaan vakauttamistoimenpiteitä ei osakkeiden tai niitä vastaavien arvopaperien tarjoamisen yhteydessä saa toteuttaa tarjoushintaa korkeampaan hintaan. Asetuksen 11 artiklan mukaan myös lisävakauttamisen[119] yhteydessä on noudatettava 9 artiklassa säädettyjä tietojen julkistamista ja ilmoittamista koskevia ehtoja sekä lisäksi lisävakauttamista koskevia erityisehtoja.[120]

5.6 TÖRKEÄ KURSSIN VÄÄRISTÄMINEN

RL 51:4 (1.4.1999/475)
Törkeä kurssin vääristäminen
Jos kurssin vääristämisessä
1) aiheutetaan laajamittaista taloudellista vahinkoa tai
2) rikos on omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan
ja kurssin vääristäminen on myös kokonaisuutena arvostellen törkeä, rikoksentekijä on tuomittava törkeästä kurssin vääristämisestä vankeuteen vähintään neljäksi kuukaudeksi ja enintään neljäksi vuodeksi.

Kurssin vääristämisen merkittävimpien haittojen on lain perusteluissa todettu liittyvän sekä sen aiheuttamiin vahinkoihin markkinoilla toimiville että markki-

---

[118] Ks. komission asetus 9 artikla 1–3 kohdat. Asetuksen 9 artiklan 4–5 kohdissa on lisäksi annettu säännökset velvollisuudesta pitää keskitettyä rekisteriä vakauttamista koskevista toimeksiannoista ja kaupoista.

[119] Komission asetuksen 2 artiklan (12) kohdan mukaan lisävakauttamisella tarkoitetaan sijoituspalveluyritysten tai luottolaitosten arvopaperien merkittävän liikkeeseenlaskun yhteydessä käyttämää ylimerkintämahdollisuutta tai siihen liittyvää oikeutta merkitä lisää osakkeita tarjoushintaan, kun yksinomaisena tavoitteena on edistää vakauttamistoimia.

[120] Komission asetuksen 11 artiklassa säädettyjen lisävakauttamista koskevien ehtojen mukaan: (a) arvopapereita voidaan ylimerkitä ainoastaan merkintäajanjaksona ja tarjoushintaan; (b) ylimerkintämahdollisuuden vuoksi sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle syntynyt positio, jota oikeus merkitä lisää osakkeita tarjoushintaan ei kata, ei saa ylittää viittä (5) prosenttia alkuperäisestä tarjouksesta; (c) edunsaajat voivat käyttää oikeuttaan merkitä lisää osakkeita tarjoushintaan vain siinä tapauksessa, että arvopaperit on ylimerkitty; (d) oikeus merkitä lisää osakkeita tarjoushintaan ei saa ylittää 15:tä prosenttia alkuperäisestä tarjouksesta; (e) ajanjakson, jona käytetään oikeutta merkitä lisää osakkeita tarjoushintaan, on oltava sama kuin 8 artiklassa säädetty vakauttamisajanjakso sekä (f) lisäosakkeiden merkintää tarjoushintaan koskevan oikeuden käytöstä on tiedotettava viipymättä ja riittävän yksityiskohtaisesti mukaan lukien erityisesti tiedot merkintöjen ajankohdista sekä arvopaperien yksilöintitiedot ja niiden lukumäärä.

noiden luotettavuuden heikkenemiseen. Törkeästä kurssin vääristämisestä on lain mukaan kyse, mikäli teolla joko aiheutetaan laajamittaista taloudellista vahinkoa tai rikos on omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Kyseisten kahden vaihtoehtoisen ankaroittamisperusteen lisäksi edellytetään aina, että kurssimanipulaatio on myös kokonaisuutena arvostellen törkeä. Kurssin vääristämisellä tavoiteltavan hyödyn ei teon moitittavuuden kannalta ole katsottu olevan yhtä keskeinen tekijä, minkä vuoksi tavoitellulla taloudellisella hyödyllä ei ole ratkaisevaa merkitystä rikoksen törkeyden arvioinnissa.[121]

Taloudellisella vahingolla tarkoitetaan nimenomaan manipulaatiosta välittömästi johtuvaa kurssimuutoksiin sidottua tappiota. Tappion ei välttämättä tarvitse olla yksittäisen sijoittajan kohdalla merkittävä. Vahingon laajamittaisuudella kuvataan sitä, että vahinko kohdistuu kysymyksessä olevan arvopaperin omistajiin joukkona ja on lisäksi kokonaisuudessaan merkittävä. Ankaroittamisperusteen soveltamisen edellytyksenä on säännöksen perustelujen mukaan myös se, että tekijä on nimenomaisesti voinut mieltää rikoksensa aiheuttavan laajamittaista taloudellista vahinkoa.[122] Taloudellista vahinkoa voidaan pitää tunnusmerkistössä edellytettynä seurauksena, jolloin tahallisuudelta tulee edellyttää todennäköisyystahallisuutta.

Toisen ankaroittamisperusteen soveltaminen ei edellytetä, että rikos todellisuudessa on heikentänyt luottamusta markkinoiden toimintaan, vaan riittää, että kysymyksessä olevalla teolla yleensä on sellainen vaikutus.[123] Ankaroittamisperusteen soveltaminen edellyttää nimenomaisesti luottamuksen heikkenemisen huomattavuutta. Edellytyksen täyttymistä on säännöksen perustelujen mukaan tarkasteltava sitä vastaan, kuinka vakavasti teon voidaan arvioida vaikuttavan arvopaperisäästäjien halukkuuteen jatkaa sijoitustoimintaa. Tietyt kurssin vääristämiseen tähtäävät toimet saattavat tekotavaltaan olla arvopaperisäästäjiä karkottavia siitä huolimatta, ettei niistä tosiasiassa esimerkiksi aiheutuisi lainkaan välittömiä taloudellisia menetyksiä.[124] Manipuloinnista aiheutuvat tappiot voivat myös toteutua vasta pitkän ajan kuluttua, jolloin ensimmäinen ankaroittamisperuste ei ehdi täyttyä rikoksen oikeuskäsittelyyn mennessä. Silti saattaa olla nähtävissä rikoksen aiheuttama uhka markkinoita kohtaan tunnettavalle luottamukselle. Lain perusteluissa on lisäksi katsottu pitkäaikaisella totuudenvastaisella tai

---

[121] Ks. HE 254/1998 s. 29.
[122] HE 254/1998 s. 30.
[123] Kyseistä edellytystä ei säännöksen perustelujen HE 254/1998 s. 30 mukaan kuitenkaan täytä sellainen kurssin vääristäminen, jolla vastoin odotuksia on markkinoiden toiminnan luotettavuutta huomattavasti heikentävä vaikutus.
[124] Lain perusteluissa HE 254/1998 s. 30 on mainittu tilanne, jossa kurssin vääristämisestä ei ehdi aiheutua taloudellisia menetyksiä, koska teko on jäänyt loppuun saattamatta sen paljastumisen tai puuttuvan rahoituksen vuoksi.

harhaanjohtavalla tiedottamisella ja sitä tukevilla ostoilla tai myynneillä tapahtuneen kurssimanipulaation tuottaman taloudellisen tappion arvioimisen voivan olla hyvin vaikeaa. Tällaisen toiminnan aiheuttama kielteinen vaikutus markkinoita kohtaan tunnettuun luottamukseen voi riidattomasti kuitenkin olla huomattava.[125] Vaikka lain perusteluissa ei sitä mainitakaan, voidaan myös tämän ankaroittamisperusteen soveltamisen edellytyksenä katsoa olevan sen, että tekijä on pitänyt tekoonsa liittyvää vaikutusta vähintään varsin todennäköisenä.

Törkeän tekomuodon soveltamiselta edellytetään jommankumman ankaroittamisperusteen täyttymisen lisäksi, että manipulaatiota on myös kokonaisuudessaan pidettävä törkeänä. Törkeän tekomuodon soveltamisalan ulkopuolelle voi jäädä esimerkiksi teot, joissa luottamuksen huomattava heikkeneminen on aiheutunut melko vähäisistä toimista, ja joilla ei ole tavoiteltu merkittävää hyötyä. Laajamittaista vahinkoa aiheuttaneen kurssin vääristämisen katsominen perustekomuodon mukaiseksi voi tulla kysymykseen vain hyvin poikkeuksellisissa tapauksissa.[126]

---

[125] HE 254/1998 s. 30.
[126] Rautio s. 1505.

6 Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos

6.1 YLEISTÄ

Viimeaikainen maailmantaloudellinen kehitys on osoittanut suhdannekäänteiden voivan olla hyvinkin nopeita. Maailman- sekä kansantalouden nopeat muutokset edellyttävät myös pörssiyhtiöiltä yhä avoimempia tiedottamisvalmiuksia, tehokkaampia tiedottamiskäytäntöjä sekä ennen kaikkea nopeampaa reagointivalmiutta muuttuvien taloussuhdanteiden yhtiöiden toiminnalle aiheuttamiin muutoksiin. Pörssiyhtiöiden tiedottaminen ei välttämättä aina ole riittävän aktiivista ja avointa, mikä puolestaan voi heikentää yleisesti yhtiöitä kohtaan tunnettua luottamusta ja uskottavuutta. Yhtiöiden julkisuuteen antamien tulevaisuudennäkymien yhteydessä ei näkymille välttämättä aina kyetä riittävästi esittämään perusteita. Yhtiöiden johto voi myös joko tiedostaen tai tiedostamattaan olla taipuvainen osin laiminlyömään yhtiön taloudellisen tilan kehitykseen liittyviä riskitekijöitä.

Erityisesti laskusuhdanteiden aikana yhtiöiden taloudellisen menestymisen sekä yritysjohdon ja yhtiön työntekijöiden henkilökohtaiset menestymisen motiivit voivat aiheuttaa paineita taloudellisen raportoinnin sisältöön. Yhtiön taloudelliseen toimintaan liittyvän informaation laatijoilla voi myös olla taipumus tai kannustin manipuloida yhtiön johdolle tai julkisuuteen annettavan informaation sisältöä näyttämällä parempia lukuja kuin ne tosiasiassa ovat. Yhtiön johdon taipumusta vääristää yhtiön taloudellisen raportoinnin sisältöä voivat olla omiaan lisäämään optiopohjaiset kannustinjärjestelmät.[1] Sijoittajien ja markkinoiden odotusten täyttämisestä johtuvat paineet voivat myös viime kädessä aiheuttaa

---

[1] Erityisesti Yhdysvalloissa listayhtiöiden johdon palkitsemisessa siirryttiin 1990-luvun vaihteessa käteispalkitsemisesta osakepohjaisiin palkitsemisjärjestelmiin. Kyseisen palkitsemisjärjestelmän on katsottu keskittäneen yhtiön johdon huomion yhtiön osakkeen lyhyen ajan kurssikehitykseen ja sen maksimointiin. Osakepohjaisten kannustinjärjestelmien käyttöä helpotti myös Yhdysvalloissa 1990-luvulla tapahtunut sääntelyn purkaminen. Vuonna 1991 tehdyssä sääntöuudistuksessa optioiden ja niiden nojalla merkittyjen osakkeiden käytön aikarajoitteita löysennettiin, joka puolestaan edisti yhtiöiden johdon mahdollisuutta hyödyntää yhtiön osakkeen ”kurssipiikkejä” esimerkiksi liikevaihdon ennenaikaisella kirjaamisella. Ks. Coffee s. s. 9–11, 25–27 ja 36–37.

Ks. myös Holmström – Kaplan s. 12–13, joiden mukaan yhtiöiden johdon optiopohjaisten palkitsemisjärjestelmien sekä osake- ja optio-omistusten kasvun seurauksena johdon kannustin manipuloida yhtiön tuloslukuja on kasvanut.

sen, että yhtiöiden johto on taipuvainen ennemmin koettelemaan säännösten rajoja tai jopa rikkomaan niitä kuin perumaan markkinoille ja sijoittajille antamiaan lupauksia.

Liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus huolehtia siitä, että yhtiön osakkeenomistajilla ja muilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla on riittävät, oikeat ja ajanmukaiset tiedot perusteltujen sijoituspäätöksien tekemiseksi. Liikkeeseenlaskijoille asetettu tiedonantovelvollisuus mahdollistaa sen, että yhtiön osakkeenomistajat voivat julkistettavan informaation perusteella arvioida kyseisten seikkojen vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja sen tulevaan toimintaan sekä kykenevät näin käyttämään heille lainsäädännössä osakkeenomistajina määriteltyjä oikeuksia. Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteena on myös luoda puitteet sijoittajien mahdollisimman yhdenvertaiselle ja oikeudenmukaiselle kohtelulle. Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata se, että kaikilla markkinoilla toimivilla on samanaikaisesti käytettävissään riittävät ja oikeat tiedot arvopaperin liikkeeseenlaskijasta.

Jälkimarkkinoilla erityisesti pörssiyhtiöiden jatkuvan tiedonantovelvollisuuden merkityksen suhteessa yhtiöiden säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen voidaan katsoa kasvaneen. Jatkuvan tiedonantovelvoitteen nojalla julkistetut tiedot ovat ajankohtaisina usein tärkeämpiä kuin yhtiöiden osavuosikatsauksista tai tilinpäätöksistä saatavat tiedot. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tehokas noudattaminen on omiaan vähentämään osavuosikatsausten ja tilinpäätöstietojen julkistamisten aiheuttamia voimakkaita kurssimuutoksia. Jokainen voimakkaampi kurssimuutos osavuosikatsauksen tai tilinpäätöksen julkistamisen jälkeen voi olla indisio siitä, ettei jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta välttämättä ole noudatettu tarpeeksi tehokkaasti, sillä kaiken oleellisen tiedon pitäisi jo olla annettu markkinoille jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla ja siten näkyä myös arvopaperin hinnassa.

Yhtiöiden totuudenvastaista ja harhaanjohtavaa tiedottamista on katsottu olevan tarve ennaltaehkäistä myös rikosoikeudellisin normein.[2] Arvopaperimarkki-

---

[2] Arvopaperimarkkinoita koskevia tiedottamisrikoksia on muiden arvopaperimarkkinarikosten tapaan käsitelty oikeudessa asti harvoin. Tuomioita on annettu ainoastaan viidessä tapauksessa.

Vuosina 1999–2001 Rata teki vuositasolla n. 5–10 tutkimusta epäilemiensä tiedottamisrikosten osalta, kun vuosina 2002–2004 Ratan tutkimusten lukumäärä vuositasolla oli jo noussut n. 20–30:een. Tutkimuksista suurin osa on kohdistunut pörssiyhtiöiden jatkuvan tiedonantovelvollisuuden noudattamiseen. Vuosina 1997–2004 tutkimistaan tiedottamistapauksista Rata on tehnyt yhteensä 10 tapauksessa tutkintapyynnön poliisille. Kaikki Ratan tiedottamisrikoksista tekemät tutkintapyynnöt on tehty vuonna 2000 ja sen jälkeen, josta voidaan päätellä epäiltyjen tiedottamisrikoksien liittyneen voimakkaasti taloudellisiin laskusuhdanteisiin. Lähde: Rata.

Esitevastuuta koskevat oikeustapaukset ovat myös muissa pohjoismaissa olleet erittäin harvinaisia. Lau Hansen 2003a s. 71. Ks. myös af Sandeberg 2001 s. 470 ja sama 2003b s. 91–99, jonka mukaan esitevastuuta koskevia säännöksiä on Ruotsissa pidetty riittämättöminä, eikä esitevastuuta koskevia oikeustapauksia ole juuri ollut. Esitedirektiivit on Sandebergin mukaan implementoitu

noilla noudatettavien keskeisimpien tiedonantovelvoitteiden rikkominen säädettiin rangaistavaksi jo arvopaperimarkkinalain säätämisen yhteydessä vuonna 1989.[3] Arvopaperimarkkinarikoksia koskeneessa lakiuudistuksessa 1990-luvun lopulla siirrettiin keskeisimmät tiedonantovelvoitteita koskeneet rangaistussäännökset RL 51 lukuun erilliseksi arvopaperimarkkinoita koskevaksi tiedottamisrikokseksi. Arvopaperimarkkinarikkomuksina rangaistavaksi säädetyt tekomuodot jätettiin arvopaperimarkkinalakiin. Arvopaperimarkkinoita koskevalla tiedottamisrikossäännöksellä on nykyisin kriminalisoitu sekä ensi- että jälkimarkkinoilla noudatettavien tiedonantovelvoitteiden vastainen menettely.

Kuten arvopaperimarkkinoita koskevilla rangaistussäännöksillä yleensäkin, tiedottamisrikosta koskevilla säännöksillä pyritään markkinoilla ilmenevien informaatioasymmetrioiden ehkäisemiseen. Tiedottamisrikosta koskevan rangaistussäännöksen suojeluobjektina voidaan pitää sekä sijoittajien tasavertaisuutta suhteessa tiedon saantiin että arvopaperien hinnanmuodostuksen luotettavuutta ja siten sijoittajien päätäntärationaliteetin suojaamista. Tiedonantovelvollisuuksien tavoitteena on, että sijoittajien päätöksenteko voi nojautua perusteltujen odotusten varaan. Sijoittajan on voitava luottaa siihen, että liikkeeseenlaskija antaa markkinoille sijoittajan päätöksenteon edellyttämät olennaiset tiedot. Pörssiyhtiön markkinoille antamat totuudenvastaiset tai harhaanjohtavat tiedot samoin kuin laiminlyönti julkistaa seikka, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, voivat merkittävästi heikentää markkinoita kohtaan tunnettavaa luottamusta. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan luotettavuuden ja sijoittajien suojan kannalta on välttämätöntä, että markkinoilla on saatavissa riittävä ja luotettava informaatio vaihdannan kohteeksi otettavista tai vaihdannan kohteena olevista arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista. Tilanteessa, jossa sijoittajat eivät luota julkistetun informaation oikeellisuuteen, markkinat toimivat tehottomammin.

---

pohjoismaissa ilman, että olisi laadittu nimenomaisesti esitevastuuta koskevia siviili- tai rikosoikeudellisia sanktiosäännöksiä. Sandebergin mukaan Ruotsissa tulisi yhtenevästi sisäpiirintiedon väärinkäytön ja kurssimanipulaation tavoin muodostaa rikosoikeudellinen seuraamus nimenomaisesti esitesääntöjen rikkomista koskien. Sandebergin mukaan esitevastuuta koskevien säännösten puutteellisuus, tulkinnanvaraisuus, oikeudenkäyntikuluriski sekä yksittäisten sijoittajien sijoitusten suhteellinen pienuus yhdistettynä heidän puutteellisiin resursseihinsa ovat olleet syynä vähäisiin esitevastuuta koskeviin oikeudenkäynteihin Pohjoismaissa.

Ks. myös Toiviainen 2005 s. 570–571, joka ei pidä tyydyttävänä AML:n esitevastuuta koskevan sääntelyn nykytilaa mm. sen epäselvyyden ja hajanaisuuden vuoksi.

[3] AML 8 luvussa oli tuolloin erillinen arvopaperimarkkinarikoksia sekä arvopaperimarkkinarikkomuksia koskeva rangaistussäännös. Arvopaperimarkkinarikoksia koskeneessa säännöksessä rangaistavaksi oli säädetty eräät liikkeeseenlaskijoiden ensimarkkinoilla noudatettavat tiedonantovelvollisuudet kun taas jälkimarkkinoilla noudatettavat tiedonantovelvollisuudet oli kriminalisoitu arvopaperimarkkinarikkomuksina.

Tiedottamisrikossäännöksellä suojeltavan oikeushyvän voidaan katsoa kohdistuvan viime kädessä sijoittajien omaisuuden suojaan. Tiedottamisrikosten rangaistavuus ei kuitenkaan edellytä konkreettisen taloudellisen vahingon aiheutumista.[4] Rangaistavuudelta ei edellytetä, että joku olisi virheellisten tietojen vuoksi tosiasiassa erehtynyt ja kärsinyt taloudellista vahinkoa tai edes, että erehdyttämisyritys olisi kohdistunut joihinkin yksilöitäviin henkilöihin.[5] Arvopaperimarkkinoilla ilmenevät tiedottamisrikokset voidaan siten rinnastaa ns. vaarantamisrikoksiin, joissa rangaistavuus on yleisesti sidottu siihen, oliko kyseinen menettely omiaan (ex ante) aiheuttamaan sellaisen vaaran, jota rikosoikeudellisilla säännöksillä on haluttu suojata.[6]

Tiedottamisrikoksen osalta ei ole säädetty erillistä kvalifioitua tekomuotoa. Tapauksissa, joissa totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisella tosiasiassa aiheutettaisiin laajamittaista taloudellista vahinkoa tai kyseisten tietojen antaminen olisi omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta markkinoiden toimintaan, voisi menettely tiedottamisrikoksen ohella tulla arvioitavaksi myös törkeänä kurssin vääristämisenä.[7] Tällöin kyseisten tietojen antamisella olisi kuitenkin nimenomaisesti tullut pyrkiä sekä vääristämään arvopaperin kurssia että sitä hyväksikäyttäen hankkimaan taloudellista hyötyä.[8] Törkeää kurssin vääristämistä koskevan säännöksen soveltuvuutta törkeimpiin tiedottamisrikoksiin puuttumiseksi voidaan kuitenkin pitää osin ongelmallisena. Kurssin vääristämistarkoituksen lisäksi voi etenkin laajamittaisen taloudellisen vahingon ai-

---

[4] Myöskään Ruotsissa sikäläisen tiedottamisrikossäännöksen (swindle, brottsbalken 9:9) edellytyksenä ei ole tosiasiallisen vahingon syntyminen, vaan ainoastaan se, että menettely on aiheuttanut vahinkoriskin. Ks. esim. Samuelsson 1991 s. 197 ss. ja s. 341.

[5] Toisin kuin sisäpiirintiedon väärinkäytön ja kurssin vääristämisen osalta, tiedottamisrikoksen rangaistavuuden edellytyksenä ei toisaalta myöskään ole hyötymistarkoitusta.

[6] Tiedottamisrikoksia voidaan luonnehtia lähinnä ns. abstraktisiksi vaarantamisrikoksiksi. Olennaisen tiedon antamatta jättäminen tai sen antaminen olennaisen virheellisenä on omiaan aiheuttamaan vaaran sijoittajien omaisuuden menetykselle, koska tällöin sijoituspäätös ei ole rationaalinen. Ks. yleisesti abstraktisista vaarantamisrikoksista esim. Frände 2005 s. 89–92.

Vrt. toisin kirjanpitorikosten osalta, joiden täyttyminen edellyttää erityisen (abstraktin) seurauksen ilmenemistä. Kirjanpitorikossäännös (RL 30:9) edellyttää, että tunnusmerkistössä mainittu teko tai laiminlyönti vaikeuttaa oikean ja riittävän kuvan saamista kirjanpitovelvollisen toiminnan tuloksesta tai taloudellisesta asemasta.

Rikosoikeudellisesti tiedottamisrikokset voidaan myös luokitella joko tekorikoksiin tai laiminlyöntirikoksiin. Esimerkkinä ensin mainitusta voidaan mainita totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen emission yhteydessä. Sen sijaan esimerkiksi tulosvaroituksen julkistamatta jättämistä tai sen julkistamista liian myöhään voidaan pitää esimerkkinä (varsinaisesta) laiminlyöntirikoksesta.

[7] Esimerkkinä tällaisesta tilanteesta on lain perusteluissa HE 254/1998 s. 33 mainittu se, että tiedonantovelvollisuuden täyttäminen tapahtuisi tiedottamisen luotettavuutta korostavalla tavalla.

[8] Tällainen tilanne voisi esimerkiksi olla se, että yhtiön johto antaisi markkinoille perusteettoman myönteisiä lausuntoja yhtiön tuloksesta tai tulevaisuudennäkymistä ja tämän jälkeen myisi yhtiön osakkeita.

heutumisen toteennäyttäminen olla käytännössä huomattavan vaikeaa. Törkeimmille tiedottamisrikoksille tulisi luoda oma tunnusmerkistö, jonka edellytyksenä olisi tahallisuus mutta ilman nimenomaista kurssin vääristämistarkoitusta. Lisäedellytyksenä tulisi olla esimerkiksi joko huomattavan hyödyn tavoittelu tai markkinoiden toiminnan luotettavuuden huomattava heikkeneminen.

6.2 TUNNUSMERKISTÖ

RL 51:5 (1.4.1999/475)
Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos
Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta
1) arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeinotoiminnassa antaa arvopaperiin liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai
2) jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki (495/1989) 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.

Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikossäännös kriminalisoi lähtökohtaisesti kaksi tiedottamiseen liittyvää menettelyä. Säännöksen ensimmäisessä kohdassa on säädetty rangaistavaksi totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeinotoiminnassa. Kyseinen kohta tulee pääasiassa sovellettavaksi markkinoitaessa liikkeeseen laskettavia arvopapereita ensimarkkinoilla.[9] Säännöstä voidaan kuitenkin soveltaa sekä ensi- että jälkimarkkinoilla myös sijoitus-

[9] Kyseinen säännös voi kuitenkin tulla sovellettavaksi myös jälkimarkkinoilla, mikäli jokin taho markkinoi jo kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön arvopapereita. Tällöin tosin voi tulla sovellettavaksi myös tunnusmerkistön toinen kohta.

Ks. myös Hoppu s. 155 ja 161, jonka mukaan AML 2:1:ää tulee soveltaa listayhtiön markkinointitoimiin myös emissio- ja osakemyyntitilanteiden ulkopuolella. Hopun mukaan sijoittajien suojan tarve voi tällöin olla jopa suurempi, koska emissioista ja osakemyynneistä on pitkälle menevää erikoissääntelyä AML:ssa.

Säännöksessä tarkoitettu arvopaperien hankkiminen voi myös tapahtua sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. Arvopaperien hankkimiseen liittyvät tilanteet on niiden vähäisemmän käytännön merkityksellisyyden vuoksi jätetty tässä tutkimuksessa vähemmälle huomiolle. Arvopaperien markkinoinnin osalta esitettyjä tulkintoja ja periaatteita voidaan kuitenkin soveltuvin osin soveltaa myös arvopaperien hankkimiseen liittyvissä tilanteissa.

rahasto-osuuksien, warranttien, OptioKL:n mukaisten vakioitujen optioiden ja termiinien sekä näihin RL 51:6.3:n mukaisesti rinnastettavien johdannaissopimusten markkinointiin. Tiedottamisrikossäännöstä voidaan osin soveltaa myös yksityisten osakeyhtiöiden arvopapereihin.[10]

Tiedottamisrikoksen toisessa kohdassa on kriminalisoitu AML:ssa säädettyjen tiedonantovelvollisuuksien rikkominen. AML sisältää useita tiedonantovelvollisuuksia, joiden rikkominen saattaa täyttää tiedottamisrikossäännöksen toisen kohdan mukaisen tunnusmerkistön. Pääasiassa tiedottamisrikossäännöksessä tarkoitetut tiedonantovelvollisuudet koskevat liikkeeseenlaskijoiden noudatettavaksi asetettuja velvollisuuksia sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. Keskeisimmät velvoitteet sisältyvät lain 2 ja 6 lukuihin. AML:n 6 luvun säännökset julkisista ostotarjouksista ja lunastusvelvollisuudesta on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle.[11]

AML 2:1–4:t koskevat arvopaperien markkinointia, liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta sen hakiessa arvopaperin ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi sekä arvopaperien tarjoajan tiedonantovelvollisuutta. AML 2:1 on markkinointia koskeva yleislauseke, joka kattaa kaikki arvopaperien liikkeeseenlaskuun, tarjoamiseen ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät tilanteet sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. AML 2:2 puolestaan asettaa liikkeeseenlaskijalle ja arvopaperien tarjoajalle positiivisen tiedonantovelvollisuuden emission ja tarjouksen yhteydessä, ja näin ollen täydentää AML 2:1:n yleistä markkinointisäännöstä.[12] Säännöksen soveltamisalaa laajennettiin esitedirektiivin implementoimiseksi tehdyssä lakiuudistuksessa (448/2005) koskemaan liikkeeseenlaskun lisäksi myös arvopaperien muuta tarjoamista sekä julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakemista. Nykyinen säännös kattaa siten myös arvopaperien myyntitilanteet.[13] AML 2:3 ja 3a:t velvoittavat puolestaan arvopapereita yleisölle tarjoavaa sekä arvopaperia julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakevaa laatimaan ja julkistamaan esitteen. Säännökset sisältävät myös määräyksiä esitteessä jaettavan informaation vähimmäissisällöstä.

---

[10] Tiedottamisrikossäännös koskee lähtökohtaisesti kaikkia AML:n soveltamisalaan kuuluvia arvopapereita. AML:n soveltamisalaan kuuluvat arvopaperit on määritelty AML 1:2.1 momentissa, johon RL 51:6.1 momentissa viitataan. AML 2 luvussa säädetyt tiedonantovelvollisuudet kuitenkin rajoittavat – AML 2:1–4:iä lukuun ottamatta – tiedottamisrikossäännöksen soveltamisalan julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin.

[11] Ks. AML 6 lukua käsitelleistä tutkimuksista erityisesti Sillanpää 1994, Timonen 1997 ja Kaisanlahti 1999. Ks. aiheesta myös Karjalainen – Parkkonen s. 277–330.

[12] Ks. myös Astola s. 75, Rapakko s. 189–192, Huhtamäki 1993b s. 71 ss. ja Hidén s. 52–64.

[13] Säännöksen perusteluissa HE 38/2005 s. 28 tiedonantovelvollisuus katsottiin tarpeelliseksi esimerkiksi tapauksessa, jossa esitettä ei tarvitse arvopaperien tarjoamisvaiheen yhteydessä tehdä.

Loput AML 2 luvun säännöksistä koskevat jälkimarkkinoita. AML 2:5–6a:issä on säädetty liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. AML 2:7–10a:issä on asetettu sekä liikkeeseenlaskijalle että osakkeenomistajalle jatkuvia tiedonantovelvollisuuksia. Tiedottamisrikos voi periaatteessa soveltua myös AML 4 luvussa säädettyihin arvopaperinvälittäjiä ja meklareita sekä 5 luvun sisäpiirin omistusta koskeviin ilmoittamisvelvoitteisiin. Näissä yhteyksissä tiedoilla voi kuitenkin vain harvoin olla rangaistussäännöksessä edellytetty olennaisuudenvaikutus.[14]

Vähäisemmät tiedonantovelvollisuuden rikkomiset olivat ennen MAD:a seurannutta lakiuudistusta säädetty arvopaperimarkkinarikkomuksina rangaistaviksi (AML 8:3). Uudistuksen yhteydessä merkittävä osa kyseisistä rikkomussäännöksistä kuitenkin dekriminalisoitiin ja ne korvattiin RataL:n hallinnollisilla seuraamuksilla. Mikäli tiedottamisrikosta koskevan rangaistussäännöksen edellyttämä tahallisuus tai törkeä huolimattomuus ei täyty, voi tekoon tai laiminlyöntiin tulla nykyisin sovellettavaksi Ratan käytössä oleva julkinen huomautus taikka varoitus tai markkinaoikeuden Ratan esityksestä määräämä seuraamusmaksu.

Seuraavassa tarkastelun kohteeksi otetaan ensin arvopaperien markkinointi (6.3), jonka jälkeen arvioidaan liikkeeseenlaskijan ja arvopaperien tarjoajan tiedonantovelvollisuutta ensimarkkinoilla (6.4). Tämän jälkeen arvioidaan liikkeeseenlaskijan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta jälkimarkkinoilla (6.5). Lopuksi käsitellään tiedottamisrikosten tekijäpiiriä, vastuun kohdentamista sekä syyksiluettavuudelle asetettavia vaatimuksia (6.6–6.7).

6.3 ARVOPAPERIEN MARKKINOINTI

6.3.1 Markkinoinnin käsite

RL 51:5.1,1:
Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta
arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeinotoiminnassa antaa arvopaperiin liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai…
…on tuomittava arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi. [15]

---

[14] HE 254/1998 s. 15 ja 31–32.

[15] Vaikka tunnusmerkistössä ei viitatakaan AML:ssa säädettyyn markkinoinnin yleislausekkeeseen, tulee myös sen perusteista hakea tulkintaa tiedottamisrikossäännöksen 1 kohdan soveltamiselle. AML 2:1.1 momentin mukaan: ”*Arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä*.”

Tiedottamisrikoksena on tunnusmerkistön mukaan rangaistavaa totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antaminen arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeinotoiminnassa.[16] Arvopaperien *markkinoinnilla* tarkoitetaan kaikkea toimintaa ja sen yhteydessä annettavaa informaatiota, jonka tarkoituksena on edistää kyseisten arvopaperien myyntiä.[17] Arvopaperien *ammattimaisella* markkinoinnilla tarkoitetaan puolestaan jatkuvaa yrittäjäriskin sisältävää toimintaa, joka tähtää taloudelliseen tulokseen.[18] Ammattimaisesta markkinoinnista voi yhtä hyvin olla kyse liikkeeseenlaskijan harjoittamassa arvopaperien markkinoinnissa kuin arvopaperisijoittamista harjoittavien yhteisöjen ja yksityisten henkilöidenkin säännöllisesti harjoittamassa arvopaperien ostamiseen ja myyntiin liittyvässä toiminnassa.[19] Lain suhteellisen yleispiirteisiä perusteluja on osin täydennetty toteamalla ammattimaisella markkinoinnilla tarkoitettavan samaa kuin RL:n markkinointirikossäännöksessä (RL 30:1), jonka perusteluista voidaan saada tarkennusta säännöksen soveltamiselle.[20] Arvopaperien hankkimista ei perusteluissa ole tarkemmin kuvattu. Esimerkkinä on ainoastaan mainittu tilanne, jossa yhtiön osake-enemmistöä havitteleva taho kääntyy potentiaalisten myyjien puoleen tehden totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa informaatiota sisältäviä ostotarjouksia.[21] Hankinnan käsitettä voidaan kuitenkin markkinoinnin käsitteen mukaisesti tulkita laajasti.[22]

Yksityiskohtaisemmin tarkasteltuna arvopaperien markkinointiin voidaan katsoa sisältyvän sekä yksittäisessä kaupantekotilaisuudessa tapahtuvan tietojen antamisen että yleisö- ja suoramainonnan.[23] Markkinointina voidaan pitää myös

---

[16] Tiedottamisrikoksena ei siten ole rangaistavaa AML 2:1:n yleislausekkeessa mainitun hyvän tavan vastaisen tai muuten sopimattoman menettelyn käyttäminen arvopaperien markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeinotoiminnassa. Kyseisen kiellon vastainen menettely oli aiemmin rangaistavaa arvopaperimarkkinarikkomuksena AML 8:3:n nojalla muuta MAD:n implementoinnin yhteydessä kyseinen säännös dekriminalisoitiin. Nykyisin kyseisen kiellon vastainen menettely voi tulla arvioitavaksi RataL:n julkisen huomautuksen ja varoituksen alaisuudessa.

[17] Markkinoinnin käsitteeseen liittyy se, että sillä tulee olla kaupallinen tarkoitus. Hopun mukaan arvopaperien markkinoinniksi katsotaan kaikki sellainen toiminta, joka suoraan tai välillisesti edistää arvopaperien vaihdantaa. Hoppu s. 94–95, 162 ja 363.

[18] Elinkeinotoiminta voi olla joko luonnollisen tai oikeushenkilön harjoittamaa taloudellista toimintaa. Tilapäinen ja satunnainen taloudellinen toiminta voi myös olla elinkeinotoimintaa. Ks. HE 157/1988 s. 24–25 ja HE 254/1998 s. 31.

[19] HE 254/1998 s. 31. Perusteluissa yksityisen osakkeenomistajan satunnaisen ilmoituksen omien osakkeidensa myymiseksi ei sen sijaan ole katsottu olevan ammattimaista markkinointia.

[20] HE 254/1998 s. 31.

[21] Ks. HE 157/1988 s. 25, jossa henkilöstöantien kohdalla on todettu aiheutuneen kyseisen kaltaisia menettelytapoja.

[22] Ks. myös Hoppu s. 110, jonka mukaan taloudellisessa toiminnassa hankinnan voidaan katsoa tarkoittavan hankintaprosessia laajemmin kuin pelkkää ostotapahtumaa.

[23] HE 157/1988 s. 25. RL:n markkinointirikossäännöksen perustelujen (HE 66/1988) mukaan hyödykettä koskevien harhaanjohtavien tietojen antamiseen tilanteessa, joka tapahtuu myyjän ja ostajan välisessä kahdenkeskisessä neuvottelussa sovelletaan kuitenkin useimmiten petosrikoksia koskevia säännöksiä.

eri kohderyhmille järjestettyjä menekinedistämistilaisuuksia (*road show*). Ratan ohjeessa arvopaperien markkinointi on määritelty kaikeksi sellaiseksi toiminnaksi, jonka tarkoituksena on tarjota arvopapereita ja edistää niiden tarjoamista. Tarjoamisen edistämiseksi katsotaan esimerkiksi mainonta tiedotusvälineissä sekä liikkeeseenlaskijoiden esittely arvopaperin markkinoinnin yhteydessä. Markkinointia on myös esimerkiksi omaan asiakaskuntaan, yksittäiseen asiakkaaseen tai tiettyyn kohderyhmään suunnattu toiminta arvopapereiden myynnin edistämiseksi. Tämän lisäksi markkinoinnissa käytetyt haastattelut sekä henkilöiden mielipiteet ja kommentit katsotaan ohjeessa markkinointimateriaaliksi.[24]

Jossain määrin ongelmallista on sen sijaan sen arvioiminen, voidaanko arvopaperien markkinointina pitää erilaisia sijoitustutkimuksia ja -analyyseja. Esimerkiksi arvopaperiemissioiden ja -myyntien yhteydessä liikkeeseenlaskijasta voidaan julkaista sijoitustutkimuksia, joiden tarkoituksena on – ainakin osin – edistää kyseisten arvopaperien merkintää tai myyntiä. Kyseisten analyysien lukemisen annin markkinoinniksi voidaan katsoa olevan perusteltua erityisesti niissä tilanteissa, joissa emission järjestäjänä toimivan sijoituspalveluyrityksen tai pankin analyysiosasto julkaisee kyseisen analyysin tai tutkimuksen. Sijoitusanalyysin tekijän ollessa sama taho kuin liikkeeseenlaskun järjestäjä tai sen lähipiiriin kuuluva, voidaan sijoitustutkimuksen pääasiallisen tavoitteen mieltää olevan nimenomaan edistää kyseisten arvopaperien myyntiä. Markkinoinniksi voidaan myös katsoa sijoituspalveluyritysten muutoin kuin liikkeeseenlaskun yhteydessä laatimia analyyseja, mikäli niiden tarkoituksena voidaan katsoa olevan tietyn arvopaperin myynnin edistäminen, esimerkiksi antamalla niissä suoraan tai välillisesti ostosuositus.[25]

6.3.2 Totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus

Markkinointisäännöksen tarkoituksena on estää sijoittajia tekemästä sijoituspäätöksiään epäasiallisen markkinoinnin yhteydessä annetun informaation perus-

---

[24] Ratan ohje 201.2 kohta 3.1. Ohjetta ei kuitenkaan sovelleta markkinointiin, joka on suunnattu vain ammattimaisille sijoittajille.

Ks. myös Hoppu, jonka mukaan markkinoinniksi voidaan katsoa asiakas- ja henkilöstölehdet, lehtikirjoitukset ja haastattelut. Arvopaperien markkinointi voidaan Hopun mukaan toteuttaa myös yritysvierailujen, puhelinkonferenssien sekä henkilökohtaisten tapaamisten yhteydessä. Hoppu s. 94–95 ja 162.

[25] Ks. myös Hoppu s. 146 ja 152, jonka mukaan AML:n markkinointisäännös soveltuu myös tilanteeseen, jossa sijoituspalveluyritykset tarjoavat asiakkailleen tietoa yksittäisistä arvopapereista ja suosituksia arvopaperien ostoista ja myynneistä. Sijoituspalveluyritysten analyysit voidaan Hopun mukaan katsoa arvopaperien myyntiä edistäväksi markkinoinniksi myös silloin, kun analyysin tuottavan yrityksen kanssa samaan etupiiriin kuuluva sijoituspalveluyritys myy, ostaa tai välittää analysoitavan yrityksen liikkeeseen laskemia arvopapereita.

teella.[26] Arvopaperimarkkinoilla toimiville liikkeeseenlaskijoille kuuluvaa oikeutta markkinoida liikkeeseen laskemiaan arvopapereita on katsottu tarpeelliseksi laissa verrattain jyrkästi rajata. Arvopaperin markkinointi ei saa olla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa. Tätä voidaan pitää perusteltuna markkinoinnin yksinomaisen kaupallisen tarkoituksen vuoksi. Markkinoinnin kaupallisen luonteen vuoksi voidaan markkinoinnin jo luonnostaan katsoa helposti johtavan harhaanjohtavan informaation antamiseen. Tiedonantovelvollisuudesta poiketen markkinoinnin yksinomaisena päämääränä on edistää markkinoitavien arvopaperin myyntiä, eikä markkinoinnin käsitteeseen kuulu sanan normaalimerkityksessä epäedullisten seikkojen, kuten esimerkiksi arvopaperiin tai sen liikkeeseenlaskijaan liittyvien riskien esiin tuominen. Vaikka arvopaperien markkinoinnin yhteydessä kyseessä on arvopaperien myynnin edistäminen, tulee siinäkin tarkoituksessa annettujen tietojen olla objektiivisesti arvioituna totta, eivätkä ne myöskään saa antaa harhaanjohtavaa vaikutelmaa. Säännöksellä ei kuitenkaan ole tarkoitettu kriminalisoida arvopaperien myynnin edistämiseksi katsottavaa normaalia markkinointia, ellei se ole omiaan johdattamaan sijoittajia harhaan.[27]

---

[26] Totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan markkinoinnin kielto vastaa pitkälti kuluttajansuojalain vastaavaa markkinoinnin kieltoa (KSL 2:2), jonka tulkinnasta voidaan saada johtoa myös AML:n markkinointisäännöksen soveltamiselle. Arvopaperien markkinointiin voi AML:n markkinointisäännöksen ohella tulla sovellettavaksi myös KSL:n markkinointisäännös. Kyseisten lakien tavoitteet eivät kyseisten säännösten osalta myöskään poikkea toisistaan merkittävästi, sillä AML:n markkinointisäännöksen tarkoituksena on suojata sijoittajien ja KSL:n markkinointisäännöksen puolestaan kuluttajien päätäntärationaliteettia. Kuluttaja-asiamiehen toimivaltaan kuuluu myös arvopaperien markkinoinnin valvonta. AML 7:1.5:n mukaan: ”Jos Rahoitustarkastus havaitsee, että arvopaperin markkinoinnissa on menetelty tavalla, jonka voidaan olettaa olevan vastoin kuluttajansuojalakia (38/78), sen on ilmoitettava asiasta kuluttaja-asiamiehelle. Ennen kuin Rahoitustarkastus saattaa tällaisen asian markkinaoikeuden käsiteltäväksi, sen on pyydettävä kuluttaja-asiamieheltä lausunto.” Kuluttajaoikeudellisten näkökohtien merkityksen kasvua arvopaperimarkkinoilla voidaan katsoa puoltavan sen, että arvopaperimarkkinoilla toimii yhä enemmän tavallisia kotitalouksia, joiden säästämismuotona arvopaperisijoittaminen on saanut yhä keskeisemmän merkityksen. Ks. KSL:n soveltamisesta arvopaperimarkkinoilla ilmeneviin oikeussuhteisiin Rudanko 1998 s. 65–66 sekä AML:n ja KSL:n keskinäisestä suhteesta Hoppu s. 132–134. Ks. myös Hidén s. 66–67 ja Toiviainen 2005 s. 566.

[27] Ks. myös RL:n markkinointirikossäännöksen (RL 30:1) perustelut HE 66/1988 s. 80, joiden mukaan markkinoinnin olemukseen kuuluu, että siinä käytetään värikkäitä ja jopa kehuvia ilmaisuja. Säännöksellä ei perustelujen mukaan ole kuitenkaan tarkoitettu kriminalisoida niin sanottua kauppiaallista kehumista, ellei tämä kehuminen ole selvästi omiaan johtamaan harhaan.

Ks. myös Hoppu s. 246–253, jonka mukaan markkinointiin sisältyvästä totuudellisuusvaatimuksesta on ajoittain poikettu nk. kaupallisen kehumisen yhteydessä. Näin erityisesti tilanteissa, joissa markkinoinnin kohderyhmä ymmärtää kyseessä olevan ylisanojen käytön tai muun kaupallisen kehumisen. Hopun mukaan sijoitustuotteita markkinoitaessa on kaupalliseen kehumiseen ja ylisanojen käyttöön kuitenkin suhtauduttava pidättyvästi. Esimerkiksi subjektiivisten arvostelmien esittämiseen sijoitustuotteiden markkinoinnissa tulee suhtautua pidättyvästi.

Ks. myös Huovinen s. 224, jossa kauppiaallista kehumista katsotaan luonnehditun sellaisiksi subjektiivisiksi arvioinneiksi, joita ei sen paremmin pystytä esittämään oikeaksi kuin vääräksikään. Kauppiaallisena kehumisena on yleensä pidetty ylenmääräisiä ja lähtökohtaisesti epäuskot-

Totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan tiedon käsitteille voidaan hakea tarkempaa sisältöä jo edellä käsiteltyjen kurssin vääristämistarkoituksessa annettujen totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen perusteluista.[28] Totuudenvastaisuudella tarkoitetaan vääriä tietoja, joiden todenperäisyys voidaan tarkistaa. Totuudenvastaisen tiedon antamisella tarkoitetaan jonkin liikkeeseenlaskijaa, arvopaperia tai markkinointia koskevan seikan selostamista virheellisellä tai vääristävällä tavalla.[29] Tieto voi siten koskea arvopaperia, sen ehtoja tai ominaisuuksia sekä esimerkiksi liikkeeseenlaskijayhtiön taloudelliseen tilaan vaikuttavia olosuhteita. Tiedon totuudenvastaisuus arvioidaan luonnollisesti aina objektiivisesta näkökulmasta.[30] Tietojen oikeellisuutta on myös arvioitava tietojen julkistamishetken ajankohtana vallinneen tilanteen näkökulmasta, eikä *ex post* -ajankohdan mukaan.[31]

Tietojen harhaanjohtavuus voi puolestaan ilmetä useilla eri tavoilla.[32] Harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se on puutteellisuutensa, esittämistapansa tai -muotonsa takia omiaan antamaan vastaanottajalle virheellisen käsityksen.[33] Harhaanjohtavissa tiedoissa voi olla kyse esimerkiksi epäolennaisten seikkojen liiallisesta korostamisesta tai olennaisista seikoista vaikenemisesta. Harhaanjohtavuutta on myös markkinoinnin kohderyhmän johdattaminen muodostamaan väärä käsitys tietyn seikan merkityksestä.[34] Rikoslain markkinointirikossäännöksen (RL 30:1) perusteluissa pidetään hylättävinä lausumia tai esityksiä, jotka suoranaisesti tai epäsuorasti salailevina, moniselitteisinä tai liioittelevina ovat omiaan johtamaan harhaan. Moniselitteistä mainosta voidaan pitää harhaanjohtavana, jos yksikin niistä tavoista, joilla se kohderyhmän keskuudessa voidaan ymmärtää, on paikkansapitämätön. Markkinoinnin kohde voidaan myös johdattaa sellaisiin päätelmiin, jotka luovat kokonaan vääriä mielikuvia.[35]

---

tavia väitteitä, joista muut havaitsevat heti, että ne on tarkoitettu eräänlaisiksi subjektiivisiksi arvoasetelmiksi. Huovisen mukaan kauppiaalliseen kehumiseen ei kuitenkaan voida rinnastaa yletöntä pörssitiedottamisen määrää tai vastaavasti kehumista, jonka tarkoituksena voidaan katsoa olevan ylioptimistisen mielikuvan luominen.

28 Ks. HE 254/1998 s. 28–29 ja 31 ja luvussa 5.2.3.2 esitettyä.

29 HE 157/1988 s. 25.

30 Rata 201.2 kohta 2.1.

31 Ks. vastaavasti Huovinen s. 227.

32 Harhaanjohtavuuden käsitettä on tarkennettu Ratan antamassa ohjeessa arvopaperien markkinoinnissa noudatettavista menettelytavoista. Ohjeessa on annettu menettelyohjeita muun muassa markkinoinnissa käytettävistä tehoilmaisuista, aikasarjavertailuista, riskiarvioinneista ja arpajaisten sekä kylkiäisten käytöstä. Ks. Ratan ohje 201.2 kohdat 2–4.

33 HE 157/1988 s. 25 ja HE 318/1992 s. 40–41.

34 Ks. HE 318/1992 s. 41 ja HE 254/1998 s. 28–29, jossa esimerkkinä harhaanjohtamisesta on mainittu jonkin keksinnön merkityksen ja siitä odotettavissa olevien hyödyntämismahdollisuuksien kuvaaminen selvästi liioittelevalla tavalla ja siitä seikasta vaikeneminen, että keksinnön tuottama hyöty ja sen mukanaan tuoma arvopaperin arvon nousu on odotettavissa vasta usean vuoden kuluttua tai edellyttää vielä lisätutkimuksia.

35 Ks. HE 66/1988 s. 80 ja Hoppu s. 202.

Tieto voi olla myös harhaanjohtavaa, mikäli se ei ole riittävän selkeää ja täsmällistä. Kyse voi olla myös siitä, kuinka täydellisenä yrityksen julkaisemaa informaatiota voidaan pitää. Markkinoinnin yhteydessä esimerkiksi esitteestä tai muusta materiaalista saatavalla kokonaiskuvalla arvopaperin arvoon ja hintaan vaikuttavista seikoista on korostetumpi merkitys kuin muussa tiedottamisessa, jossa voi olla kysymys vain yksittäisen tapahtuman julkistamisesta.[36] Esite voi kokonaisuudessaan antaa harhaanjohtavan vaikutelman ilman, että se sisältäisi yksittäisiä virheellisiä tietoja.[37] Arvopaperien markkinoinnissa annettavien tietojen on oltava myös johdonmukaisia suhteessa esitteessä annettaviin tietoihin. Markkinointiviestinnässä ei voida myöskään jättää kertomatta esimerkiksi olennaisia riskitekijöitä, jotka kuvataan esitteessä. Markkinointiviestinnässä on keskityttävä myös esitteessä annettaviin olennaisiin ja riittäviin tietoihin, joiden perusteella sijoittajat voivat muodostaa perustellun arvion markkinoinnin kohteena olevasta arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta.[38]

Tietojen harhaanjohtavuutta arvioitaessa merkitystä voi myös olla sillä, kuka kyseisen tiedon on antanut ja kuinka luotettavana sijoittajat voivat kyseistä tietoa pitää. Harhaanjohtavan tiedon edellytykset voivat täyttyä helpommin esimerkiksi silloin, kun kyseisen tiedon antajana on liikkeeseenlaskijan ylimpään johtoon kuuluva henkilö, jonka vuoksi sijoittajilla on kyseisen henkilön aseman perusteella erityinen syy luottaa annettujen tietojen luotettavuuteen ja asianmukaisuuteen. Esimerkiksi yhtiön johtoon kuuluvien henkilöiden esittämät arvostelmat tai mielipiteet emission markkinoinnin yhteydessä voivat olla laissa tarkoitetulla tavalla harhaanjohtavia siitä huolimatta, että tällaisista lausumista olisi selvästi pääteltävissä, että kyseessä on ainoastaan kyseisen henkilön subjektiivinen mielipide. Edellytyksenä on se, että kyseiset lausumat harhaanjohtavina voivat vaikuttaa markkinoinnin kohderyhmän sijoituspäätökseen.[39]

---

[36] HE 254/1998 s. 31. Ks. myös Hoppu s. 365–366, jonka mukaan mainonnan lainmukaisuusarviointi on kolmivaiheista. Ensinnäkin kohderyhmän tulee saada oikea käsitys mainoksesta siihen pikaisesti tutustumalla. Toiseksi mainonnan on oltava totuudenmukaista myös silloin, kun kohderyhmä tutustuu siihen tarkemmin. Kolmanneksi markkinoinnin lainmukaisuutta arvioidaan samanaikaisesti käynnissä olevan mainoskampanjan eri osista kohderyhmälle muodostuvan kokonaiskäsityksen nojalla. Mainonta ei miltään osin saa olla totuudellisuusvaatimuksen vastaista, mutta kaikkia tietoja ei tarvitse antaa joka mainoksessa.

Ks. myös Hidén s. 64, jonka mukaan keskeistä on kiinnittää huomiota markkinointiin kokonaisuutena.

[37] Ks. af Sandeberg 2001 s. 93. Ks. myös EsiteD 5.2(d) art. sekä VM asetus 452/2005 2:6 §, joissa korostetaan kokonaisarvioinnin merkitystä.

[38] Ks. HE 38/2005 s. 29.

[39] Ks. petossäännöksen osalta Tapani 2004 s. 179–180, jonka mukaan tekijän ilmaistessa pelkän mielipiteen, esittäessä arvostelman tai käyttäessä markkinoinnissa ylisanoja, ei häntä tavallisesti voida tuomita petoksesta. Tällainen väite voi kuitenkin muodostaa päätöksenteon perustan, jos väite sisältää *objektiivisin kriteerein arvioitavan tosiasiaytimen.* Tapanin mukaan rikosoikeustutkijat ovat hyväksyneet tulkinnan, jonka mukaan arvostelmat voidaankin eräissä tilanteissa rinnastaa

Toisin kuin totuudenvastaisen tiedon kohdalla, jossa arviointi suoritetaan aina objektiivisesta näkökulmasta, korostuu tietojen harhaanjohtavuutta arvioitaessa subjektiivinen näkökulma. Tietojen harhaanjohtavuutta arvioidaan markkinoinnin kohderyhmän eli sijoituspäätöstä tekevän henkilön näkökulmasta.[40] Markkinointia on arvioitava rikosoikeudellisesti sen mukaan, mikä vaikutus sillä on kohderyhmänsä eli markkinoinnin kohteena olevien sijoittajien keskivertoedustajaan. Tiedon esitystapaa ja sen informaatiosisältöä tulee siten arvioida ankarammin, jos arvopaperia markkinoidaan suurelle yleisölle kuin jos sitä markkinoidaan pelkästään ammattimaisille sijoittajille. Suurelle yleisölle kohdistettu markkinointi voi siten olla harhaanjohtavaa silloinkin, kun vastaavien tietojen antaminen arvopaperimarkkinoiden asiantuntijoille kohdistetussa markkinoinnissa ei sitä välttämättä olisi.[41]

Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen rangaistavuuden edellytyksenä ei ole se, että joku olisi virheellisten tietojen vuoksi tosiasiassa erehtynyt ja kärsinyt taloudellista vahinkoa tai edes, että erehdyttämisyritys olisi kohdistunut joihinkin yksilöitäviin henkilöihin.[42] Tiedottamisrikossäännös ei

---

tosiasioihin. Kyse on tilanteesta, jossa tekijällä on tietyltä alalta erikoistietoa, eikä uhri pysty tarkistamaan tai arvioimaan erehdyttäjän esittämän väitteen todenperäisyyttä.

Hopun s. 203 mukaan silloin, kun mainoksessa käytetään asiantuntijoiden vakuuttelua tai yksityishenkilöiden kertomuksia, tulee näiden väitteiden olla objektiivisesti tosia. Riittävää ei ole, että mainoksessa esiintyvä henkilö on asiasta esittämäänsä mieltä.

[40] Ks. HE 157/1988 s. 25 ja Rata 201.2 kohta 2.1. Myös kuluttajaoikeudessa tietojen harhaanjohtavuutta arvioidaan markkinoinnin kohderyhmästä käsin. Ks. esim. Wilhelmsson s. 115.

Ks. HE 66/1988 s. 79 ja HE 254/1998 s. 31, jossa todetaan RL:n markkinointirikossäännöksen (30:1) perusteluista saatavan johtoa myös arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen ensimmäisen kohdan soveltamiselle.

Ks. myös Hoppu s. 174–175 ja 202, jonka mukaan markkinoinnin lainmukaisuutta arvioitaessa on lähtökohtana se, mitä reaktioita ja vaikutuksia markkinoinnin voidaan ajatella herättävän asiakkaissa, joihin se kohdistuu. Hopun mukaan MT:n ratkaisukäytännössä huomio on kiinnitetty siihen, millaisen käsityksen mainonta synnyttää mainoksen kohderyhmässä.

[41] Ks. HE 157/1988 s. 25, Astola s. 74, Huhtamäki 1993b s. 77–78 ja Häyrynen 1999 s. 23 ja Sillanpää 2003 s. 144.

Ks. myös RL:n markkinointirikossäännöksen (RL 30:1) perustelut HE 66/1988 s. 80, joiden mukaan tilanteessa, jossa markkinoinnin kohderyhmiä on useita, olisi riittävää, että markkinoinnissa annettuja tietoja voidaan pitää merkityksellisinä yhdenkin ryhmän kannalta.

Ks. myös Hoppu s. 186, jonka mukaan MT:n ratkaisuperiaatteena on ollut, että markkinoinnin kohdistuessa ammattilaisiin markkinointia voidaan arvioida normaalia lievemmän mittapuun mukaan.

[42] HE 254/1998 s. 33 ja HE 66/1988 s. 81.

Vastaavasti KSL:n markkinointilausekkeen soveltaminen ei edellytä, että markkinointitoimen voidaan osoittaa aiheuttaneen konkreettista haittaa tai vahinkoa joillekin kuluttajille. Riittävää on, että tämä on tilannetta objektiivisesti arvioiden ollut mahdollista. Ks. Hoppu s. 124.

Lähtökohtaisesti tiedottamisrikos sekä rikoslain petosrikos voivat joissakin tapauksissa täyttyä myös samalla teolla. Petossäännöksen soveltaminen arvopaperimarkkinoilla ilmeneviin tiedonantovelvoitteiden rikkomisiin on käytännössä kuitenkin huomattavasti vaikeampaa. Petosrikoksen täyttymiseltä edellytetään tietyn yksilöitävän henkilöpiirin määrittelemistä, joka väärien tai har-

edellytä psyykkistä kausaliteettia virheellisten tietojen ja kohteen näiden tietojen pohjalta tekemien päätösten välillä. Tunnusmerkistön täyttyminen ei siten vaadi, että tiedot tosiasiassa ovat antaneet harhaanjohtavan käsityksen ja että informaation kohteen päätöksenteko on tosiasiassa perustunut juuri virheelliseen informaatioon tai että kyseinen informaatio olisi tosiasiassa edes myötävaikuttanut kohteen päätöksentekoon.[43] Tunnusmerkistön täyttymiseksi riittää yksinomaan jo se, että annettu tieto *on voinut antaa* harhaanjohtavan käsityksen.[44] Tunnusmerkistön täyttymisen ei voida katsoa riippuvan myöskään siitä, onko markkinoinnin kohderyhmä tosiasiassa epäillyt annetun informaation todenperäisyyttä.[45] Rangaistavaa on virheellisen tiedon antaminen sinänsä.

Tunnusmerkistön soveltamisen edellytykseksi ei – ainakaan suoranaisesti – ole asetettu vaatimusta siitä, että totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen tulisi olla ”olennaisia”.[46] Totuudenvastaisilta ja harhaanjohtavilta tiedoilta tulee kuitenkin edellyttää tietyn asteista merkityksellisyyttä markkinoinnin kohderyh-

---

haanjohtavien tietojen vuoksi on erehtynyt. Lisäksi on näytettävä tekijän tarkoittaneen erehdyttää juuri heitä.

Tiedottamisrikossäännöksessä tarkoitetun menettelyn johdosta voivat myös tulla sovellettavaksi varallisuusoikeudelliseen normistoon sisältyvät pätemättömyyssäännökset. Keskeisimmät kyseeseen tulevat säännökset ovat petollinen viittely (OikTL 30 §) sekä kunnianvastainen ja arvoton menettely (OikTL 33 §). Kyseiset säännökset voivat soveltua lähtökohdiltaan myös sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanteisiin.

[43] Ks. apulaisvaltakunnansyyttäjän päätös 24.2.2005 (dnro 334/21/04), jonka mukaan arvioinnissa tiedon harhaanjohtavuudesta oli sovellettava objektiivista, huolellisen arvioitsijan tarkastelutapaa. Merkitystä ei siten ollut väittämällä, ettei vuoden 2000 tulosta koskevalla ennusteella olisi markkinoille merkitystä koska yhtiön kasvuodotukset ratkaisivat kysynnän. Päätöksen mukaan esitteen tulee antaa oikeat ja tarpeelliset tiedot markkinoilla rationaalisesti ja huolellisesti toimiville tahoille. Päätöksen mukaan relevantti todistusteema ei siten ollut se, olisiko tulosennusteella tosiasiassa ollut olennaista merkitystä esimerkiksi pääosalle markkinoilla toimineista osakkeiden merkitsijöistä ja ostajista. Liiketuloksen kehitys on kiistatta seikka, joka on objektiivisesti arvioiden omiaan vaikuttamaan osakkeen arvoon. Mikäli liiketuloksesta annetut tiedot ovat vääriä tai harhaanjohtavia, tunnusmerkistö täyttyy.

[44] HE 254/1998 s. 33 ja HE 157/1988 s. 25. Ks. vastaavasta tulkinnasta myös Ruotsin osalta Samuelsson 1991 s. 198–199.

Vrt. Tapani 2004 s. 119 ss. ja erityisesti s. 137, jossa petossäännöksen osalta juuri psyykkisen vaikuttamisen katsotaan tavoittavan syy-yhteys -vaatimuksen ytimen. Kyse on siitä, että tekijä antaa uhrille perusteen (syyn) tehdä tietyn päätöksen, jonka uhri tekee näiden perusteiden pohjalta.

Petostunnusmerkistön edellyttämä erehdys on katsottu virheelliseksi, todellisuutta vastaamattomaksi mielikuvaksi jostakin seikasta, joka kykenee vaikuttamaan toisen osapuolen tahdonmuodostukseen. Ks. Ståhlberg 1964 s. 37–38 ja Tapani 2004 s. 181.

[45] Ks. petossäännöksen osalta Tapani 2004 s. 182–184 ja 187, jossa todetaan rikosoikeustutkijoiden tulkinneen erehdyskäsitettä siten, että henkilön katsotaan pääsääntöisesti erehtyvän, vaikka hän epäilisi annetun informaation todenperäisyyttä. Tapanin mukaan informaation epäileminen merkitsee kuitenkin sitä, että arvioinnissa on siirrytty erehdyskäsitteen merkitysalueen rajamaastoon.

[46] Olennaisuus-kysymykseen palataan jäljempänä luvussa 6.4.6.

män näkökulmasta arvioituna.[47] Totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon merkitystä sijoittajalle tulee arvioida sen perusteella, onko tiedolla voinut olla merkitystä sijoituspäätöksen teossa. Totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon merkitystä esimerkiksi osakkeen merkitsijälle tulee arvioida sen perusteella, onko kyseisellä virheellisellä tiedolla voinut olla merkitystä merkintäpäätöksen teossa. Tätä suurempaa olennaisuutta tiedon totuudenvastaisuudelta tai harhaanjohtavuudelta ei tule vaatia. Sellaisen harhaanjohtavana pidettävän tiedon antamista, jolla ei edes olisi voinut olla vaikutusta sijoittajan päätöksentekoon, ei ole pidettävä rikosoikeudellisesti rangaistavana toimintana.

6.3.3 Kansallisanti-tapaus

Tapauksessa[48] Kansallis-Osake-Pankki oli 14.11.–16.12.1994 järjestänyt osakeannin (Kansallisanti) ja oikeudessa oli ratkaistavana se, oliko pankin johto kyseistä osakeantia markkinoidessaan antanut sijoittajille totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Annin eräänä myyntiargumenttina oli käytetty sitä, että pankin suurosakkeenomistajat olivat jo etukäteen sitoutuneet tai lupautuneet merkitsemään kahden miljardin markan määräisestä annista miljardin. Annin ensimmäisenä päivänä annista merkityksi tulleesta noin 1,1 miljardista markasta oli pankin suurien osakkeenomistajien sekä eräiden muiden suuryrityksien merkintöjen sekä merkintätoimeksiantojen osuus ollut kuitenkin vain alle 250 miljoonaa markkaa.

Syyttäjä katsoi annin toteutumisen osoittaneen, ettei väite suurten omistajien osallistumisesta ollut ollut sen esittämishetkellä paikkansapitävä. Annin julkistamistilaisuudessa 19.10.1994 pankin pääjohtaja oli ilmoittanut, että tuollaisia suurosakkeenomistajia oli ollut 12:sta 15:een. Yksikään suurosakkeenomistaja ei kuitenkaan syyttäjän mukaan ollut ennen annin alkamista sitoutunut merkitsemään osakkeita, vaan eräiden suurten yhtiöiden johtajat olivat ainoastaan antaneet pankin pääjohtajalle lupauksia siitä, että yhtiöt tulivat merkitsemään osakkeita annissa. Vaikka pankin pääjohtajan tietoon oli tullut, että hänen lausumansa 12–15 suurosakkeenomistajasta oli tiedotusvälineissäkin yleisesti ymmärretty yli miljardin markan merkintään sitoutuneiden tahojen määräksi, pääjohtaja oli jatkanut markkinointia samalla tavalla. Se, että 30 suursijoittajaa oli lopulta merkinnyt miljardin annista, oli syyttäjän mukaan eri asia kuin se, että 15 yritystä oli jo ennen antia sitoutunut merkitsemään yli miljardin. Syyttäjän mukaan suuromistajien sitoutuminen antiin oli piensijoittajille selkeä viesti siitä, että kyseiseen antiin kannatti sijoittaa.

---

[47] Ks. samoin HE 66/1988 s. 80–81.

[48] Helsingin käräjäoikeus 19.12.1996, R 96/5057 ja Helsingin hovioikeus 21.6.2001, R 00/2678. Ks. Kansallisantia koskeneessa oikeuskäsittelyssä ilmenneistä tulkintaongelmista ym. laajemmin Häyrynen 1999 s. 23–33. Ks. tapauksen siviilioikeudellisesta arvioinnista Rudanko 1998 s. 256–271, Hidén erityisesti s. 43–46 sekä sopimus- ja osakeyhtiöoikeudellisesta näkökulmasta Huttunen s. 29–107.

Käräjäoikeus katsoi, ettei annin markkinoinnissa ollut annettu sellaista tietoa, että suurosakkeenomistajat olisivat ennen annin alkamista sitoutuneet merkitsemään puolet annista, vaan siitä oli kokonaisuus huomioon ottaen ilmennyt, että kysymys oli ollut lupauksista. Käräjäoikeus totesi, että joissakin yhteyksissä oli tosin puhuttu sitoumuksista tai siitä, että puolet annista oli ostettu tai varmistettu ennakkoon, mutta katsoi, että silloin oli samassa yhteydessä esitetystä muusta informaatiosta käynyt ilmi, ettei juridisia merkintäsitoumuksia ollut tehty. Markkinoinnista oli myös käynyt selville, että tiedot suursijoittajien merkinnöistä olivat perustuneet pääjohtajan käymiensä neuvottelujen yhteydessä saamaan vaikutelmaan. Käräjäoikeus katsoi näin ollen, ettei suurosakkeenomistajien sitoutumisesta ollut markkinoinnissa annettu totuudenvastaista tietoa. Ottaen huomioon, että suuri osa lupauksiin lasketuista merkinnöistä oli toteutunut, asiassa oli käräjäoikeuden mukaan jäänyt näyttämättä, että lupauksistakaan olisi markkinoinnissa annettu totuudenvastaista tietoa.[49]

Käräjäoikeuden ratkaisun tekee mielenkiintoiseksi se, että perusteluissa todettiin annin markkinoinnissa kuitenkin joissakin yhteyksissä käytetyn sitoutumiseen viittaavia ilmoituksia ja että siinä oli lisäksi voimakkaasti tuotu esiin suurosakkeenomistajilta kertyväksi odotettu merkintöjen määrä. Sen vuoksi käräjäoikeus katsoi, että kaikki markkinoinnissa esitetty tieto ei ollut ollut riittävän selvää, vaan oli saattanut olla harhaanjohtavaa. Käräjäoikeuden mielestä oli kuitenkin jäänyt näyttämättä, että tällaisen tiedon antaminen olisi ollut tahallista tai johtunut törkeästä huolimattomuudesta. Näin ollen käräjäoikeus hylkäsi AML 2 luvun 1 §:ään ja 8 luvun 2 §:n 1 momenttiin perustuvan pankin pääjohtajaa koskevan syytteen.[50]

Hovioikeus puolestaan kiinnitti tuomionsa oikeudellisessa arvioinnissa perustellusti huomion siihen, että annin markkinoinnissa annettujen tietojen oikeellisuutta, laajuutta ja esitystapaa oli arvioitava ankarammin silloin, kun on kyse suurelle yleisölle suunnatusta markkinoinnista kuin tapauksessa, jossa kohderyhmänä ovat ammattimaiset sijoittajat. Hovioikeuden mukaan syytetyllä ei kuitenkaan ennen antia suurten yritysten johtajien kanssa käymiensä neuvottelujen perusteella ollut ollut aihetta epäillä saamiensa lupausten pitävyyttä, vaikka johtajat itse eivät olleet voineetkaan lopullisesti päättää asiasta. Lisäksi annin julkistamistilaisuudessa ja pankin ylimääräisessä yhtiökokouksessa oli suurten yritysten lupautumista tai sitoutumista koskeneen ilmoituksen ohella tuotu esille, että niiden merkintöjä koskevat lausumat olivat perustuneet syytetyn ja yhtiöiden johtajien välisiin neuvotteluihin ja että sitovia päätöksiä ei vielä ollut. Hovioikeuden mukaan syytetyn ei yksittäisissä markkinointitoimenpiteissä antamillaan lausumilla niiden sisältö ja asiayhteys ko-

---

[49] Syyttäjän mukaan anti oli lopulta tullut täyteen merkityksi erityisjärjestelyin ilman suurten osakkeenomistajien tukea.

[50] Syyttäjä ei vaatinut rangaistusta toissijaisesti arvopaperimarkkinarikkomuksesta, jonka osalta syyksiluettavuudelta olisi edellytetty ainoastaan tavallista tuottamusta. Huolimattomuudesta tehdyn totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan markkinointia koskeneen teonkuvauksen tutkiminen olisi edellyttänyt, että syyttäjä olisi nimenomaan vedonnut huolimattomuuteen. Näin ollen jäi ratkaisematta, olisiko kyseinen menettely katsottu tavallisen tuottamuksen kriteerit täyttäväksi.

konaisuutena huomioon ottaen ollut siten katsottu antaneen totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa kuvaa suurten osakkeenomistajien tai muiden suurten yhtiöiden osallistumisesta antiin.

Hovioikeuden mukaan syytetty oli kuitenkin annin ennakkoesitteessä ja lopullisessa antiesitteessä ilmoittanut suurten osakkeenomistajien etukäteen sitoutuneen merkitsemään huomattavan osan annista. Kyseiset esitteet muusta markkinoinnista irrallaan esitettyinä olivat siten hovioikeuden mukaan saattaneet olla omiaan antamaan merkintää harkitsevalle suurelle yleisölle harhaanjohtavan kuvan siitä, millainen suurten yritysten sitoutumisen aste oli tuolloin ollut yleisön suorittamiin ennakkomerkintöihin verrattuna. Esitteiden kyseisillä tiedoilla oli oikeuden mukaan voinut niiden esittämisajankohtana olla merkitystä myös merkitsijöiden merkintäpäätöksille. Kun syytetyllä oli kuitenkin ollut perusteltu syy luottaa suurten yhtiöiden antamiin merkintälupauksiin, katsoi hovioikeus jääneen näyttämättä, että syytetty olisi tahallaan antanut totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.[51] Näillä perusteilla hovioikeus katsoi, ettei syytä käräjäoikeuden tuomion muuttamiseen ollut.

Käräjäoikeuden ja hovioikeuden päätöksiä sekä niiden perusteluja voidaan osin kritisoida. Kuten edellä jo osittain on todettu, perustelulla siitä, ettei sitoutumisia ollut, vaan ainoastaan lupauksia, ei ole täysin sitä oikeudellista merkitystä, joka sille tuomion perusteluissa on annettu. Annetuilla tiedoilla suurosakkeenomistajien sitoutumisista ja sitoumusten oikeudellisen pitävyyden ja perusteiden tarkalla arvioinnilla on toki merkitystä tietojen totuudenvastaisuutta arvosteltaessa, sillä silloin arviointi tehdään objektiivisesta näkökulmasta. Arvioitaessa tietojen harhaanjohtavuutta ratkaisevaa ei kuitenkaan ole se, oliko varsinaisia oikeudellisesti sitovia merkintäsitoumuksia ollut olemassa vai ei. Harhaanjohtavuutta arvioitaessa lähtökohtana on markkinoinnin kohderyhmän eli tavallisten keskivertosijoittajien näkökulma, ja näin ollen olennaista oli, minkälaisen kuvan he olivat markkinoinnin perusteella saaneet suurosakkeenomistajien sitoutumisen tai lupautumisen asteesta. Kansallisanti oli suunnattu ”suurelle yleisölle”. Tavallinen piensijoittaja tuskin tehnee eroa kahden edellä mainitun termin välillä. Näin ollen tässä tapauksessa olisi tullut suhtautua kriittisesti myös ”lupautuneet” termin käyttöön, koska piensijoittaja voinee herkästi ymmärtää tämän tarkoittavan sitoutuvaa lupautumista.[52]

---

[51] Syyttäjä vaati pankin pääjohtajalle rangaistusta hovioikeudessa sekä tahallisesti että vaihtoehtoisesti huolimattomuudesta tehdystä lainvastaisesta markkinoinnista. Hovioikeuden mukaan samaa tekoa koskevan syytteen tarkistaminen myös huolimattomuudesta tehdyksi olisi sinänsä ollut vielä mahdollista muutoksenhakuvaiheessa. Kyseinen syyte arvopaperimarkkinarikkomuksesta kuitenkin hylättiin, sillä syyteoikeus oli vaatimuksen esittämishetkellä jo vanhentunut. Hovioikeus ei sen sijaan asiaa käsitellessään ottanut millään tavalla kantaa menettelyn mahdolliseen törkeään huolimattomuuteen. Näin ilmeisesti siksi, että syyttäjä vetosi ensisijaisen syytteen osalta ainoastaan tahallisuuteen eikä nimenomaisesti myös törkeään huolimattomuuteen.

[52] Helsingin käräjäoikeudessa 27.3.1997, 95/16286 ym. oli käsiteltävänä myös siviilioikeudellinen vahingonkorvausvaade pankin johtoa vastaan. Mielenkiintoista käräjäoikeuden ratkaisussa

Käräjäoikeuden sekä hovioikeuden perustelujen mukaan markkinoinnissa oli myös käynyt ilmi, että tiedot suursijoittajien merkinnöistä olivat perustuneet ainoastaan pankin pääjohtajan omaan vaikutelmaan. Kaikille markkinoinnin kohteena olleille sijoittajalle tämä ei kuitenkaan välttämättä ollut selvää. Pankin pääjohtajalle tulee voida asettaa verraten korkeita huolellisuusvelvoitteita sen suhteen, kuinka laajasti ja missä muodossa hän arvopaperien markkinoinnin yhteydessä voi omia subjektiivisia arviointejaan antaa julkisuuteen. Vaikka syytetyllä sinällään olikin ollut perusteltu syy luottaa hänelle annettuihin merkintälupauksiin, olisi tällaisten tietojen osalta voitu edellyttää tuotavan sekä markkinoinnissa että myös esitteessä julki sitoutumisen astetta koskeva epävarmuus.[53]

Hovioikeuden ratkaisu jätti osaltaan avoimeksi myös pankin muun johdon ja henkilökunnan suorittaman markkinoinnin oikeellisuuden. Syyttäjä oli hovioikeudessa vaatinut pankin pääjohtajalle rangaistusta ainoastaan siitä markkinoinnista, johon tämä oli henkilökohtaisesti osallistunut. Näin ollen pääjohtajan suorittaman markkinoinnin muodostaessa vain osan annin markkinointikokonaisuudesta, arvioitavaksi ei tullut ainakaan täysimääräisesti se, minkälaisen kuvan sijoittajat olivat pankin muun organisaation toimesta suoritetun markkinoinnin perusteella saaneet.

---

oli, että siinä pankin katsottiin markkinoineen osakkeitaan antamalla suurten osakkeenomistajien ja suursijoittajien osallisuudesta antiin totuudenvastaisen tiedon, jonka mukaan suursijoittajat olisivat merkinneet ennakkomerkinnässä puolet osakkeista. Pankin katsottiin myös laiminlyöneen kyseistä tietoa koskevan oikaisuvelvollisuutensa. Väärästä tiedosta ei käräjäoikeuden mukaan kuitenkaan ollut sijoittajille haittaa tai vahinkoa ja oikeus hylkäsi korvausvaateet. Käräjäoikeuden mukaan annin ensimmäisen päivän 200 milj. merkinnöillä eli ”suurten lupausten pettämisellä” ei ollut havaittavaa vaikutusta osakkeen pörssikurssiin. Pienosakkaiden sijoitus olisi muodostunut tappiolliseksi, vaikka pankki ei olisi menetellyt lainvastaisesti.

Helsingin hovioikeus 23.4.2002, No 1103, S 97/704 ei muuttanut käräjäoikeuden tuomiota. Hovioikeus muun muassa katsoi, että vaikka pankin markkinoinnissaan antamat tiedot ”suurten” osallistumisesta antiin olivat olleet epätäsmällisiä, suuret osakkeenomistajat ja suuret sijoittajat olivat markkinointia kokonaisuutena tarkastellen osallistuneet antiin markkinoinnissa esitetyllä tavalla ja lopulta merkinneet lähes puolet. Tämän vuoksi pankin näiltä osin antamia tietoja ei voitu pitää totuudenvastaisina. Markkinointi ei hovioikeuden mukaan myöskään ollut omiaan antamaan vastaanottajalle merkityksellisellä tavalla virheellistä käsitystä antiin osallistumisesta, osakkeesta tai osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Näin markkinointia ei myöskään voitu pitää harhaanjohtavana tai hyvän tavan vastaisena.

[53] Ks. huolimattomuudesta ja selonottovelvollisuudesta tarkemmin jäljempänä luvussa 6.7 esitettyä.

6.4 LIIKKEESEENLASKIJAN JA ARVOPAPERIEN TARJOAJAN TIEDONANTOVELVOLLISUUS ENSIMARKKINOILLA

6.4.1 Yleinen tiedonantovelvollisuus

AML 2:2: *Joka tarjoaa arvopapereita, hakee arvopaperin ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi tai huolehtii toimeksiannon nojalla tarjouksesta taikka julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakemisesta, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista.*

RL 51:5: *Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta…*
2) jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki (495/ 1989) 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.

Ensimarkkinoilla varsinaiset tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset sisältyvät AML 2:2–4:iin. Ratan standardissa on lisäksi annettu tarkempia määräyksiä ja suosituksia arvopaperien tarjoamisen ja listalleottamisen yhteydessä vaadittavasta tiedonantovelvollisuudesta.[54] AML 2:2:ssä on asetettu yleinen tiedonantovelvollisuus arvopaperien tarjoamisen ja julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakemisen yhteydessä. Kyseinen säännös täydentää AML 2:1:n totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan markkinoinnin kieltoa ja asettaa tiedonantovelvollisuudelle ne vähimmäisvaatimukset, jotka arvopaperien tarjoamisen ja julkisen kaupankäynnin hakemisen yhteydessä on täytettävä. Tiedottamisrikoksena on rangaistavaa sekä jättää antamatta pykälässä edellytetyt riittävät tiedot olennaisista seikoista että totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen kyseistä tiedonantovelvollisuutta täytettäessä.

Ensimarkkinoilla tiedottamisrikoksen 2 kohdan ensimmäisessä tekotavassa on kyse laiminlyöntirikoksesta. Säännöksen soveltamisen edellytyksenä on, että tekijä jättää antamatta sijoittajille tasapuolisesti riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista (AML 2:2). Kyseinen säännös voi tulla sovellettavaksi myös tilanteessa, jossa on kyse puutteellisesta tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä. Puutteellisena tiedottamisena ilmenevä tiedonantovelvollisuuden rikkominen voi kuitenkin tulla arvioitavaksi myös tiedottamisrikok-

[54] Ratan standardi 5.2a.

sen toisen kohdan jälkimmäisen tekotavan mukaisena menettelynä eli totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisena kyseisiä tiedonantovelvollisuuksia täytettäessä.[55] Kyseiseen säännökseen sisältyvää tasapuolisuuden vaatimusta voidaan puolestaan rikkoa siten, että tarjoaja, liikkeeseenlaskija tai järjestäjä antaa valikoidusti olennaista tietoa tarjouksen tai liikkeeseenlaskun eri kohderyhmille.[56]

Jälkimmäinen tekotapa koskee erehdyttämistä kyseisiä arvopaperimarkkinalain säätämiä tiedonantovelvollisuuksia täytettäessä. Tämä tekotapa on tarkoitettu kytkeä samoihin tiedonantovelvollisuuksiin kuin laiminlyöntinä ilmenevä teko.[57] Näin ollen totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen edellä mainittua tiedonantovelvollisuutta täytettäessä voi aiheuttaa vastuun. Totuudenvastaisuuden ja harhaanjohtavuuden käsitteiden sisältöä on tulkittava samojen kriteerien nojalla kuin arvopaperien markkinoinnin yhteydessä.

AML 2:2:n tiedonantovelvollisuutta arvioitaessa on annetun informaation oikeellisuutta ja asiallisuutta tulkittava arvopaperimarkkinoita tuntevan huolellisen henkilön näkökulmasta. Tiedonantovelvollisuus koskee tietoja, joita arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi riittävinä ja merkityksellisinä harkitessaan sijoituspäätöstä. Lain esitöissä tätä perustellaan sillä, että tiedonantovelvollisuus kohdistuu yleensä henkilöihin, joilla on kokemustensa nojalla edellytykset arvioida, mitkä tiedot huolellisen sijoittajan näkökulmasta ovat riittäviä ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia.[58] Kyseistä perustelua voidaan osin kritisoida. Erityisesti tilanteissa, joissa liikkeeseenlasku kohdistuu myös tavallisiin piensijoittajiin, tilanne voi muodostua sellaiseksi, että vaikka AML 2:2:n asettamat vaatimukset tiedottamiselle täyttyvät, niin tiedottaminen voi olla riittämätöntä AML 2:1:n nojalla. Kyseisen säännöksen nojalla arviointi tietojen riittävyydestä ja merkityksellisyydestä tehdään markkinoinnin kohderyhmän eli usein myös ”tavallisen” piensijoittajan näkökulmasta. Tiedon riittävyyttä ja olennaisuutta arvioitaessa onkin otettava huomioon myös markkinointia koskevan yleislausekkeen asettamat vaatimukset ja tiedon vastaanottajien tiedontarve.[59] Vastaa-

---

[55] HE 254/1998 s. 32. Ks. myös pörssin säännöt kohta 3.1.2, jonka mukaan liikkeeseenlaskijan tulee antaa tieto niin täydellisenä, että se ei johda sijoittajaa harhaan.

[56] Ks. HE 38/2005 s. 29.

[57] HE 254/1998 s. 32.

[58] HE 157/1988 s. 25.

[59] Lainvalmisteluaineistoon (KM 1987:44 s. 293) sisältyy toteamus: ”*Myös tätä säännöstä on tulkittava tietojen vastaanottajan tiedontarvetta silmällä pitäen.*” Kyseinen säännös oli vielä komiteanmietinnössä sisällytetty markkinointisäännöksen toiseksi momentiksi. Hallituksen esityksessä säännös kuitenkin siirrettiin erilliseksi, luvun toiseksi pykäläksi. Sisältö pysyi kuitenkin täysin samana, ja vaikkei kyseistä toteamusta enää hallituksen esityksessä toistetakaan, niin säännöksen tulkinnassa on otettava huomioon säännöksen tarkoitus eli markkinointisäännöksen täydentäminen. Vaikka riittävillä tiedoilla tarkoitetaan niitä tietoja, joita huolellinen sijoittaja pitäisi

vasti arvopaperitarjousten yhteydessä tietojen riittävyyttä ja olennaisuutta arvioitaessa on otettava huomioon tarjouksen kohderyhmän sijoituskokemus, tietämys kyseisistä arvopapereista tai liikkeeseenlaskijasta sekä muut mahdolliset tarjoukseen liittyvät erityispiirteet.[60]

Vaikka lain asettaman velvollisuuden ei voida katsoa velvoittavan antamaan merkinnän kohteesta täydellisiä tietoja, voidaan ensimarkkinoilla ja erityisesti listautumisantien yhteydessä annetun informaation oikeellisuutta ja riittävyyttä tulkita tiukasti. Yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuutta tiedonantovelvollisuuden täyttämisessä ensimarkkinoilla korostaa se, että yhtiö kerää sijoittajilta uutta pääomaa. Listautumisantien yhteydessä tiedonantovelvollisuuden merkitys on korostunut myös siksi, ettei sijoittajilla ole muita tehokkaita mahdollisuuksia arvioida listautuvan yhtiön taloudellista asemaa ja kehitysnäkymiä. Tällöin arvopapereita merkitsevien sijoittajien asema on haavoittuvainen, koska heillä ei ole yhtiön muiden sidosryhmien käytettävissä olevaa päätösvaltaa tai aikaisempaa kokemusta yhtiöstä.[61] Arvopaperin noteerauksen puuttuminen vaikeuttaa myös sijoittajien mahdollisuutta arvioida listautuvan yhtiön taloudellista tilaa ja sen kehitystä.[62] Arvopaperimarkkinoilla toimivilla yksittäisillä sijoittajilla ei markkinoiden ulkopuolella tapahtuvien osake- tai yrityskauppojen tapaan ole mahdollisuuksia perehtyä kaupan kohteeseen yksityiskohtaisemmin tai sopia myyjän kanssa yksityiskohtaisesti erilaisista vakuutuksista ja vastuun jakautumisesta.[63]

---

riittävinä ja merkityksellisinä kyseisen velvollisuuden kohdistuessa yleensä heihin, tulee tietojen riittävyyttä ja erityisesti niiden totuudenvastaisuutta ja harhaanjohtavuutta tulkita tietojen vastaanottajien ja heidän tiedontarpeensa näkökulmasta. Toisaalta perustelut voidaan ymmärtää siten, että vain harvat ”tavalliset” piensijoittajat todella perehtyvät tiedonantovelvollisuuden sisältöön, joka käytännössä ilmenee esitteestä. Lisäksi on myös tavallisten piensijoittajien kannalta luonnollisesti tärkeää, että tiedonantovelvollisuuden sisältö kohdistuu seikkoihin, joita nimenomaan huolellinen sijoittaja pitää tärkeinä.

Ks. myös Huhtamäki 1993b s. 72 ja 78, jonka mukaan sijoittajansuojan kannalta on jossain määrin ongelmallista, että kyseisten keskeisten lainkohtien (AML 2:1 ja 2:2) kohderyhmämäärittelyt poikkeavat toisistaan. Hänen mukaansa ongelma korostuu erityisesti tilanteissa, joissa liikkeeseenlaskun kohderyhmänä ovat piensijoittajat, sillä valtaosa suomalaisista sijoittajista ei lukeudu niihin, joilla ”kokemuksensa nojalla on edellytykset arvioida, mitä tietoja huolellinen sijoittaja kussakin tilanteessa pitäisi riittävinä”. Ks. myös Hidén s. 59–63.

60 HE 38/2005 s. 29.

61 Ks. Huhtamäki 1993b s. 73 ja KM 1989:36 s. 29 ss.

62 Ks. myös Samuelsson 1991 s. 81 ja 335–336.

63 Normaalissa yrityskaupassa myyjä yleensä antaa kaupan kohteesta eli myymästään yrityksestä vakuutuksia, jotka oikeuttavat ostajan saamaan korvauksia tiettyjen seikkojen osoittautuessa paikkansa pitämättömiksi. Osapuolet sopivat yleensä ajallisesti ja määrällisesti rajoitetuista vastuista tiettyjen vahinkojen varalta. Lisäksi normaalissa yrityskaupassa ostajalla on käytössään *due diligence* -tutkimus, kun taas yhtiön listautuessa pörssiin, ei yksittäisillä merkitsijöillä ole mahdollisuuksia perehtyä yhtiössä tehtyyn due diligence -tutkimukseen.

6.4.2 Esite

Liikkeeseenlaskijan ja arvopaperien tarjoajan sekä liikkeeseenlaskun ja tarjouksen järjestäjän tiedonantovelvollisuutta tarkentavat esitesäännökset. AML 2 luvun 3 ja 3a §:ssä velvoitetaan arvopapereita yleisölle tarjoavaa ja arvopaperia julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakevaa julkistamaan esite.[64] Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen kannalta keskeisimmät esitteen laatimiseen ja julkistamiseen liittyvät velvollisuudet koskevat velvollisuutta julkistaa esite (2:3.1), velvollisuutta antaa sijoittajille esitteessä riittävät tiedot (2:3a), velvollisuutta oikaista esitteessä oleva virhe tai puute (2:3b) sekä velvollisuutta antaa esite Ratan hyväksyttäväksi (2:4).

AML 2:3.1:
Joka tarjoaa yleisölle arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on velvollinen julkistamaan arvopapereita koskevan esitteen ennen tarjouksen voimaantuloa tai julkisen kaupankäynnin kohteeksi ottamista ja pitämään sen yleisön saatavilla tarjouksen voimassaoloajan siten kuin tässä luvussa säädetään. Tarjouksen tekijän ja liikkeeseenlaskijan ohella esitteen laatimisesta ja julkistamisesta vastaa se, joka toimeksiannon nojalla huolehtii tarjouksesta tai julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakemisesta.

AML 2:3a.1:
Esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tiedot on esitettävä johdonmukaisessa ja helposti ymmärrettävässä muodossa.

Rikoslain tunnusmerkistön mukaan rangaistavaa on sekä jättää antamatta ne olennaiset ja riittävät tiedot, jotka esitteeseen säännöksen mukaan on sisällytet-

---

[64] Aiemmin laissa eroteltujen tarjous- ja listalleottotilanteiden sijaan eroa erilaisten esitteiden välillä on riippuen siitä, onko kyse esitedirektiivin velvoitteiden mukaisesti julkistettavasta esitteestä vai direktiivin soveltamisalaan kuulumattomasta kansalliseen sääntelyyn perustuvasta esitteestä. Esitedirektiivin mukainen esite on laadittava aina kun arvopaperia haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi tai kun tarjouksen määrä ylittää 2,5 Me 12 kk aikana. Ks. AML 2:3a.3 ja 4 momentit. Direktiivin soveltamisalaan kuulumattoman kansallisen esitteen sisältövaatimukset ovat keveämmät ja niistä on säädetty VM:n asetuksessa (538/2005). Ks. HE 38/2005 s. 1, 19 ja 31–32.

Esitteen julkistamisvaatimus ei kuitenkaan koske muun muassa tarjouksia, joissa arvopapereita tarjotaan yksinomaan AML 1:4.5:ssa määritellyille kokeneille sijoittajille tai muille sijoittajille, joiden lukumäärä Suomessa on alle 100. Ks. VMA 452/2005 7 §:n 2 momentti. Ks. myös HE 38/2005 s. 24–27.

tävä että antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja esitteessä. AML 2:3a:n mukaan esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta.[65] Perustellulla arviolla on säännöksen perusteluissa tarkoitettu valistuneen sijoittajan muodostamaa käsitystä liikkeeseenlaskijan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta, tulevaisuudennäkymistä, arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista.[66] Valistuneella sijoittajalla on katsottava tarkoitetun samaa kuin lain aiempiin perusteluihin sisältyneellä arvopaperimarkkinoita tuntevalla huolellisen sijoittajan käsitteellä.

Säännöstä ei kuitenkaan voida pitää tyhjentävänä, sillä säännöksessä esimerkinomaisesti esitettyjen asiakokonaisuuksien ohella on esitteeseen sisällytettävä olennaiset ja riittävät tiedot myös kaikista muista arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Direktiivin soveltamisalalla esitteen sisältövaatimuksista säädetään tarkemmin komission esiteasetuksessa ja kansallisen esitteen sisällöstä valtiovarainministeriön asetuksella. Arvopaperien tarjoamisesta ja listalleotosta on lisäksi annettu määräyksiä ja ohjeita Ratan standardissa.[67] Ratan antamat yksityiskohtaiset ohjeet on katsottu tarpeellisiksi muun muassa esitteiden sisältämän informaation vertailukelpoisuuden saavuttamiseksi.[68] Ratan ohjeistuksella on myös haluttu pyrkiä erottamaan selkeästi lakisääteisen esitteen tiedot muusta markkinointimateriaalista. Lain tarkoituksena on, että lakisääteinen esite olisi luonteeltaan pikemminkin tosiseikkoja sisältävä selostus kuin mainoksen luonteinen esite.[69]

Esitteen saa julkistaa, kun Rata on sen hyväksynyt. Rata on lain mukaan velvollinen hyväksymään esitteen, jos se täyttää AML 2:3a:ssä säädetyt edellytykset.[70] Rata voi joko velvoittaa täydentämään esitettä tai hyväksyä sen sellaisenaan. Ennakkotarkastuksen ja hyväksynnän tarkoituksena on varmistaa, ettei esitteen vähimmäissisältöön kuuluvaa tietoa puutu tai ettei tietoa esitetä harhaan-

---

[65] Yhtiö, jonka arvopapereita on jo julkisen kaupankäynnin kohteena, ei kuitenkaan saa esitteessään esittää aiemmin julkistamattomia olennaisia seikkoja. Mikäli esitteen julkistamishetkellä on olemassa arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavaa, aiemmin julkistamatonta tietoa, se on julkistettava viimeistään silloin, kun esite julkistetaan. Esitettä ei kuitenkaan voida käyttää julkistamisen välineenä. Ks. Ratan standardi 5.2a kohta 5.4 (23).

[66] HE 318/1992 s. 16.

[67] VMA 452/2005 ja Ratan standardi 5.2a.

[68] Ks. Ratan standardi 5.2a kohta 2, jossa standardin tavoitteena todetaan olevan mm. ohjata sitä, että tietoja julkistetaan mahdollisimman selkeiden ja johdonmukaisten periaatteiden mukaisesti. Jotta sijoittaja pystyy tekemään perustellun arvion arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta arvopaperien liikkeeseenlaskun, tarjoamisen ja listalleottamisen yhteydessä, julkistettavan tiedon tulee olla jatkuvaa, luotettavaa, kattavaa, oikea-aikaista, paikkansa pitävää ja vertailukelpoista. Ks. esitteen sisältöä koskevista Ratan määräyksistä ja suosituksista Ratan standardi 5.2a kohta 5.4.

[69] HE 157/1988 s. 28.

[70] AML 2:4.5.

johtavassa muodossa. Tietojen todenperäisyyttä Rata ei kuitenkaan ole velvollinen tarkistamaan.[71] Arvioitaessa Ratan velvollisuutta kiinnittää huomiota tietojen oikeellisuuteen voidaan mittapuuna pitää lähinnä yleisesti tiedossa olevia seikkoja.[72] Vastuu esitteen sisällön totuudenmukaisuudesta on kuitenkin yksin liikkeeseenlaskijalla, tarjouksen tekijällä ja järjestäjällä. Rangaistusuhka on katsottu tarpeelliseksi juuri siksi, ettei Ratan ennakkotarkastus kohdistu esitteen sisällöllisiin yksityiskohtiin, ja näin ollen esitteeseen voi jäädä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.[73]

6.4.3 Tiedon oikaiseminen

Laissa on erikseen annettu säännökset sekä arvopaperien markkinoinnin ja hankinnan yhteydessä että esitteessä annettujen virheellisten ja puutteellisten tietojen oikaisemisesta.[74] Kyseiset säännökset vastaavat pääosin asiasisällöltään toisiaan.[75] Tietojen tahallinen tai törkeästä huolimattomuudesta tapahtunut oikaisematta jättäminen sen jälkeen kun tietojen virheellisyys, puutteellisuus, totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus on havaittu, on myös rangaistavaa tiedottamisrikoksena.[76]

Oikaisuvelvollisuuden edellytyksenä on, että markkinoinnin yhteydessä annettu totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto taikka esitteessä oleva virhe tai puute on sijoittajan kannalta objektiivisesti arvioiden olennainen. Markkinoinnissa annetun totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon merkityksen arvioinnissa voidaan pitää keskeisenä sitä, voiko markkinointi antaa sijoittajille sen

---

[71] HE 38/2005 s. 36. Esitteessä tulee olla myös maininta siitä, että Rata on hyväksynyt esitteen, mutta ei vastaa sen tietojen oikeellisuudesta. Ratan standardi 5.2a kohta 5.4 (22).

Liikkeeseenlaskija ja tarjouksen tekijä ovat velvollisia toimittamaan Ratalle myös esitteeseen liittyvän markkinointiaineiston. Mikäli liikkeeseenlaskija ei noudata Ratan ohjeita markkinointiaineiston muuttamiseksi, voi Rata hakea markkinaoikeudelta AML 2:1:n vastaisena pitämänsä markkinointiaineiston käytön kieltämistä. (AML 7:2).

[72] HE 318/1992 s. 17 ja KM 1991:48 s. 295. Ratan velvollisuudelta varmistaa annettujen tietojen todenperäisyys voisi kuitenkin käytännössä edellyttää enemmän silloin, kun liikkeeseenlaskijana on Ratan valvottava. Tällöin voitaisiin jossain määrin edellyttää, että Ratalla on oltava valvontavelvollisuutensa nojalla itselläänkin tieto tiedonantovelvollisuuden alaisista seikoista. Laki ei kuitenkaan tällaista velvollisuutta aseta.

[73] HE 318/1992 s. 17 ja 41.

[74] AML 2:1.2:n mukaan: ”*Edellä 1 momentissa tarkoitettu tieto, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla*.”

AML 2:3b.1:n mukaan: ”*Esitteessä oleva virhe tai puute, joka käy ilmi ennen tarjouksen voimassaoloajan päättymistä tai arvopaperin ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä saatettava yleisön tietoon julkistamalla esitteen täydennys samalla tavalla kuin esite*.”

[75] HE 56/1998 s. 71.

[76] HE 56/1998 s. 71–72 ja 78 sekä HE 254/1998 s. 31.

johdosta harhaanjohtavan kuvan. Yksittäisen tiedon puuttumista esitteestä on arvioitava esitettyjen tietojen riittävyyden kannalta siten, onko puuttuva tai virheellinen tieto tarpeen sijoittajan muodostaessa perusteltua arviotaan sijoituskohteesta.[77]

Arvopaperien markkinoinnin yhteydessä annettu korjattava tai oikaistava tieto tulee julkistaa tai täydentää samalla tavalla kuin tällainen tieto on alun perin annettu.[78] Esitettä koskeva oikaisu on annettava Ratan hyväksyttäväksi ja julkistettava. Markkinointisäännöksen mukainen oikaisuvelvollisuus koskee kaikkia, jotka ovat osallistuneet arvopaperien markkinointiin. Liikkeeseenlaskijalla, järjestäjillä sekä merkintäpaikoilla on myös velvollisuus aktiivisesti tiedottaa sijoittajille esitteeseen sisältyvistä virheistä. Ratan standardin mukaan korjaus on liitettävä alkuperäiseen esitteeseen, ja sen on oltava saatavilla kaikkien tarjolla olevien esitteiden yhteydessä.[79] Sijoittajille, jotka ovat sitoutuneet merkitsemään tai ostamaan arvopapereita ennen esitteen täydennyksen julkistamista, on annettava myös oikeus peruuttaa päätöksensä kahden pankkipäivän tai Ratan erityisestä syystä päättämän pidemmän ajan, kuitenkin enintään neljän pankkipäivän, kuluessa siitä, kun täydennys on julkistettu.[80]

6.4.4 Järjestäjän vastuu

Arvopaperien julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakemisen sekä arvopaperien tarjoamisen yhteydessä tiedonantovelvoitteiden täyttämisestä sekä esitteen laatimisesta vastaa liikkeeseenlaskijan ja tarjouksen tekijän ohella se, joka toimeksiannon nojalla huolehtii liikkeeseenlaskusta tai tarjouksesta. Ratan standardin mukaan ensisijainen vastuu tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä on kuitenkin liikkeeseenlaskijalla (tarjoajalla). Järjestäjä vastaa tiedonantovelvollisuudesta siltä osin kuin sillä on ollut saatavilla informaatiota säännöksessä edellytetyistä tiedoista. Pääjärjestäjän vastuu ulottuu myös siihen, mitä informaatiota sen voidaan kohtuudella edellyttää hankkivan liikkeeseenlaskijasta ottaessaan vastaan

---

[77] Ks. Ratan standardi 5.2a kohta 5.9 (55), jossa olennaiseksi asiavirheeksi katsotaan virhe, joka oikein ilmoitettuna voisi vaikuttaa huolellisen sijoittajan perusteltuun arvioon liikkeeseenlaskijasta tai sen liikkeeseenlaskemista arvopapereista siinä määrin, että se vaikuttaisi myös sijoituspäätökseen.

[78] HE 56/1998 s. 71, jossa sijoittajille suullisesti annetut erheelliset tiedot katsotaan voitavan oikaista esimerkiksi ottamalla yhteys kyseisiin henkilöihin, jos se on mahdollista, tai julkaisemalla oikaisu sellaisessa lehdessä, josta markkinoinnin kohderyhmän voidaan kohtuudella arvioida huomaavan oikaisun.

[79] Olennaisen asiavirheen osalta merkinnän vastaanottajan tulee myös ennen merkinnän vastaanottamista varmistua siitä, että sijoittaja on saanut käyttöönsä korjauksen ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Ks. Ratan standardi 5.2a kohta 5.9 (56). Ks. myös EsiteD 16 artikla.

[80] AML 2:3b.2.

toimeksiannon.[81] Järjestäjä voi joutua rikosoikeudelliseen vastuuseen myös sillä perusteella, että tehtävän hoitamisen edellyttämiä riittäviä tietoja ei ole hankittu ja tämän seurauksena tiedonantovelvollisuus laiminlyödään.[82]

Järjestäjän vastuuta ei kuitenkaan ole pidettävä ehdottomana, sillä järjestäjän on ainakin lähtökohtaisesti voitava luottaa siihen, että liikkeeseenlaskija antaa sille sisällöllisesti oikeat tiedot. Toisaalta järjestäjä ei voi vastuusta vapautuakseen vedota yksinomaan siihen, ettei liikkeeseenlaskija ole tälle tarvittavia tietoja antanut, mikäli kyseiset tiedot olisivat olleet kohtuudella järjestäjän saatavissa tai selvitettävissä.[83] Järjestäjä ei luonnollisesti suhteessa sijoittajiin voi myöskään vedota sen ja liikkeeseenlaskijan väliseen toimeksiantosopimukseen sekä sen mahdollisesti sisältämään vastuunrajoitusehtoon, jonka mukaan vastuu lakisääteisistä tiedonantovelvollisuuksista kuuluu yksinomaan liikkeeseenlaskijalle.

Järjestäjälle asetettu tiedonantovelvollisuussäännös on perusteltu, sillä emissionjärjestäjinä toimivilla sijoituspalveluyrityksillä on käytännössä jopa liikkeeseenlaskijaa parempi käsitys siitä, mitä tietoja voidaan pitää sijoittajien kannalta

---

[81] Ratan standardi 5.2a kohta 5.2 (8). Ks. Haussila s. 254, jonka mukaan Ratan kanta tarkoittaisi käytännössä due diligence -tarkastuksen suorittamista.

[82] Ks. samoin Segerman s. 248.

[83] Ks. Astola s. 76 ja Lauriala s. 138–141, joka katsoo järjestäjänä toimivan investointipankin siviilioikeudellisen vastuun syntymisen kannalta ratkaisevaksi, mitä päätöksen tekijä (investointipankkiiri) tiesi ja mitä hänen olisi pitänyt tietää päätöksen tekohetkellä. Laurialan mukaan investointipankkien toiminnan arvioinnissa relevantteja seikkoja ovat mm. millaisten tietojen perusteella ratkaisut on tehty, oliko riittävän tiedon saamiseksi ponnisteltu tarpeeksi ennen päätöksentekoa, tiedon luotettavuus ja mahdollisuudet hankkia lisää tietoa ennen ratkaisua.

Ks. myös Hidén s. 179–180, jonka mukaan järjestäjän vastuu on aktiivinen ja itsenäinen. Hidénin mukaan liikkeeseenlaskun järjestäjän voidessa välttää vastuun pelkästään toteamalla, että se luotti liikkeeseenlaskijan sille antamiin tietoihin, ei järjestäjän lukeminen vastuunalaiseksi toisi sijoittajalle mitään lisäsuojaa ja jättäisi säännöksen periaatteessa merkityksettömäksi.

Esim. Yhdysvalloissa emissionjärjestäjä voi vapautua vastuustaan edellyttäen, että tämä pystyy osoittamaan noudattaneensa riittävää huolellisuutta (ns. *due diligence defence*). Emissionjärjestäjät (underwriters) eivät saa luottaa yksinomaan yhtiön johdon heille antamiin tietoihin, vaan heidän on itsenäisesti pyrittävä mahdollisuuksien mukaan verifioimaan heille annetun informaation oikeellisuus (reasonable investigation). Ks. kyseisen velvoitteen luoneista ennakkotapauksista Escott v. BarChris Construction Corporation, 283 F.Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968) sekä myös Feit v. Leaseco Data Processing Equipment, 32 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971). Ks. myös esitevastuutyöryhmän mietintö s. 63–64.

Ks. asiantuntijavastuusta KKO 1999:80, jossa kommandiittiyhtiön myymiseen tai sen toiminnan ja omaisuuden uudelleenjärjestelyyn tähdänneen suunnittelun yhteydessä tilintarkastusyhtiö oli asiakkaalta tontin vuokraoikeutta koskeneen sopimuksen sisällöstä saamansa tiedon perusteella antanut vuokraoikeuden luovutuksen veroseuraamuksesta virheellisen neuvon. Virheen olisi KKO:n mukaan estänyt se, että tilintarkastusyhtiön konsultti olisi pyytänyt kommandiittiyhtiön vastuunalaiselta yhtiömieheltä tarkistettavakseen vuokraoikeutta koskeneet asiakirjat ja näin varmistunut siitä, että hän antaa neuvon oikeiden tietojen perusteella. Konsultin olisi täyttääkseen toimeksiannon huolellisesti tullut varmistua siitä, että hänen saamansa tiedot olivat täsmälliset, eikä hän ollut saanut luottaa vain kommandiittiyhtiön vastuunalaisen yhtiömiehen omaan asiantuntemukseen.

merkityksellisinä ja riittävinä.[84] Järjestäjällä voidaan asiantuntijana katsoa olevan korostunut huolellisuus- ja selonottovelvollisuus vaadittavien tietojen hankkimisesta ja niiden sisällyttämisestä esitteeseen.[85] Sijoituspalveluyrityksien erityistä vastuuroolia korostavat niiden toiminnan edellytyksenä oleva lupamenettely ja toiminnan julkinen valvonta. Etenkin listautumisanneissa järjestäjän huolellisuusvaatimukset saavat keskeisen merkityksen sijoittajien näkökulmasta, sillä heidän mahdollisuutensa saada informaatiota muualta on hyvin rajattu ja heidän on voitava luottaa järjestäjän asiantuntemukseen. Liikkeeseenlaskun järjestäjän on myös huolehdittava potentiaalisten riskitekijöiden saattamisesta itse esitteeseen. Emissionjärjestäjää sitoo emission markkinoinnin osalta myös AML 2:1:n yleislauseke, jonka perusteella emissionjärjestäjä on osaltaan vastuussa liikkeeseenlaskijasta julkaisemastaan sijoitusanalyysista tai tutkimuksesta.[86]

6.4.5 Due diligence

Listautuvasta yrityksestä tehdään pääsääntöisesti niin sanottu *due diligence*[87] -tutkimus. Kyseisessä tutkimuksessa on tarkoitus selvittää ja arvioida listautuvan yhtiön taloudellinen asema, vastuut, velvoitteet sekä yhtiön liiketoimintaan liittyvät liiketaloudelliset mahdollisuudet ja riskit. Tutkimusprosessin yhteydessä kohdeyhtiö antaa itsestään tutkimuksen suorittajalle usein sellaisia tietoja, joita ei ole markkinoilla yleisesti saatavilla. Due diligence -tutkimuksen tulokset ra-

---

[84] Ks. samoin Astola s. 76.

[85] Ks. Helsingin hovioikeus 9.5.1996, R 94/333 sekä aiemmin Helsingin käräjäoikeus 29.12.1993, R 93/3940, [ns. Novera-tapaus], jossa Novera-Yhtymä Oy oli laskenut liikkeeseen yleisölle suunnatun joukkovelkakirjalainan, ja järjestäjänä oli toiminut Postipankki Oy, joka myös osallistui lainan markkinointiin. Käräjäoikeus katsoi myös osan järjestäjänä toimineen pankin johdosta syyllistyneen huolimattomuudesta arvopaperimarkkinarikkomukseen laiminlyömällä velvollisuutensa pitää merkitsijöiden saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Käräjäoikeus katsoi järjestäjäpankin toimitusjohtajan sekä liikkeeseenlaskuun osallistuneiden ja siitä vastuussa olevien osapankkien johtajien laiminlyöneen velvollisuutensa valvoa, että esitteessä annetut tiedot yhtymän tuloskehityksestä olivat riittävät. Hovioikeus yhtyi käräjäoikeuden perusteluihin ja korosti lisäksi pankin johtokunnan jäsenten asemaa osapankkien johtajina ja heidän vastuutaan lainan liikkeeseenlaskun yhteydessä annettavien tietojen oikeellisuudesta ja lainmukaisuudesta. Ks. kyseisestä tapauksesta ja erityisesti vastuun kohdentamisesta tarkemmin jäljempänä luvussa 6.6 esitettyä. Ks. tapaukseen liittyneiden vahingonkorvauskanteiden arvioinnista Hidén s. 40–42.

Ks. myös Lauriala s. 138 ja 180, joka katsoo investointipankkien vaativan aseman vuoksi olevan perusteltua puhua investointipankkien osalta erityisestä varovaisuusperiaatteesta, eikä ainoastaan huolellisuusperiaatteesta. Investointipankeilla voidaan hänen mukaansa katsoa olevan erityinen asema markkinoiden rakenteeseen kuuluvina institutionaalisina orgaaneina.

[86] Ks. myös Huhtamäki 1993b s. 76 sekä Lauriala s. 185–189.

[87] Due diligence -prosessi on ominainen juuri listautumisten yhteydessä mutta sitä voidaan käyttää myös muiden emissioiden kohdalla. Prosessi on tyypillinen myös erilaisissa yritysjärjestelyissä, kuten osake- ja liiketoimintakaupoissa, fuusioissa sekä julkisten ostotarjousten yhteydessä.

portoidaan tyypillisesti vain toimeksiantajalle.[88] Due diligence -tutkimusta, ja erityisesti sen tulosten läpinäkyvyyttä, voidaan kuitenkin pitää keskeisenä merkitsijöinä toimivien sijoittajien näkökulmasta.[89] Merkitsijöiden tiedontarpeen tyydyttämiseksi ei riitä, että järjestäjä on huolellisesti perehtynyt kohteeseen, vaan tutkimuksen olennaiset havainnot olisi julkistettava myös esitteessä. Näin sijoittajat saavat mahdollisuuden perehtyä tuloksiin ja arvioida niiden merkittävyyttä sijoituspäätöksensä kannalta. Perinteisen due diligence -prosessin motiivina voidaan pitää ennen kaikkea ostajalle kuuluvan selonottovelvollisuuden täyttämistä, jolla ostaja pyrkii tarkistamaan myyjän kaupan kohteesta antamien tietojen sekä vakuutusten paikkansapitävyyden.[90] Myös AML:n tarkoittaman liikkeeseenlaskun yhteydessä prosessin päämääränä on selvittää juuri ne seikat, jotka ovat olennaisia merkitsijän päätöksenteon kannalta.

Due diligence -tutkimuksessa selvitettyjen ja esitteessä esille tuotujen liikkeeseenlaskijan toimintaan liittyvien mahdollisuuksien ohella myös toimintaan liittyviä riskitekijöitä on tuotava esille mahdollisimman avoimesti.[91] Due diligence -tutkimuksen keskeisten tulosten julkistamista voidaan pitää ennen kaikkea yhtiöön pääomaa sijoittavien uusien osakkeenomistajien edun mukaisena, eikä julkistamisen voida myöskään katsoa vaarantavan osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta. Normaaleissa yrityskaupoissa ostajan keskeisimpinä riskinhallintakeinoina voidaan pitää juuri myyjän kanssa sovittavia vakuutuksia kaupan kohteen ominaisuuksista, joiden tarpeellisuutta due diligence -tutkimuksen avulla voidaan selventää. Listautuvasta yhtiöstä saatavien tietojen tarpeellisuutta korostaa se, ettei merkitsijöillä ole mahdollisuuksia vaikuttaa itse merkintäehtoihin. Näin ollen tutkimustuloksilla on olennainen merkitys niiden seikkojen täs-

---

[88] Due diligence -tutkimuksessa ilmitulleita tietoja ei voida katsoa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluviksi tiedoiksi, mutta ne voivat olla sitä vastoin sisäpiirintietoa.

[89] Normaaleihin yrityskauppatransaktioihin liittyvässä due diligence -tutkimuksessa toimeksiantajana on ostajapuoli, joka tutkimusprosessin myötä saa hyvin yksityiskohtaiset ja kattavat tiedot ostokohteestaan. Liikkeeseenlaskun yhteydessä toimeksiantajana on listautuva yritys, joka jo lähtökohtaisesta asetelmastaan johtuen voi rajoittaa informaation riittävyyttä suhteessa sijoittajiin. Listautumisen yhteydessä suoritettu due diligence ei siten ole yhtä läpinäkyvä ja tehokas merkitsijöiden tiedonsaannin kannalta.

[90] Laurialan s. 100 ja 147 mukaan menettely on suoraan yhteydessä ”buyer beware” -periaatteeseen, jonka mukaan ostajalla ei ole oikeutta vedota virheenä seikkaan, joka hänen olisi pitänyt havaita ennen transaktion lopullista toteutusta.

Myös KL:n mukaan vastuu kaupan kohteen virheestä kuuluu lähtökohtaisesti ostajalle, jollei tämä ole täyttänyt selonottovelvollisuuttaan.

[91] Emission järjestäjän teettämän due diligence -tutkimuksen tulokset ovat käytännössä emissiosta laaditun esitteen informaatiopohjana, mutta se voi olla ristiriidassa tarkastukselta vaadittavan objektiivisuuden kannalta. Emissiosta laadittava esite on kuitenkin samalla osa emission markkinointimateriaalia ja objektiivisuuden vaatimus voi olla vielä korostuneempi emissioissa, joissa liikkeeseen laskettavien uusien osakkeiden ohella yhtiön vanhat osakkeenomistajat myyvät omia osakkeitaan.

mentämisessä, joilla voidaan katsoa olevan merkitystä yhtiön liiketoiminnan ja tuloksentekokyvyn ja niihin liittyvien riskien arvioinnille. Financial due diligence -tutkimusprosessin kohteena ovat muun muassa juuri sijoittajien informaation saannin kannalta oleelliset raportointi-, budjetointi- ja kontrollijärjestelmät. Samoin due diligence -prosessissa tulevat usein arvioitavaksi yhtiön tulevaisuutta koskevat ennusteet sekä niiden perusteet. Emissionjärjestäjän vastuuta due diligence -tutkimuksen teettäjänä korostaa se, että järjestäjä voi joutua rikosoikeudelliseen vastuuseen laiminlyönneistään due diligence -projektin suorittamisessa, mikäli se johtaa AML 2:2 tai 3a:n vastaiseen menettelyyn. Parhaiten emissionjärjestäjä pystyy välttämään mahdollisen rikosoikeudellisen vastuunsa suorittamalla tutkimuksen huolellisesti ja antamalla tutkimuksessa ilmenneet keskeiset havainnot itse esitteessä.

6.4.6 Tiedon olennaisuus

Tiedottamisrikoksen tunnusmerkistö edellyttää kyseessä olevan olennaisen arvopaperiin liittyvän tiedon. Tiedon olennaisuuden määrittely tulee suorittaa arvioimalla sekä edellä käsiteltyjä AML:n tiedonantovelvollisuussäännöksiä että RL:n säännöksiä tiedon olennaisuudesta. AML 2 luvun säännöksissä on määritelty yhtiöille asetetun positiivisen tiedonantovelvollisuuden sisältö ja RL:ssa puolestaan on asetettu ne edellytykset, jolloin AML:n kyseisiä säännöksiä on rikottu niin merkittävästi, että teon tai laiminlyönnin rangaistavuuden edellytykset täyttyvät. Lähtökohtana tiedon olennaisuuden määrittelylle on pidettävä AML:ssa asetettuja säännöksiä, joiden mukaan (1) sijoittajien saatavilla on pidettävä tasapuolisesti ”*riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista*” (AML 2:2) ja (2) ”*esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta*” sekä (3) ”*esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot*” (AML 2:3a).

AML:n perustelujen mukaan riittävillä tiedoilla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista tarkoitetaan liikkeeseenlaskun yhteydessä tietoja, joita arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi merkityksellisinä ja riittävinä harkitessaan sijoituspäätöstä asianomaiseen arvopaperiin.[92] Perustellulla arviolla

---

[92] Lain esitöissä tätä perustellaan sillä, että tiedonantovelvollisuus kohdistuu yleensä henkilöihin, joilla on kokemustensa nojalla edellytykset arvioida, mitkä tiedot huolellisen sijoittajan näkökulmasta ovat riittäviä ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia. Kuten edellä jo tuli ilmi, arvopaperien markkinoinnissa annettujen tietojen harhaanjohtavuutta arvioidaan kuitenkin markkinoinnin kohderyhmän näkökulmasta. Ks. HE 157/1988 s. 25.

Huovisen mukaan laissa määritellyn sijoittajan tiedontarpeen taustana on asiantuntijoiden tietämys, koska asiantuntijat ovat taloudellisesti tärkein arvopaperimarkkinoiden oikean hinnanmuodostuksen ”takaaja” suurten kaupankäyntivolyymiensa vuoksi. Koska asiantuntijoiden tekemät

tarkoitetaan vastaavasti valistuneen sijoittajan muodostamaa käsitystä arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista.[93] Tiedon riittävyyttä ja olennaisuutta määriteltäessä on siten pyrittävä arvioimaan, olisiko kyseisen tiedon voinut olettaa vaikuttavan arvopaperimarkkinoita tuntevan huolellisen sijoittajan sijoituspäätökseen.[94] Arvopaperimarkkinoita tuntevaa huolellista sijoittajaa ei kuitenkaan tule rinnastaa AML 1:4:ssä tarkoitettuun ammattimaiseen sijoittajaan. Arvopaperimarkkinoita tuntevaksi huolelliseksi tai järkeväksi henkilöksi voidaan katsoa sellainen henkilö, jolla on kohtuullinen tietämys markkinoiden toiminnasta, osapuolista ja sijoituskohteista ja joka toimii järkevällä ja huolellisella tavalla.[95]

Rikossäännöksessä (RL 51:5) puolestaan käytetään ilmaisua ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon”[96]. Rangaistussäännöksen ta-

---

päätökset tekevät osakemarkkinoiden reagoinnin tehokkaaksi, myös maallikoiden on katsottu hyötyvän tästä. Se on kuitenkin Huovisen mukaan samalla merkinnyt sitä, että maallikoilla ei ole mitään mahdollisuutta kilpailla asiantuntijoiden kanssa tiedon hyödyntämisestä. Ks. Huovinen s. 137.

93 HE 318/1992 s. 16.

94 Ks. kuitenkin HE 38/2005 s. 29, jossa arvopaperitarjousten yhteydessä tietojen riittävyyttä ja olennaisuutta arvioitaessa on otettava huomioon nimenomaan tarjouksen kohderyhmän sijoituskokemus, tietämys kyseisistä arvopapereista tai liikkeeseenlaskijasta sekä muut mahdolliset tarjoukseen liittyvät erityispiirteet.

Ks. myös Koskinen 1999 s. 76, jonka mukaan myös tilinpäätösnormeissa huomio kiinnitetään käyttäjien tarpeisiin ja siihen, mikä vaikutus tilinpäätösinformaatiossa olevilla virheillä ja puutteilla on heidän päätöksentekoonsa.

95 Kurenmaa s. 126. Ks. myös Ratan standardi 5.2a kohta 5.9 (55), jossa Rata esitteessä olevan asiavirheen olennaisuutta määrittäessään ottaa kantaa myös huolelliseen sijoittajan määrittelyyn. Ratan mukaan huolelliselle sijoittajalle voidaan asettaa kaksi perusedellytystä. Yksi on se, että hänellä on kohtuullinen ymmärrys liiketoiminnasta ja yleisestä taloudellisesta toiminnasta. Toinen on se, että hän on halukas tutustumaan asianmukaisella huolellisuudella annettuihin tietoihin. Ratan mukaan kohtuullista tietämystä ja asianmukaista huolellisuutta arvioitaessa on kuitenkin otettava huomioon arvopaperitarjouksen kohderyhmä eli ammattimaisilta sijoittajilta voidaan vaatia parempaa yleistietämystä sekä syvempää tietojen analysointia kuin yleisöltä.

Huovinen s. 141 kiteyttää lain esitöissä käytetyn ”huolellisen” sijoittajan käsitteen siten, että tämä on henkilö, jolla arvopaperimarkkinoita tuntevana ja kokemuksensa nojalla on edellytykset arvioida, mitkä tiedot ovat riittäviä ja merkityksellisiä harkittaessa sijoituspäätöstä asianomaiseen arvopaperiin. Huovisen mukaan yhteen huolellisen henkilön ihanteeseen turvautumalla aiheutetaan kuitenkin riski oikeudellisen arvioinnin tasapuolisuudelle, ellei käsite viittaa markkinoiden kokonaistoimintaan. Ks. laajemmin Huovinen s. 136–146.

96 RL:n säännöksessä (RL 51:5) käytetään ainoastaan termiä ”arvo”, mutta sitä koskevassa hallituksen esityksessä käytetään termejä ”arvo tai hinta”. HE 254/1998 s. 32. Aiemmassa määritelmäsäännöksessä (RL 51:6) käytettiin termejä ”arvoon tai hintaan”, kuten myös sitä koskevissa perusteluissa HE 254/1998 s. 35. Määritelmäsäännöksen perusteluissa todettiin ilmaisulla ”arvoon tai hintaan” tarkoitettavan asiallisesti samaa kuin arvopaperimarkkinalaissa sanalla ”arvo”, mutta sen korostavan, että myös lyhytaikainen hintaan kohdistuva vaikutus riittää. Vastaavasti uudistetuissa AML 2:7:ssä ja AML 5:1:ssä käytetään ilmaisua ”arvoon” mutta kyseisten säännösten perusteluissa viitataan yleisesti hintavaikutukseen. Ks. HE 137/2004 s. 51–52 ja 60–61. Tiedottamisrikoksen edellyttämän olennaisuuden täyttymiseksi riittää siten myös hintavaikutuksen mahdollisuus. Ky-

voitteena on korostaa tiedonantovelvollisuuden tärkeyttä niissä tapauksissa, joissa tiedolla *tyypillisesti on olennainen merkitys* arvopaperin arvoon tai hintaan.[97] Ilmaisu ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan” oli ennen MAD:n implementointia määritelty RL:n määritelmäsäännöksen (RL 51:6.2) perusteluissa, johon viitattiin tiedottamisrikossäännöksen perusteluissa.[98] RL:n aiemman sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen mukaan tiedon tuli arvopaperimarkkinoilla käytettävien yleisten arviointiperusteiden mukaan olla sellainen, että sillä yleensä on olennainen vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan.[99]

Kuten jo edellä sisäpiirintiedon olennaisuutta tarkasteltaessa tuli ilmi, on RL:iin aiemmin sisältynyt sisäpiirintiedon määritelmäsäännös siirretty MAD:n implementoinnin yhteydessä AML 5:1:ään. Lisäksi AML 2:7:ään sisällytettiin uudistuksen yhteydessä vastaavat perusteet siitä, milloin tieto on sisäpiirintietoa ja siten julkistettava. Näin kyseisestä määritelmäsäännöksestä sekä AML 2:7:n perusteluista voidaan myös nykyisin saada vertailupohjaa tiedon olennaisuudelle ensimarkkinoilla noudatettavien tiedonantovelvollisuussäännösten osalta. Uudistuksen yhteydessä sisäpiirintiedon määritelmä pysyi pääosin ennallaan. Uutena täsmennyksenä aiempaan on kuitenkin tiedolta edellytettävä täsmällisyyden vaatimus ja tiedon olennaisuuden tarkempi määrittely. Olennaisella tiedolla tarkoitetaan tietoa, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, ja *jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena***.** Tiedon voidaan myös ensimarkkinoilla katsoa olevan olennainen, jos se hypoteettisen järkevän sijoittajan näkökulmasta on sellainen, jonka tämä ottaisi huomioon sijoituspäätöstä tehdessään ja jolla siten olisi tosiasiallinen (tai varteenotettava) mahdollisuus vaikuttaa arvopaperin arvoon tai hintaan.[100]

Esimerkiksi tiedottamisrikoksen 2 kohdan ensimmäisen tekotavan mukaisen tiedonantovelvollisuuden rikkominen edellyttää, että antamatta jätetty tai puut-

---

seinen hintavaikutukseen viittaava korostus on kuitenkin olennaisempi sisäpiirintiedon olennaisuutta arvioitaessa, sillä tällöin hyvin lyhytaikainenkin kurssimuutos esimerkiksi toteutettavia toimeksiantoja koskevan tiedon osalta voi riittää tiedon hyväksikäyttämiseen.

97 HE 254/1998 s. 32. Mikäli kyseinen olennaisuuden edellytys ei täyty, menettely tai laiminlyönti voi täyttää RataL:n julkista huomautusta taikka varoitusta tai seuraamusmaksua koskevien säännösten edellytykset.

98 Ks. HE 254/1998 s. 32. Tältä osin lain systematiikka on jossain määrin vaikeasti tulkittava, sillä aiemmin voimassa olleen määritelmäsäännöksen 2 momentin perusteluissa HE 254/1998 s. 33–34 sekä nykyisen AML 5:1:ään sisältyvän määritelmäsäännöksen perusteluissa HE 137/2004 s. 59–61 käsitellään tiedon olennaisuutta ainoastaan sisäpiirintiedon näkökulmasta.

99 HE 254/1998 s. 35.

100 Ks. myös HE 137/2004 s. 52 ja 60. Ks. sisäpiirintiedon olennaisuudesta tarkemmin edellä luvussa 4.2.1.4 esitettyä sekä jäljempänä tiedon olennaisuudesta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yhteydessä luvussa 6.5.3 esitettyä.

teellisesti annettu tieto on arvopaperimarkkinoilla käytettävien yleisten arviointiperusteiden mukaan sellainen, että sillä yleensä on olennainen vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan. Olennaisuuden arviointi tehdään siten markkinoiden näkökulmasta kokonaisuudessaan mutta myös järkevän ja huolellisen sijoittajan näkökulmasta. Käytännössä arvopaperin kurssiin voidaan kuitenkin olettaa olevan eniten vaikutusta juuri markkinoilla toimivien järkevien tai huolellisten sijoittajien suorittamalla arvioinnilla tietyn tiedon merkityksestä. Toisaalta etenkin pienemmissä listayhtiöissä, joissa omistus on mahdollisesti keskittynyt tavallisille yksityis- tai piensijoittajille, voivat myös sellaiset tiedot vaikuttaa heidän sijoituspäätöksiinsä, joita huolellinen tai arvopaperimarkkinoita tunteva sijoittaja ei välttämättä ottaisi huomioon.[101] Pääsääntöisesti tiedon olennaisuuden edellytyksen voidaan kuitenkin katsoa täyttyvän huolellisten sijoittajien näkökulmasta arvioituna helpommin, koska he harkitsevat sijoituspäätöksiä tarkemmin ja ovat siten taipuvaisia ottamaan huomioon vähäisemmätkin seikat sijoituspäätöstensä muodostamisessa.

Käytännössä esimerkiksi liikkeeseenlaskun yhteydessä antamatta jätetyn tai puutteellisesti annetun tiedon olennaisuutta voi olla vaikea arvioida jälkikäteen. Julkistamatta jätetyn tiedon tullessa markkinoiden tietoon ehkä hyvin myöhään liikkeeseenlaskun jälkeen tai mahdollisesti vähitellen, on suhteellisen arvopaperin arvon tai hinnan muutoksen tarkastelu kyseisen markkinoiden tietoon jälkikäteen tulleen tiedon perusteella lähes mahdotonta. Tästä syystä tiedon olennaisuus on määriteltävä yksittäistapauksittain pyrkimällä selvittämään, mikä (lisä)merkitys kyseisellä tiedolla olisi (teon tai laiminlyönnin hetkellä) ollut sijoittajan päätöksenteolle kyseisen liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman, sen toimintaan liittyvien riskien tai esimerkiksi tulevaisuudennäkymien arvioinnissa.[102] Jälkikäteisarviointia voi käytännössä vaikeuttaa myös se, että antamatta jätetty tai puutteellisesti annettu tieto on voinut koskea useaa yksittäistä seikkaa. Liikkeeseenlaskun yhteydessä myös merkitykseltään sinänsä vähäiset mutta julkistamattomat tai puutteellisesti julkistetut seikat voivat yhdistettynä muodostaa tiedon, joka ylittää olennaisuuskynnyksen, vaikka yhdelläkään seikalla ei erikseen olisi kyseistä vaikutusta. Tällöin on arvioitava sitä, olisivatko kyseiset tiedot

[101] Ks. myös Koskinen 1999 s. 78, jonka mukaan yhtiön nykyisten ja tulevien osakkeenomistajien joukko voi muodostua hyvin erilaisista ryhmistä, joka pitää ottaa huomioon arvioitaessa, mikä on omistajan kannalta missäkin tilanteessa tilinpäätösinformaation olennainen virhe tai puute.

[102] Tärkeimmät tiedonantovelvollisuuden kohteet liittyvät tyypillisesti arvopaperin tuotto-odotuksiin sekä arvopaperin riskitasoon. Sama tieto tai sen puute voi vaikuttaa eri tavoin eri toimialan tai eri liiketoimintastrategian omaaviin yhtiöihin. Esimerkiksi ns. kasvuyhtiöiden kohdalla puutteellinen tai muuten virheellinen tiedottaminen yhtiön tulevaisuudenodotuksista tai niitä koskevista riskeistä saattaa ylittää olennaisuus-kynnyksen huomattavasti helpommin kuin muiden yhtiöiden kohdalla. Ks. myös Rapakko s. 191–194.

muuttaneet sijoittajien (merkitsijöiden) yhtiöstä saamaa kokonaiskuvaa siinä määrin, että sillä olisi mahdollisesti ollut olennainen vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon tai hintaan ja sijoittajien päätöksenteolle.

Tiedottamisrikospykälän 2 kohdan jälkimmäisen, ”erehdyttämistä” koskevan tekotavan soveltamisen edellytyksenä on vastaavasti se, että kyseinen totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan.[103] Tiedonantovelvollisuuden sisältöä arvioitaessa on siten otettava huomioon sekä se, onko annettu totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto arvopaperimarkkinoita tuntevan huolellisen sijoittajan näkökulmasta katsottuna merkityksellinen, että lisäksi tyypillisesti olennainen arvopaperin arvon tai hinnan kannalta.

Tiedottamisrikoksen 1 kohdan mukaisen totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan markkinoinnin kohdalla tiedon olennaisuuden määrittely on hieman vaikeammin tulkittavissa. Markkinoinnin yhteydessä tietojen harhaanjohtavuutta ja merkityksellisyyttä tulee tarkastella markkinoinnin kohderyhmän kannalta. Tällöin harhaanjohtavuus voi arvopaperien markkinoinnin yhteydessä täyttyä lähtökohtaisesti helpommin kuin tiedonantovelvollisuutta täytettäessä, jossa arviointi on edellä kerrotun tavoin suoritettava huolellisen ja järkevän sijoittajan näkökulmasta. Toisin sanoen olennaisuuden kriteeri voi täyttyä helpommin arvopaperien markkinoinnin yhteydessä kuin itse tiedonantovelvollisuuden sisältöä arvioitaessa, etenkin tilanteissa, joissa markkinoinnin kohderyhmänä ovat muutkin kuin järkevinä ja huolellisina pidettävät sijoittajat.[104]

Markkinointisäännöksen tarkoituksena voidaan pitää rikosoikeudellisen suojan tarjoamista sellaisillekin sijoittajille, jotka eivät kykene huolelliselta tai järkevältä sijoittajalta edellytettävään arviointiin.[105] Markkinointisäännöksen soveltamisen edellytyksenä on pidettävä sitä, että markkinoinnissa annettuja virheellisiä tietoja voidaan pitää merkityksellisinä yhdenkin markkinoinnin kohde-

---

[103] Tämä ilmenee säännöksessä käytetystä sanamuodosta, jonka mukaan tiedon tulee olla *sellaisen* kuin kohdan ensimmäisessä tekotavassa on tarkoitettu. HE 254/1998 s. 32.

[104] Tukea tulkinnalle on saatavissa lain perusteluista, jossa ainoastaan 2 kohdan soveltamisen edellytyksenä todetaan olevan lisäksi sen, että tiedolla on säännöksessä edellytetty olennainen vaikutus. HE 254/1998 s. 33. Tämä vahvistaa tulkintaa siitä, että 1 kohdan soveltamisen edellytyksenä ei ole sinänsä totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen lisäksi olennaisuus-kriteerin täyttyminen. Kyseinen tulkinta ei kuitenkaan ole yksiselitteinen, sillä voidaan perustellusti ymmärtää lainsäätäjän tarkoittaneen asettaa edellytykseksi myös ensimmäisen kohdan eli markkinoinnin ja hankinnan rikkomisen osalta totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen olennaisuuden, vaikka tätä ei säännöksessä tai sen perusteluissa tuoda eksplisiittisesti esiin.

[105] Ks. petossäännöksen osalta Tapani 2004 s. 190, jonka mukaan petossäännöksen on tarjottava rikosoikeudellista suojaa myös sellaisille henkilöille, jotka eivät kykene rationaaliseen päätöksentekoon. Petossäännöksen tarkoituksena ei ole jättää herkkäuskoisimpia rikosoikeudellisen suojan ulkopuolelle.

ryhmän, kuten esimerkiksi piensijoittajien kannalta. Vaikka tiedottamisrikoksen 1 kohdan tunnusmerkistössä ei suoranaisesti edellytetäkään arvopaperien markkinoinnin tai hankinnan yhteydessä annetulta virheelliseltä tiedolta erityistä olennaisuuden vaatimusta, tulee käytännössä tietojen totuudenvastaisuudelta ja harhaanjohtavuudelta kuitenkin edellyttää tiettyä merkityksellisyyttä kohderyhmän kannalta. Keskeistä on se, ovatko virheelliset tiedot voineet vaikuttaa markkinoinnin kohderyhmänä olleiden sijoittajien päätöksentekoon.

6.5 LIIKKEESEENLASKIJAN JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS

6.5.1 Yleistä tiedonantovelvollisuuksista jälkimarkkinoilla

Arvopaperimarkkinalaki asettaa jälkimarkkinoilla toimiville eri osapuolille useita tiedonantovelvollisuuksia, joiden rikkomiseen arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikossäännös voi tulla sovellettavaksi. Jälkimarkkinoilla ilmenevien tiedonantovelvoitteiden rikkomisiin soveltuu erityisesti tiedottamisrikossäännöksen toinen kohta, jonka mukaan rangaistavaa on sekä laiminlyödä AML:n asettama tiedonantovelvollisuus että antaa totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto kyseistä velvollisuutta täytettäessä.[106] Tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön täyttyminen on siten voimakkaasti kytketty AML:ssa määriteltyjen tiedonantovelvollisuuksien noudattamiseen.

AML:n jälkimarkkinoita koskevista tiedonantovelvollisuuksista kuitenkin vain osa koskee niin olennaisia tietoja, että tiedottamisrikossäännöstä voidaan käytännössä soveltaa niitä koskevan tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen. Kysymykseen tulevat tiedonantovelvollisuudet sisältyvät ensisijaisesti lain 2 tai 6 lukuun.[107] Kyseiset jälkimarkkinoilla noudatettavaksi säädetyt tiedonantovelvollisuudet koskevat listayhtiön osavuosikatsauksen ja vuosikatsauksen julkistamista (AML 2:5 ja 5a), tilinpäätöksen ja tilinpäätöstiedotteen julkistamista (AML 2:6 ja 6a), sellaisten päätösten ja seikkojen julkistamista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon (AML 2:7), konsernisuhteen syntymisen julkistamista (AML 2:8), osakkeenomistajan omistusosuuden muuttumista koskevan tiedon julkistamista eli niin sanottua liputusvelvollisuutta (AML 2:9 ja

---

[106] Sinänsä tiedottamisrikoksen 1 kohdan vastaiseen menettelyyn voidaan syyllistyä myös jälkimarkkinoilla, sillä vaikka arvopaperien markkinointia ja hankintaa koskevat säännökset on tarkoitettu pääasiassa sovellettavaksi ensimarkkinoilla, soveltuvat ne myös arvopaperien markkinointiin ja hankintaan jälkimarkkinoilla.

[107] HE 254/1998 s. 31.

10), listayhtiön omilla osakkeillaan tekemien kauppojen ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuutta (AML 2:10a), julkista ostotarjousta koskevan päätöksen julkistamista (AML 6:2), tarjousasiakirjan julkistamista (AML 6:3), ostotarjouksen tuloksen julkistamista (AML 6:4) ja lunastustilanteen syntymisen julkistamista (AML 6:6.4).[108]

Lain perusteluissa tiedottamisrikossäännöksen on katsottu periaatteessa soveltuvan myös AML:n 4 luvussa säädettyihin arvopaperinvälittäjiä ja meklareita koskeviin ilmoittamisvelvoitteisiin sekä AML:n 5 luvussa tarkoitettujen sisäpiiriläisten ilmoittamis- ja julkistamisvelvoitteisiin. Kyseisissä velvoitteissa tarkoitetuilla tiedoilla on kuitenkin lain perusteluissa katsottu voivan vain harvoin olla tiedottamisrikossäännöksessä edellytetty olennainen vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan.[109]

> Esimerkiksi arvopaperinvälittäjän on AML 4:4.2:n mukaan annettava asiakkaalle sijoituspalvelusta ja sen kohteena olevista arvopapereista ne tiedot, joilla saattaa olla olennaista vaikutusta asiakkaan päätöksentekoon, jollei se sijoituspalvelun luonteeseen tai muutoin olosuhteisiin nähden ole ilmeisen tarpeetonta. Arvopaperinvälittäjän menettely voi täyttää tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön kyseisessä tilanteessa, jossa välittäjä on rikkonut tiedonantovelvollisuuttaan asiakkaanaan olevaa ei-ammattimaista sijoittajaa kohtaan.[110] Arvioitaessa tiedottamisrikossäännöksen soveltamisen edellytyksiä kyseistä välittäjän velvollisuutta rikottaessa keskeistä on, että antamatta jätetyllä tai harhaanjohtavasti annetulla tiedolla olisi voinut olla olennaista vaikutusta sekä asiakkaan päätöksenteolle että kyseisen toimeksiannon kohteena olevan arvopaperin arvoon tai hintaan.[111]

---

[108] Ks. HE 254/1998 s. 32, jossa todetaan kysymykseen voivan tulla ainakin perusteluissa nimenomaan lueteltujen tiedonantovelvollisuuksien rikkomisen. Luetteloa ei siten ole tarkoitettu tyhjentäväksi.

[109] Ks. HE 254/1998 s. 15 ja 31–32.

[110] Ks. myös Mäntysaari 2001 s. 185, jonka mukaan sijoitusneuvojan ja omaisuudenhoitajan velvollisuuksien rikkomiseen sovelletaan samoja periaatteita kuin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen.

[111] Tiedottamisrikoksen soveltamisalaan ei kuitenkaan voida katsoa kuuluvan menettelyn, jossa asiakkaalle on jätetty kertomatta arvopapereihin liittyvistä yleisistä riskeistä, sijoitusten hajauttamisen merkityksestä tai esimerkiksi yleisistä taloudellisista suhdannenäkymistä.

Tiedottamisrikoksen täyttymiseksi ei myöskään lähtökohtaisesti tule riittää se, että välittäjä jättää antamatta asiakkaalleen liikkeeseenlaskijan jo aiemmin julkistaman (olennaisen) tiedon. Kyseistä näkemystä puoltaa se, ettei kyseisen tiedon antamatta jättämisellä voi enää olla olennaista vaikutusta kyseisen arvopaperin arvoon. Toisaalta välittäjän tiedonantovelvollisuutta voidaan osin katsoa puoltavan sen, että vaikka tietyt riskitekijät olisi jo hinnoiteltu osakkeen hinnassa, ei sijoittaja välttämättä ole tietoinen arvopaperiin liittyvästä riskitasosta. Välittäjän voitaisiin perustellusti katsoa olevan velvollinen kertomaan asiakkaalleen tiedon esimerkiksi liikkeeseenlaskijan juuri antamasta tulosvaroituksesta. Velvollisuus on sitä korostuneempi, mitä vähemmän aikaa sen antamisesta on kulunut. Ks. myös KM 1989:36 s. 343, jonka mukaan olennaisia ovat muun muassa seikat, jotka voivat antaa asiakkaalle aiheen muuttaa toimeksiantoa tai toimimisohjetta, esimerkiksi arvopaperimarkkinoilla tapahtuneet merkittävät muutokset tai viranomaispäätökset.

Jälkimarkkinoita koskevista tiedonantovelvollisuuksista tutkimuksen kohteeksi on otettu ainoastaan liikkeeseenlaskijan jatkuva tiedonantovelvollisuus. Pörssiyhtiön jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös on ilmaistu AML 2:7:ssä. Kyseisen velvollisuuden rikkominen on säädetty rangaistavaksi arvopaperimarkkinoita koskevana tiedottamisrikoksena (RL 51:5.1, 2 kohta). Mikäli RL:ssa asetetut edellytykset eivät täyty, voi kyseisen velvollisuuden rikkominen johtaa myös RataL:ssa määriteltyjen hallinnollisten seuraamusten soveltamiseen.

AML 2:7.1:
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. Liikkeeseenlaskijan on pidettävä julkistamansa tiedot yleisön saatavilla."[112]

RL 51:5.1, 2 kohta:
2) *…jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki (495/1989) velvoittaa antamaan ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon, tai arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antaa sellaisen, arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon.*

6.5.2 Julkistettavat päätökset ja seikat

Liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistettavat tiedot voidaan jakaa kahteen ryhmään. Ensimmäinen ryhmä sisältää liikkeeseenlaskijan tekemät päätökset. Toinen ryhmä käsittää kaikki muut liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat. Lain esitöissä on pyritty antamaan esimerkkejä säännöksessä tarkoitetuista päätöksistä ja muista yhtiötä tai sen toimintaa koskevista seikoista. Säännöksessä tarkoitettuja päätöksiä ovat esimerkiksi yh-

---

[112] AML:iin sisällytetyn uuden 2:7a:n mukaan tiedonantovelvollisuus ei ensinnäkään koske muun julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijaa, jonka liikkeeseen laskema muu kuin pörssiarvopaperi on ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta tai hyväksyntää otettu kyseisen kaupankäynnin kohteeksi. Toiseksi tiedonantovelvollisuus ei koske liikkeeseenlaskijaa, jos liikkeeseenlaskijan muu kuin pörssiarvopaperi on ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta tai hyväksyntää otettu kaupankäynnin kohteeksi muuta julkista kaupankäyntiä toisessa ETA:n kuuluvassa valtiossa vastaavassa kaupankäynnissä.

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta toisaalta laajennettiin lakiuudistuksen yhteydessä siten, että tiedonantovelvollisuus koskee AML 2:7b:n mukaan myös liikkeeseenlaskijaa, joka on hakenut arvopaperinsa ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Aiemmin tiedonantovelvollisuus koski ainoastaan julkisen kaupankäynnin kohteena jo olevaa arvopaperia. Ks. tarkemmin HE 137/2004 s. 56–57.

tiökokouksen ja hallituksen yhtiön tilinpäätöstä, osingonjakoa tai osakeanteja koskevat päätökset, yrityksen organisaation ja toiminnan merkittävät järjestelyt, nimitykset sekä yrityskaupat ja merkittävät liiketoimet. Muita liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevia seikkoja ovat esimerkiksi kaikki liikkeeseenlaskijan normaalin liiketoiminnan muutokset, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa sen tuloksen kehittymiseen ja taloudelliseen asemaan ja siten myös sen arvopaperin arvoon. Tällöin liikkeeseenlaskijan on julkistettava tulosvaroitus.[113] Olennaista on, ettei liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevilla seikoilla tarkoiteta ainoastaan sellaisia konkreettisia tapahtumia, jotka ovat jo liikkeeseenlaskijan toiminnassa toteutuneet.[114]

Muita liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevia seikkoja voivat olla viranomaisten tai tuomioistuinten yhtiötä koskevat päätökset. Pörssiyhtiön on huolehdittava myös siitä, että sen tytäryrityksen tekemä päätös tai tytäryritystä koskeva seikka, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan pörssiyhtiön arvopaperien arvoon, julkistetaan pörssitiedotteena. Julkistettavina seikkoina on pidetty myös olennaisia liikkeeseenlaskijan tietoon tulleita osakkaiden tekemiä sopimuksia.[115]

AML:n kyseinen tiedonantovelvollisuussäännös katsottiin jo lain säätämisvaiheessa vähimmäisvaatimukseksi, jota voidaan ankaroittaa itsesääntelyssä.[116] Pörssin säännöt sisältävätkin verraten laajan ja lain perusteluja laajemman esimerkkiluettelon säännöksessä tarkoitetuista päätöksistä ja muista seikoista. Pörssin säännöissä mainittuja seikkoja on lähtökohtaisesti aina pidettävä tiedonanto-

---

[113] Ks. HE 157/1988 s. 29, HE 209/1998 s. 16, HE 137/2004 s. 52–53 ja Ratan standardi 5.2b kohta 5.7. Ks. tulosvaroituksesta jäljempänä luku 6.5.9.

[114] Vrt. myös jo nyttemmin kumotuissa listalleottodirektiivissä (79/279/ETY) ja kodifiointidirektiivin (2001/34/EY) 68 artiklassa käytetty ilmaisu ”yhtiön toimintaa koskeva merkittävä kehitys” (any major new developments in its sphere of activity), joka oli edellytyksenä tiedonantovelvollisuuden syntymiselle. Kyseisen ilmaisun katsottiin aikanaan vastaavan AML:ssa käytettyä ilmaisua ”yhtiötä ja sen toimintaa koskevat seikat”. Yhtiön ollessa listalleottodirektiivin nojalla velvollinen tiedottamaan toimintaansa koskevasta merkittävästä kehityksestä, eikä vain jo tapahtuneista seikoista, todettiin lakia uudistettaessa direktiivin sanonnan näyttävän kuitenkin AML:n ilmaisua väljemmältä. Ks. KM 1991:48 s. 141 ja 144. Kodifiointidirektiivin 2001/34/EY 68 artikla kumottiin MAD:n säätämisen yhteydessä.

Ks. myös Huovinen s. 64–65, jossa kritisoidaan sitä, että AML:n sisällön jäätyä ennalleen, sitä on tulkittu juuri siten kuin laissa lukee: on julkistettu päätöksiä ja yhtiön toimintaa koskevia seikkoja, mutta vailla taustoja ja yhteyksiä kehitykseen. Huovisen mukaan niin kauan kuin kyse on yksinkertaisesta ja konkreettisesta seikasta, asia saattaa olla hallittavissa, mutta direktiivissä käytetty ilmaisu ”kehityksellä” viittaa yhtiön ja toiminnan kuvaamiseen, josta yksittäisten seikkojen erittely on vaikeaa.

[115] Ratan standardi 5.2b kohta 5.7 ja HE 137/2004 s. 53.

[116] HE 157/1988 s. 24. Ks. Huovinen s. 10 ja 395, joka kritisoi sitä, että lainkohdan (AML 2:7) ja pörssin sääntöjen näennäisestä seikkaperäisyydestä huolimatta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttämiselle ei ole muodostunut selkeää tunnusmerkistöä.

velvollisuuden piiriin kuuluvina seikkoina.[117] Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvina seikkoina pidetään pörssin sääntöjen mukaan muun muassa osingonjakoehdotusta, tilintarkastuskertomusta, esityksiä yhtiökokoukselle sekä yhtiökokouksen päätöksiä, yhtiöjärjestyksen muutoksia, yhtiön johdon henkilöstömuutoksia, osakepääoman muuttamista, merkintäsitoumuksia, osakkeiden merkinnästä annettavia tietoja, omien osakkeiden hankkimista ja luovuttamista sekä niiden lunastamista, joukkovelkakirjan liikkeeseenlaskua tai pääomalainan ottamista, markkinatakaussopimusta, muutoksia tuloskehityksessä sekä tase- tai rahoitusasemassa, yhteistoimintasopimuksia, yrityskauppoja, liiketoiminnan uudelleensuuntaamista, sulautumista, jakaantumista, saneerausta, selvitystilaa ja konkurssia, osakassopimuksia, viranomaispäätöksiä ja muita viranomaistoimenpiteitä.[118]

Pörssin säännöissä annettua esimerkkiluetteloa ei kuitenkaan voida pitää tyhjentävänä. Yhtiö voi AML 2:7:n nojalla olla velvollinen julkistamaan esimerkiksi tiedon vireille tulevasta ja yhtiötä koskevasta välimiesmenettelystä, viranomaiskäsittelystä tai oikeudenkäynnistä, jos niillä voi olla olennainen vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon. Tiedotettavina seikkoina voidaan myös pitää yhtiön kannalta olennaisia tietoja, jotka liittyvät yhtiön saamiin merkittäviin tilauksiin, uusiin tuotteisiin, tuotekehitykseen, merkittäviin asiakkaisiin, markkinaosuusmuutoksiin tai yhtiön toimintaan sen uudella markkina-alueella. Sijoittajien kannalta erittäin merkityksellistä tietoa on myös yhtiön tavoitteisiin tai strategioihin liittyvä informaatio. Ennen kaikkea yhtiön kasvu- ja investointistrategioissa tapahtuvat muutokset sekä niiden yhtiön toiminnalle mahdollisesti aiheuttamat seuraukset ovat keskeisiä sijoituspäätöksiin vaikuttavia tekijöitä. Liikkeeseenlaskijalle voi syntyä tiedottamisvelvollisuus myös ylimmän johtonsa liikkeeseenlaskijan arvopapereilla tekemistä merkittävistä kaupoista.[119]

MAD:n mukaan liikkeeseenlaskijoiden on julkistettava liikkeeseenlaskijaa *välittömästi* koskeva sisäpiirintieto mahdollisimman nopeasti.[120] Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin tietyissä tilanteissa olla velvollinen tiedottamaan myös ns. yleisesti tiedossa olevista tai yleiseen tietoon tulevista seikoista, mikäli ne sään-

---

[117] Vrt. HE 137/2004 s. 54, jonka mukaan Helsingin Pörssin säännöistä voidaan saada kuvaa siitä, mitä yksityiskohtaisia tietoja kuuluu pykälän piiriin. Pörssin säännöissä asetetaan perustelujen mukaan kuitenkin myös lakia ankarampia vaatimuksia, joten suoraa vertailua pörssin sääntöjen ja pykälän välillä ei voi tehdä. Ks. myös Karjalainen – Parkkonen s. 115, joiden mukaan suoraa vertailua pörssin sääntöjen ja AML 2:7:n välillä ei voi tehdä, koska pörssin säännöissä on asetettu osin lakia pidemmälle meneviä vaatimuksia.

[118] Pörssin säännöt 3.2.20–3.2.65.

[119] Ks. HE 137/2004 s. 52 ja Ratan standardi 5.2b kohta 5.7(47). Kyseinen velvollisuus syntyy siten merkittävien kauppojen osalta välittömästi. Tiedonantovelvollisuutta ei tällöin poista se, että kaupat tulevat myöhemmin ja viimeistään 7 päivän kuluessa niiden tekemisestä julkisiksi yhtiön julkisen sisäpiirirekisterin välityksellä.

nöksessä edellytetyllä tavalla voivat vaikuttaa liikkeeseenlaskijan toimintaan ja sen liikkeeseen laskeman arvopaperin arvoon. Esimerkkeinä tällaisista yleisesti tietoon tulleista seikoista voidaan mainita valuutan devalvoiminen jollakin liikkeeseenlaskijan kannalta merkityksellisellä toiminta-alueella tai voimakkaat muutokset yhtiön käyttämien keskeisten raaka-aineiden tai hyödykkeiden hinnoissa. Kyseiset seikat voivat myös liittyä yleiseen kansainväliseen tai kotimaiseen taloudelliseen kehitykseen vaikuttaviin tietoihin, kuten korkopäätöksiin tai verosääntelyn muutoksiin.[121] Ääriesimerkkeinä tällaisista yleisesti tietoon tulleista seikoista voidaan mainita maanjäristys tai sotatilan julistaminen liikkeeseenlaskijan merkittävällä toiminta-alueella. Yhtiön tiedonantovelvollisuuden voidaan katsoa olevan sitä korostuneempi, mitä vaikeammin sijoittajat kykenevät arvioimaan tällaisen yhtiön taloudelliseen toimintaympäristöön liittyvän, vaikkakin yleisesti tiedossa olevan seikan vaikutusta juuri kyseisen liikkeeseenlaskijan toimintaan.

Kyseisten yleisesti tiedossa olevien seikkojen osalta liikkeeseenlaskijalle ei kuitenkaan tule asettaa kovin pitkälle menevää selonottovelvollisuutta sen arvioimiseksi, kuinka olennainen tai minkä suuruinen tällaisten seikkojen vaikutus mahdollisesti on. Tiedonantovelvollisuuden kynnys voi kuitenkin laueta helpommin silloin, jos yhtiö on julkistanut tuloksensa riippuvan esimerkiksi tiettyjen raaka-aineiden tai tuotteiden hintakehityksestä ja näiden hintakehityksen vuoksi yhtiön tulos tulee poikkeamaan olennaisesti siitä arviosta, mikä yhtiön aiemmin julkistaman tiedon perusteella on markkinoilla muodostettavissa. Keskeistä tiedonantovelvollisuuskynnyksen ylittymistä arvioitaessa on myös se, kuinka selkeästi yhtiö on aiemmin julkistanut esimerkiksi tavoitteidensa ja ennusteidensa taustalla olevista yleiseen taloudelliseen kehitykseen liittyvistä lähtökohtaolettamuksista sekä niiden toteutumiseen liittyvistä riskeistä.

6.5.3 Tiedon olennaisuus

Lähtökohtana tiedon olennaisuuden määrittelylle on pidettävä AML:ssa asetettua tiedonantovelvollisuutta, jonka täyttymisen edellytyksenä on, että päätös tai

---

[120] Ks. HE 137/2004 s. 51, jossa todetaan direktiivin täten yhdistävän sisäpiirintiedon ja julkistettavan tiedon toisiinsa, mutta kuitenkin säätäen vain liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvän tiedon julkistettavaksi.

[121] Ks. myös CESR's Advice, December 2004 s. 14–15, jossa liikkeeseenlaskijaa ainoastaan välillisesti koskevien sisäpiirintietojen osalta yhtiölle katsotaan voivan muodostua julkistamisvelvollisuus, mikäli kyseisten tietojen seuraukset (consequences) ovat olennaisia ja koskevat välittömästi liikkeeseenlaskijaa. Esimerkkeinä on mainittu muun muassa keskuspankkien korkopäätökset, valtion hallituksen päätökset koskien verotusta tai uutta lainsäädäntöä sekä markkinapaikkojen taikka viranomaisten tekemät päätökset.

seikka on *omiaan olennaisesti* vaikuttamaan arvopaperin arvoon.[122] Tieto, jolla voi olla vain vähäinen vaikutus, ei siten laukaise yhtiön tiedonantovelvollisuutta. MAD:n mukaan liikkeeseenlaskijoiden on julkistettava liikkeeseenlaskijaa välittömästi koskeva sisäpiirintieto mahdollisimman nopeasti. MAD:ssa sisäpiirintieto ja listayhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistettava tieto on määritelmällisesti yhdistetty toisiinsa.[123] MAD:ssa sekä sen nojalla annetussa komission määritelmädirektiivissä sisäpiirintiedolle annetut välittömyyden, olennaisuuden ja täsmällisyyden määrittelyt eivät tuoneet merkittäviä muutoksia jo aiemmin voimassa olleiden AML:n ja RL:n säännöksiin ja niiden tulkintoihin. MAD:n implementoinnin yhteydessä AML:n jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös pidettiin myös sanamuodoltaan näiltä osin ennallaan. MAD:ssa ja komission määritelmädirektiivissä sisäpiirintiedolle määritellyt kriteerit sisällytettiin kuitenkin AML 2:7:n ja AML 5:1:n perusteluihin ja antavat siten lisäohjeistusta liikkeeseenlaskijoille niiden arvioidessa tiedon julkistamisvelvollisuuden täyttymistä.[124]

Sisäpiirintiedon olennaisuudella tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena. Kyseinen määritelmä voi yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden tulkintapohjana korostaa nykyistä enemmän tiedon merkittävyyttä nimenomaan sijoittajien näkökulmasta arvioituna, eikä yksinomaan markkinoiden mahdollisesti aiheuttamasta yleisestä reaktiosta arvopaperin hintaan.[125] Toisaalta olennaisen hintavaikutuksen mah-

---

[122] Vanhan listalleottodirektiivin (liite C.5.a) ja sittemmin kodifiointidirektiivin (68 artikla) mukaan liikkeeseenlaskijan oli niin pian kuin mahdollista tiedotettava yleisölle kaikesta toimintaansa koskevasta merkittävästä kehityksestä, joka ei ollut yleisesti tiedossa ja joka yhtiön varoihin ja vastuisiin tai rahoitustilanteeseen taikka yleensä sen liiketoiminnan harjoittamiseen kohdistuvan vaikutuksensa vuoksi voi aiheuttaa olennaisia muutoksia osakkeen hintaan. Listalleottodirektiivi edellytti tiedon julkistamista riippumatta siitä, tunnettiinko yhtiön toimintaa koskevan merkittävän kehityksen vaikutusta täsmällisesti. Riittävää oli, että vaikutusten pääpiirteet olivat yhtiön tiedossa. Kyse oli oletetusta vaikutuksesta osakkeen hintaan. Listalleottodirektiivin implementoinnin yhteydessä ei katsottu, että direktiivin ilmaisulla ”voi aiheuttaa” ja AML:n ilmaisulla ”ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan” olisi ollut asiallista eroa, joka olisi edellyttänyt lain muuttamista. Molemmat ilmaisut sisältävät epävarmuustekijän, jonka toteutumisen todennäköisyyttä on arvioitava lähinnä yleisen elämänkokemuksen nojalla. Ks. KM 1991:48 s. 143.

[123] Eroavuus on kuitenkin siinä, että listayhtiön on julkistettava vain liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvä sisäpiirintieto. Ks. HE 137/2004 s. 51.

[124] Ruotsissa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden edellytyksenä olevaa tiedon olennaisuuden astetta ei suoraan ole kytketty sisäpiirintiedolta edellytettävään olennaisuuden asteeseen. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden edellytyksenä on, että tiedolla on merkitystä arvopaperin kurssiarvon arvioinnissa (som är av betydelse för bedömningen av kursvärdet på fondpapperen). FI on lisäksi täsmentänyt vaatimusta siten, että sillä tarkoitetaan päätöksiä tai tapahtumia, jotka muuten kuin epäolennaisesti voivat vaikuttaa (som i icke oväsentlig grad) liikkeeseenlaskijasta saatavaan kuvaan tai sen arvopaperin arvostukseen. Ks. prop. 2004/05:142 s. 76.

[125] Ks. myös Annola 2005 s. 301, jonka mukaan rationaalisen sijoittajan voitaneen arvioida ottavan seikan huomioon sijoituspäätöksissään, vaikka seikan tuottamaa vaikutusta ei vielä arvioitaisi todennäköiseksi.

dollisuuden voidaan katsoa perustuvan juuri sijoittajien päätöksentekoon, jossa kyseinen tieto otetaan huomioon.

Sisäpiirintiedon täsmällisyyden edellytyksenä puolestaan on, että tieto ”*viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, ja jos se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaissopimusten hintaan*”. Olennaista on, ettei liikkeeseenlaskijaa välittömästi koskevalla julkistettavalla sisäpiirintiedolla tarkoiteta ainoastaan jo toteutuneita tai ilmenneitä konkreettisia tapahtumia. Liikkeeseenlaskija voi olla velvollinen julkistamaan myös tiedon sellaisista olosuhteista (*a set of circumstances*) tai tapahtumasta (*event*), joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai toteutuvan tulevaisuudessa. Tiedonantovelvollisuuden edellytyksenä kuitenkin on, että kyseinen tieto on niin täsmällistä, että sen perusteella voidaan päätellä tiedon mahdollinen olennainen vaikutus arvopaperin hintaan.

Tiedottamisrikoksen 2 kohdan ensimmäisen tekotavan soveltamisen edellytyksenä on siten se, että liikkeeseenlaskijan julkistamatta jättämällä päätöksellä tai seikalla on tyypillisesti olennainen vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon. Tiedon olennaisuutta määriteltäessä on pyrittävä arvioimaan, olisiko kyseisen tiedon voinut olettaa vaikuttavan arvopaperimarkkinoita tuntevan huolellisen (tai järkevän) sijoittajan sijoituspäätökseen. Tiedottamisrikoksen 2 kohdan toinen tekotapa voi puolestaan tulla sovellettavaksi esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiö sinällään noudattaisi jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevaa säännöstä (AML 2:7), mutta menettely muodostuisi rangaistavaksi julkistettujen tietojen sisältäessä totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Kyseisten tekotapojen soveltamisalue saattaa siten olla osittain päällekkäinen. Toisen tekotavan mukaan edellytyksenä on myös se, että kyseisten päätösten tai seikkojen julkistamisen yhteydessä annetulla totuudenvastaisella tai harhaanjohtavalla tiedolla on tyypillisesti olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Tiedonantovelvollisuuden sisältöä arvioitaessa on siten otettava huomioon, onko annettu totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto arvopaperimarkkinoita tuntevan huolellisen sijoittajan näkökulmasta katsottuna merkityksellinen sekä tyypillisesti olennainen arvopaperin arvon tai hinnan kannalta.

Vaikutuksen olennaisuutta ei ole tarkoitettu arvioitavaksi pelkästään tarkastelemalla mahdollisesti toteutunutta arvopaperin arvon tai hinnan muutosta.[126] Muutoksen olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin.

---

[126] Vrt. HE 137/2004 s. 52, jonka mukaan: ”Säännös edellyttää päätöksen tai seikan vaikutuksen ennakkoharkintaa, joten päätöksen tai seikan myöhemmällä todellisella vaikutuksella ei ole mer-

Sisäpiirintiedon aiemman määritelmäsäännöksen perusteluissa on päivittäisten kurssimuutosten tyypillisesti katsottu olevan alle 3 %:n suuruisia, ja jo muutaman prosentin äkillistä muutosta on pidetty olennaisena.[127] Kyseistä prosenttimuutoksen suuruutta on kuitenkin pidettävä ainoastaan suuntaa antavana, eikä sitä kaikissa markkinatilanteissa ja etenkään kaikkien yhtiöiden kohdalla voida pitää yksistään riittävänä olennaisuuden arvioimiseksi. Arvioinnissa on otettava huomioon kyseisen arvopaperin kurssin normaalina pidettävä päivävaihtelu. Tiedon tosiasiallisen vaikutuksen olennaisuus voi olla riippuvainen myös monista arvopaperista, yhtiöstä ja sen toimialasta sekä vallitsevasta markkinatilanteesta riippuvista tekijöistä.[128] Myös psykologiset ja laadulliset tekijät saattavat tehdä muutoin määrältään epäolennaisesta virheestä olennaisen.[129] Vastaavasti esimer-

---

kitystä arvioitaessa säännöksen noudattamista." Kyseistä perustelua voidaan pitää liian jyrkästi muotoiltuna. Vaikka jälkikäteisellä todellisella kurssivaikutuksella ei olekaan ratkaisevaa merkitystä, voidaan se kuitenkin ottaa huomioon tiedon olennaisuutta koskevassa kokonaisharkinnassa

[127] HE 254/1998 s. 35.

[128] Tiedon vaikutusta arvioitaessa on otettava huomioon, että tiedon vaikutus on erilainen riippuen kyseisen arvopaperin ominaisuuksista. Esimerkiksi seikka, joka vaikuttaa liikkeeseenlaskijan osakkeen arvoon, ei välttämättä vaikuta yhtä paljon liikkeeseenlaskijan velkakirjan arvoon. Liikkeeseenlaskijan velkakirjan arvoon eniten vaikuttavia tekijöitä ovat lähinnä liikkeeseenlaskijan lainan takaisinmaksukykyyn liittyvät tekijät eli käytännössä sen maksuvalmiuteen tai vakavaraisuuteen vaikuttavat tekijät. Esimerkkinä julkistettavasta tiedosta mainitaan hallituksen esityksessä myös tieto siitä, kuinka suuri osa joukkovelkakirjalainasta on jäänyt merkitsemättä liikkeeseenlaskussa. Ks. HE 318/1992 s. 23.

Toisaalta arvonmuutoksen olennaisuutta on katsottu voitavan tulkita ankarasti, sillä vaikka olennaisuus tyypillisesti tulee arvioitavaksi osakkeisiin nähden, on katsottu huomioon otettavan myös johdannaisarvopaperien haltijoiden asema, jota säännöksellä myös suojataan. Tätä on perusteltu sillä, että vähäisemmänkin osakkeen arvonmuutoksen aiheuttava tiedon julkistaminen tai julkistamatta jättäminen saattaa osaketta voimakkaammin heijastua johdannaisarvopaperien arvoon. Näin Rapakko s. 197. Arviointia ei kuitenkaan tule tehdä johdannaissopimusten hintavaikutuksen näkökulmasta. Käsitteen "sanotun arvopaperin arvoon" voidaan katsoa viittaavan ainoastaan kyseisen yhtiön liikkeeseen laskemaan arvopaperiin ja toisaalta johdannaisarvopaperin haltija on kyseisen johdannaissopimuksen tehdessään tietoinen siihen liittyvistä hintavaihteluriskeistä. Toiseksi niiltä yhtiöiltä, joiden liikkeeseen laskema arvopaperi on esimerkiksi vakioitujen johdannaissopimuksen kohteena, ei ole tarkoituksenmukaista vaatia muita yhtiöitä tiukempaa tiedonantovelvollisuutta.

Vrt. tilinpäätöksiin sisältyvien virheiden olennaisuuden osalta Koskinen 1999 s. 114. Koskisen mukaan yhtiön tulokseen vaikuttavien virheiden yhteismäärän tuloksesta ennen satunnaisia eriä, varauksia ja veroja ollessa tilinpäätöksessä yli 10 % voidaan virhettä pitää todennäköisesti olennaisena.

[129] Ks. vastaavasti tilinpäätöksiin sisältyvien virheiden osalta Koskinen 1999 s. 71. Koskisen mukaan esimerkiksi muutoin epäolennainen virhe saattaa aiheuttaa sen, että yhtiön tulos muuttuu virheen johdosta positiiviseksi, kun se muutoin olisi negatiivinen tai virhe saattaa johtaa siihen, että tuloksen kasvutrendi ei katkea, vaikka tilinpäätös oikein laadittuna trendi olisi katkennut.

Ratan mukaan esimerkiksi yksittäiseen kauppaan tai tilaukseen liittyvän uuden markkinatiedon vaikutus arvopaperin arvoon voi olla olennainen, vaikka kaupalla tai tilauksella ei olisikaan välittömiä tulosvaikutuksia. Yksittäinen kauppa tai tilaus voi esimerkiksi olla tärkeä päänavaus uusille

kiksi sellaisen yhtiön osalta, jonka markkina-arvo perustuu ensisijaisesti siihen kohdistuviin tulevaisuuden tulosodotuksiin, voi tiedon olennaisuuden kriteeri puutteellisen tai harhaanjohtavan tiedottamisen myötä ylittyä huomattavasti helpommin kuin sellaisten yhtiöiden osalta, joiden markkina-arvoon tulevaisuuden tulosodotuksilla ei ole yhtä suurta merkitystä.[130]

Ongelmallista tiedon olennaisuuden arvioimisessa voi olla myös se, että antamatta jätetty tieto koostuu useammasta yksittäisestä seikasta. Merkitykseltään useammat vähäiset seikat eivät välttämättä yhdistettynäkään voi muodostaa sellaista tietoa, joka jälkimarkkinoilla ylittäisi julkistamisen edellytyksenä olevan olennaisuuskynnyksen. Tilanteessa, jossa kyseiset merkitykseltään vähäiset seikat kuitenkin koskevat samaa asiakokonaisuutta, voi olennaisuus-kynnys ylittyä.[131] Tiedonantovelvollisuuden on lain perusteluissa katsottu voivan esimerkiksi syntyä tietyn ajanjakson kuluessa tehdyistä yrityskauppojen kokonaisuudesta, vaikka yksittäisinä mikään yrityskaupoista ei tiedonantovelvollisuuskynnystä ylittäisikään.[132]

Tiedon olennaisuutta arvioitaessa on lähtökohtana kyseisen yhtiön arvioi siitä onko kyseinen tieto suhteessa yhtiön aiemmin markkinoille julkistamaan tietoon olennaista vai ei. Yhtiön on kuitenkin kyseistä arviota tehdessään punnittava kyseisen tiedon olennaisuuden vaikutusta nimenomaan markkinoiden ja sijoittajien näkökulmasta. Yhtiön johdon on ikään kuin asetuttava markkinoilla toimivan (huolellisen) sijoittajan asemaan ja kysyttävä itseltään, vaikuttaisiko kyseinen tieto arvioon sijoituspäätöksen tekemisestä tai sijoituksen ehdoista. Yhtiön johto joutuu siten ennakolta arvioimaan sen, pitäisivätkö markkinoilla toimivat sijoittajat kyseistä tietoa suhteessa yhtiön aiemmin julkistamaan tietoon niin olennaisena, että ottaisivat sen huomioon sijoituspäätöstä tehdessään. Mahdollisen rangaistusvastuun näkökulmasta olennaista on lopulta se, kuinka huolellisesti kyseinen arvio on yhtiön johdon toimesta tehty.[133]

---

markkinoille, tai se voi vaikuttaa myöhemmin markkinaosuuksiin. Ks. Ratan standardi 5.2b kohta 5.11(66).

[130] Ks. myös Karjalainen – Parkkonen s. 128, joiden mukaan sijoittajien tiedontarve muuttuu taloudellisen tilanteen ja yhteiskunnan yleisen muutoksen mukana. Eräänä hetkenä kaivataan erityisesti tietoa yrityksen liiketoiminnan kasvuun liittyvistä tekijöistä. Seuraavassa hetkessä voivat erityistä kiinnostusta herättää yritysten kassavirrat ja rahoitusasemat.

[131] Näin esimerkiksi tulosvaroituksen osalta, jonka julkistamisvelvollisuus voi laueta siitä syystä, että yhtiö havaitsee usean toisistaan riippumattoman seikan yhdessä muodostavan mahdollisesti olennaisen vaikutuksen yhtiön tuloskehitykselle ja siten sen arvopaperin arvoon tai hintaan. Ks. myös HE 254/1998 s. 35, jossa sinänsä merkitykseltään vähäisten seikkojen katsotaan yhdistettynä voivan muodostaa sisäpiirintiedoksi luettavan olennaisen tiedon.

[132] HE 137/2004 s. 53.

[133] Ks. hieman toisin Huovinen, joka katsoo, ettei tärkeää ole se, vaikuttaako tieto tosiasiallisesti, vaan vaikuttaminen on markkinoiden arvioitava tosiasia. Huovisen mukaan johdon tehtävänä ei kuitenkaan ole pohtia, vaikuttaako tieto arvoon, vaan arvioida tiedon ominaislaatua verrattuna

6.5.4 Julkistamisen ajankohta

Listayhtiön on julkistettava säännöksessä tarkoitetut päätökset ja seikat *ilman aiheetonta viivytystä*. Tulkittaessa tiedonantovelvollisuuden syntyhetkeä on ensinnäkin otettava huomioon sijoittajien tiedontarpeeseen liittyvät kaksi pääkriteeriä, jotka voivat olla osin ristiriidassa toistensa kanssa. Yhtäältä sijoittajien on saatava mahdollisimman *nopeasti* arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto. Toisaalta sijoittajien saaman tiedon pitää kuitenkin olla *luotettavaa*. Epävarmaa tai alkuvaiheessa olevaa tietoa liikkeeseenlaskijan ei tule julkistaa.[134] Arvioinnissa on myös otettava huomioon liikkeeseenlaskijan näkökulma pyrkimällä löytämään tasapaino markkinoilla toimivien sijoittajien tiedontarpeen sekä toisaalta liikkeeseenlaskijoiden etujen ja oikeuksien välillä. Tiedonantovelvollisuuden syntyhetkeä tulkittaessa on usein perimmiltään kyse intressipunninnasta, jossa on arvioitavana vastakkain liikkeeseenlaskijan oikeus olla julkistamatta tiettyjä valmistelun alaisia seikkoja sekä markkinoilla toimivien sijoittajien oikeus saada kyseiset seikat tietoonsa.[135]

Tiedonantovelvollisuuden syntymistä tulee arvioida erikseen liikkeeseenlaskijan tekemien päätösten sekä sitä ja sen toimintaa koskevien muiden seikkojen osalta. Liikkeeseenlaskijan tekemä päätös on julkistettava heti kun se on tehty. AML 2:7 ei edellytä valmisteltavana olevien päätösten julkistamista, vaan ne ovat sisäpiirintietoa julkistamiseen asti.[136] Julkistamisvelvollisuus voi kuitenkin

---

yhtiön aiemmin julkistamaan tietoon. Huovisen mukaan vastuu arvioinnista on niillä, jotka tiedon julkistamisen jälkeen käyvät kauppaa arvopaperilla ja siten kollektiivisesti ja anonyymisti arvioivat arvon. Johdon tehtävä on julkistaa tiedot silloin, kun ne ovat olennaiset suhteessa yhtiön liiketoimintaan ja aiemmin julkistettuihin tietoihin, eikä spekuloida arvopaperin arvolla. Huovisen mukaan tiedon vaikutusta osakkeen arvoon ei johdon tule ennakoida. Ks. Huovinen s. 207–212 ja s. 318.

[134] HE 137/2004 s. 52.

Vastaavasti yhtiöiden tilinpäätöksen laadintaa koskevana periaatteena on informaation tuottamisen nopeus. Tilinpäätösinformaation perustana olevalta aineistolta ei voida vaatia täydellistä todennettavuutta ja luotettavuutta, koska informaation hidas tuottaminen voi johtaa siihen, ettei tieto ole enää sen käyttäjille hyödyksi. Tilinpäätöksen laatiminen on sen vuoksi aina kompromissi laatimisen nopeuden periaatteen ja informaation todennettavuuden sekä luotettavuuden välillä. Koskinen 1999 s. 57–58.

[135] Ks. samoin Aarum s. 238. Ks. myös Huovinen s. 187, 327 ja 354, jonka mukaan yhtiöiden julkistamat tiedot vaikuttavat yhtiön liiketoimintamahdollisuuksiin. Huovisen mukaan liika tiedon julkistaminen auttaa kilpailijoita ja voi vähentää yrityksen mahdollisuuksia. Tällöin omistajien etu tulee huomioiduksi niukassa tiedottamisessa. Huovisen s. 354 mukaan kätkettynä oleminen on sisäisen informaatiovarallisuuden perusominaisuus, jota on suojeltava samalla tavalla kuin sijoittajankin ulkoista oikeutta tietoihin. Arvopaperimarkkinoilla kyse on jatkuvan tasapainon hakemisesta tiedonantovelvollisuuden ja salaisen yhtiöntiedon välillä. Huovisen mukaan myös yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden (velvollisuus edistää yhtiön etua) ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden (informaation asymmetrian tasoittaminen) välillä on voimakas keskinäinen jännite.

[136] Ks. HE 157/1988 s. 29.

tietyissä tilanteissa edellyttää päätöksen tai sopimuksen julkistamista jo silloin kun se on tosiasiallisesti tehty ilman, että sillä olisi vielä laillista sitovuutta esimerkiksi hallituksen muodollisen hyväksynnän puuttuessa.[137]

Liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevien muiden seikkojen julkistamisvelvollisuuden syntyhetken määritteleminen on sen sijaan vaikeammin arvioitavissa. Lähtökohtaisesti tiedonantovelvollisuus syntyy heti kun liikkeeseenlaskijan tietoon on tullut tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluva seikka. Liikkeeseenlaskijan tietoon asian katsotaan tulleen, kun toimitusjohtaja tai yksikin hallituksen jäsen on saanut asiasta tiedon. Ilman aiheetonta viivytystä tapahtuva julkistaminen edellyttää siten sekä tiedon saaneen henkilön ryhtyvän välittömästi toimenpiteisiin asian käsittelemiseksi mahdollisimman nopeasti yhtiön hallituksessa että asian julkistamista viipymättä sen tultua käsitellyksi yhtiön hallituksessa.[138]

Vastaavasti MAD:n mukaan liikkeeseenlaskijoiden on julkistettava liikkeeseenlaskijaa välittömästi koskeva sisäpiirintieto mahdollisimman nopeasti. Komission määritelmädirektiivin mukaan liikkeeseenlaskijoiden on katsottava noudattaneen velvollisuutta julkistaa niitä välittömästi koskeva sisäpiirintieto silloin, kun liikkeeseenlaskija on kyseisten olosuhteiden ilmetessä tai tapahtuman toteutuessa viipymättä tiedottanut niistä yleisölle, vaikka niitä ei vielä olisi virallistettu.[139]

> Komission määritelmädirektiivin 2 artiklan 2 kohta ei ole täysin yhtenevä kyseisen direktiivin 1 artiklan 1 kohdassa ilmaistun sisäpiirintiedon määritelmän kanssa, jonka mukaan sisäpiirintiedon täsmällisyys ei edellytä olosuhteiden jo ilmenneen tai tapahtuman toteutuneen. Sisäpiirintiedon täsmällisyyden edellytykseksi riittää jo se, että niiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai toteutuvan. Kyseisten säännösten eroa ei direktiivissä ole perusteltu, mutta sen voidaan katsoa ilmentävän ajatusta siitä, että tieto tyypillisesti voi olla sisäpiirintietoa jo silloin kun se viittaa olosuhteisiin tai tapahtumiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai tapahtuvan, mutta tiedonantovelvollisuus täyttyy vasta silloin kun olosuhde on jo ilmennyt tai tapahtuma to-

---

[137] Ks. myös HE 137/2004 s. 52–53.

[138] Ks. myös HE 137/2004 s. 53 ja Ratan standardi 5.2b kohta 5.2(17). Huovisen s. 266 mukaan Ratan kannanotossa (kumottu) käytetyllä ilmaisulla ”*ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin*” tarkoitetaan vastuuhenkilöiden toimenpiteitä, vähintään kannanottoa siihen, mitä seuraavaksi tehdään. Varsinaisesti toimenpiteellä tarkoitetaan kuitenkin konkreettista tekemistä: neuvottelua, yhteydenottoa tietolähteisiin lisätiedon hankkimista varten, yhteydenottoa tiedotushenkilöstöön julkistamiseen valmistautumista varten tai talousosastoon tiedon taloudellisen merkityksen arvioimista varten. Olennaista Huovisen mukaan on se, että jälkikäteen on jollain tavoin todennettavissa, mihin toimiin yhtiö oli tiedon saatuaan ryhtynyt, ja että toimet olisivat suhteessa tiedon mahdolliseen merkitykseen ja yhtiön johdon kokemukseen. Ratan kannanotto K/42/2002/PMO kumottiin Ratan standardilla 5.2b.

[139] Komission määritelmädirektiivin 2 artiklan 2 kohta.

teutunut. Esimerkiksi tieto yrityskaupan solmimiseen liittyvistä neuvotteluista on sisäpiirintietoa jo huomattavasti ennen kuin sitä koskeva tieto on julkistettava.

Säännöksessä ilmaistu kriteeri ”ilman aiheetonta viivytystä” ei edellytä tiedon julkistamista välittömästi. Säännöksen sallimana aiheellisena viivytyksenä tiedon julkistamiselle voidaan tietyissä tilanteissa pitää esimerkiksi sitä, että ennen tiedon julkistamista sen luotettavuus on tarkistettava tai tiedon kohteena olevan seikan, esimerkiksi yrityskaupan, yksityiskohdat eivät vielä ole tiedossa.[140] Jos arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavan seikan yksityiskohdat eivät vielä ole tiedossa, on liikkeeseenlaskijan kuitenkin julkistettava pääkohdat. Yhtenä kriteerinä tiedon luotettavuuden arvioinnissa voidaan pitää sitä, että yhtiö itse voi tiedon perusteella alkaa tehdä liiketoimintaratkaisujaan.[141] Yhtiön omassa hallinnassa olevan tiedon julkistamista voidaan myös arvioida tiukemmin aikakriteerein. Jos sen sijaan on kyse yhtiön ulkopuolella ilmenneestä seikasta tai tilanteesta, jossa yhtiön haltuun tullut tieto on muutoin yllätyksellistä, voidaan tiedottamisen valmistautumiseen antaa lähtökohtaisesti enemmän aikaa.[142] Tällöinkin yhtiön on kuitenkin tiedotettava asia niin pian kuin se kohtuudella on mahdollista ja julkistettava mahdollisesti syyt, miksi täydellisiä tietoja ei vielä voida antaa.

Ks. Englannin FSA:n antama päätös[143], jossa FSA antoi listayhtiölle ja sen toimitusjohtajalle sakkorangaistuksen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta (Listing Rules). FSA katsoi, ettei yhtiö ollut täyttänyt tiedonantovelvollisuuttaan ajoissa tärkeän sopimuksen menettämisestä tiedottaessaan.

Tapauksessa yhtiön asiakas oli helmikuussa 2002 ilmoittanut vuonna 1998 yhtiön kanssa solmitun sopimuksen avoimeksi uusille tarjouksille. Maaliskuussa 2002 kyseisen asiakkaan osuus kaikista yhtiön asiakassopimuksista oli n. 40 %. 18.3.2002 asiakas oli ilmoittanut, että yhtiö oli hävinnyt tarjouskilpailun, ja että se irtisanoo sopimuksen 30.6.2002 mennessä. Yhtiön hallitusta informoitiin asiasta 20.3.2002 ja asiakkaan virallinen irtisanominen saapui yhtiölle kirjallisesti 25.3.2002. Yhtiö lähetti asiakkaalle kuitenkin samana päivänä kirjeen, jossa se perusteli miksi sopimusta tulisi sen mukaan vielä jatkaa. Asiakas vastasi yhtiölle 3.4.2002 ja ilmoitti tutkivansa asian.

---

[140] HE 157/1988 s. 29. Tiedon luotettavuutta tarkistaessaan liikkeeseenlaskijan on kuitenkin harkittava, olisiko kaupankäynnin järjestäjältä haettava kaupankäynnin väliaikaista keskeyttämistä. Ks. pörssin kaupankäyntisäännöt 3.7–3.8.

Aiheellisena viivytyksenä on lain perusteluissa pidetty myös tilannetta, jossa tiedotettava asia edellyttää yhtiön hallituksen käsittelyä ja hallitus pitää esimerkiksi puhelinkokouksen ennen tiedon julkistamista. Ks. HE 137/2004 s. 53 ja Ratan standardi 5.2b kohta 5.2(18).

[141] Ks. KM 1991:48 s. 146.

[142] Ks. Huovinen s. 270–271, jonka mukaan tällöinkään aikaa ei saa kulua vuorokautta kauempaa ilman erityisen painavia syitä.

[143] FSA Final Notice 19.5.2004.

Tällä välin yhtiö teki analyysin sopimuksen irtisanomisen mahdollisista vaikutuksista yhtiön liiketoimintaan ja tutki eri vaihtoehtoja kustannusten säästämiseksi. Yhtiö ei saamastaan irtisanomisilmoituksesta huolimatta ollut ottanut yhteyttä neuvonantajaansa, aikaistanut yhtiön hallituksen suunniteltua kokousta tai tehnyt muita toimenpiteitä mahdollisen tiedotteen julkistamistarpeen arvioimiseksi.

16.4.2002 yhtiö sai asiakkaan kirjeen, jossa yhtiön esittämiä perusteita kerrottiin sinänsä harkitun mutta sopimus oli yhä päätetty irtisanoa aiemman ilmoituksen mukaisesti. Yhtiön hallitus kokoontui 18.4.2002 keskustelemaan asiasta ja valtuutti samalla toimitusjohtajan olemaan yhteydessä yhtiön neuvonantajaan sen selvittämiseksi, tulisiko yhtiön antaa asiasta sekä heikentyneistä tulosluvuistaan tiedote markkinoille. Toimitusjohtaja sai yhteyden neuvonantajan yhteyshenkilöön kokousta seuraavana aamuna 19.4.2002, jolloin päätettiin tapaamisesta 22.4.2002. Tässä tapaamisessa neuvonantaja kehotti yhtiötä antamaan asiasta tiedotteen. Tiedote annettiin seuraavana päivänä 23.4.2002 klo 15:45. Tiedotteen seurauksena yhtiön osakkeen kurssi laski 54 %. FSA piti tietoa sopimuksen menettämisestä merkittävämpänä osakkeen kurssiin vaikuttavana tekijänä kuin tietoa yhtiön heikentyneistä tulosluvuista.

FSA katsoi, että vaikka yhtiön hallitus oli valtuuttanut toimitusjohtajan huolehtimaan jatkotoimenpiteistä sekä mahdollisen tiedotteen antamisesta, ei se poistanut hallituksen velvollisuutta huolehtia siitä, että annettu valtuutus suoritetaan tehokkaasti ja viivytyksettä. FSA:n mukaan tiedon julkistaminen oli viivästynyt huomattavasti ja FSA antoi yhtiölle tiedotteen julkistamisen viivytyksestä 90 000 £ sakon ja yhtiön toimitusjohtajalle 10 000 £ sakon.

Tiedon julkistamisen ajankohtaan liittyvät tulkintaongelmat tulevat tyypillisesti esille erilaisten yritysjärjestelyjen yhteydessä. Erilaisina yritysjärjestelyinä voidaan yrityskauppojen ja erilaisten yhteistoimintasopimusten ohella pitää yhtiöiden sulautumiseen, jakautumiseen tai julkisiin ostotarjouksiin liittyviä tilanteita. Lähtökohtaisesti yrityskauppaa tai muuta yritysjärjestelyä koskeva tieto on julkistettava, kun sitä koskeva lopullinen sopimus tai päätös on tehty. Käytännössä tiedonantovelvollisuus voi kuitenkin syntyä jo ennen lopullisen päätöksen tai sopimuksen muotoutumista. Liikkeeseenlaskijan on esimerkiksi julkistettava tieto tekemästään päätöksestä tai sopimuksesta jo ennen sen muodollista vahvistamista esimerkiksi yhtiön hallituksen virallisella allekirjoituksella, mikäli tiedon julkistaminen ei vaaranna kyseisen päätöksen tai sopimuksen loppuunsaattamista. Velvollisuutta tiedottaa keskeneräisistä seikoista tai seikoista, joita hallitus ei vielä ole muodollisesti hyväksynyt, on kuitenkin pääsääntöisesti tulkittava suppeasti.

Valmisteilla olevasta kaupasta tai muusta sopimuksesta solmittava esisopimus on myös jo pääsääntöisesti julkistettava, jos se on riittävän yksityiskohtainen ja luotettava.[144] Esisopimuksen alustavuuden ja lopullisen sopimuksen syntymi-

[144] HE 137/2004 s. 53. Ks. myös Ratan standardi 5.2b kohta 5.2(16), jonka mukaan esi- tai aiesopimusta ei kuitenkaan tarvitse julkistaa, jos valmisteilla olevan lopullisen sopimuksen olennaisia

seen liittyvän vahvan epävarmuuden vuoksi tiedonantovelvollisuuden ei vielä voida katsoa syntyvän. Mikäli kyseessä on aiesopimus, joka ei sinällään vielä edellytä tai velvoita osapuolia lopullisen sopimuksen solmimiseen tai jos sopimuksen toteutumista muista syistä on kokonaisuudessaan pidettävä epätodennäköisempänä kuin sen peruuntumista, voidaan asian julkistamatta jättämistä pitää perusteltuna. Sopimuksen sitovuuden puuttumista osoittaa esimerkiksi se, että lopullisen sopimuksen keskeiset edellytykset ovat vielä neuvottelujen kohteena tai että järjestelyyn vaadittavan rahoituksen saaminen on vielä epävarmaa. Sitomattomuutta voi kuvastaa myös se, jos sopimuksesta vetäytyminen ei aiheuta osapuolille minkäänlaisia seuraamuksia kuten kulukorvauksia tai sopimussakkoja.

Tiedonantovelvollisuuden laukaisevasta esisopimuksesta voi olla kyse myös silloin, kun sopimuksen osapuolet ovat tiettyjen pääasiassa heistä riippumattomien ehtojen täyttyessä sitoutuneet lopullisen sopimuksen solmimiseen. Tiedonantovelvollisuuden laukeaminen voi usein olla perusteltua myös silloin, kun yhtiö on saanut esimerkiksi solmitun aiesopimuksen nojalla yksinneuvotteluoikeuden kaupan kohteeseen. Tätä voidaan perustella sillä, että tällöin kilpailijoiden mahdollisuudet estää kyseisen sopimuksen toteutuminen ovat olennaisesti heikentyneet. Lisäksi tiedon julkistamisen ei tarvitse koskea vielä neuvottelujen alla olevan sopimuksen ehtoja tai yksityiskohtia, jolloin myöskään kilpailijoiden tietoon ei saateta yhtiön asemaa mahdollisesti heikentäviä tietoja.

Harkinnanvaraisessa tulkintatilanteessa ratkaisu siitä, missä vaiheessa yrityksen on julkistettava itseään tai toimintaansa koskeva seikka, on lopulta tehtävä intressivertailun perusteella. Tällöin on otettava huomioon sekä liikkeeseenlaskijan, sen osakkeenomistajien ja muiden markkinoilla toimivien sijoittajien (liikkeeseenlaskijan potentiaalisten osakkeenomistajien) edut ja oikeussuojatarpeet. Viime kädessä kyse on siten hyötyjen ja haittojen punninnasta kyseisten intressiryhmien välillä.

6.5.5 Tiedon julkistamisen lykkääminen

MAD:n mukaan liikkeeseenlaskija voi *omalla vastuullaan* lykätä sisäpiirintiedon julkistamista ollakseen vaarantamatta oikeutettuja etujaan (*legitimate inter-*

---

osia ja ehtoja ei ole riittävän tarkasti määritelty tai sovittu esi- tai aiesopimuksessa tai jos lopullisen sopimuksen syntyminen on epävarmaa.

Ratan tulkinnan mukaan myöskään liikkeeseenlaskijan päätös due diligence -tutkimuksen sallimisesta ei itsessään ole AML 2:7:n perusteella julkistettava asia. Due diligence -tutkimusta voi kuitenkin edeltää sellaisen neuvotteluosapuolten välisen sopimuksen solmiminen tai sopimukseen verrattavan yhteisymmärrykseen päätyminen, joka voidaan katsoa julkistettavaksi esisopimukseksi. Tällöin myös esisopimuksessa mahdollisesti edellytetty due diligence -tutkimuksen suorittaminen tulee julkistaa. Ks. Ratan lausunto 12.9.1997, dnro 8/264/97.

ests), jos tiedon julkistamatta jättäminen ei todennäköisesti johda yleisöä harhaan ja liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena.[145] MAD:n implementoinnin seurauksena Ratan poikkeuslupajärjestelmästä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta on luovuttu. Uuden AML 2:7.2:n mukaan: ”Liikkeeseenlaskija voi hyväksyttävästä syystä lykätä tiedon julkistamista ja toimittamista asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle, jos tiedon julkistamatta jättäminen ei vaaranna sijoittajien asemaa ja liikkeeseenlaskija pystyy varmistamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena.” Säännöksen mukaan liikkeeseenlaskijan on lisäksi viipymättä ilmoitettava Ratalle ja pörssille päätöksestään lykätä tiedon julkistamista ja sen syistä.

Tiedon julkistamisen lykkäämiselle on siten asetettu kolme kriteeriä. Ensinnäkin tiedon julkistamisen lykkäämiselle tulee olla *hyväksyttävä syy*. Toiseksi tiedon julkistamatta jättäminen ei saa *vaarantaa sijoittajien asemaa*. Kolmanneksi liikkeeseenlaskijan on kyettävä varmistamaan julkistamatta jätetyn tiedon *luottamuksellisuus*.

> Komission määritelmädirektiivissä on annettu yksityiskohtaisemmat säännökset julkistamisen lykkäämisen mahdollistamista oikeutetuista eduista ja salassapidosta. Komission direktiivin (3.1 art.) mukaan oikeutetut edut voivat liittyä muun muassa seuraaviin seikkoihin:
>
> a) käynnissä olevat neuvottelut tai niihin liittyvät seikat silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun; erityisesti jos liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka, joka ei kuitenkaan anna aihetta maksukyvyttömyysmenettelyä koskevan lainsäädännön soveltamiseen, tietojen julkistamista voidaan lykätä tilapäisesti, jos tietojen julkistaminen saattaisi vakavasti vaarantaa nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien edut haittaamalla sellaisten neuvottelujen loppuunsaattamista, joilla pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistuminen pitkällä aikavälillä;
>
> b) liikkeeseenlaskijan johtoelimen tekemät päätökset tai sopimukset, joiden voimaantulo edellyttää liikkeeseenlaskijan muun elimen hyväksyntää, silloin kun liikkeeseenlaskijan organisaatiossa edellytetään näiden elinten erottamista edellyttäen, että tietojen julkistaminen ennen tämänkaltaista hyväksyntää ja tieto siitä, että hyväksyntää ei ole vielä saatu, todennäköisesti vaarantaisi tietojen asianmukaisen arvioinnin yleisön keskuudessa.

Tiedon julkistamisen lykkäämiseen liittyvää hyväksyttävää syytä määriteltäessä arviointi tulee tehdä liikkeeseenlaskijan näkökulmasta. Vaikka kyseeseen voivat tulla muutkin kuin määritelmädirektiivissä mainitut esimerkit, on arvioinnissa otettava huomioon se, että tiedon julkistamisen lykkääminen on katsottu

---

[145] MAD 6 artiklan toinen kohta. Säännöksen mukaan jäsenvaltiot voivat lisäksi vaatia, että liikkeeseenlaskijan on viipymättä ilmoitettava toimivaltaiselle viranomaiselle päätöksestä lykätä sisäpiirintiedon julkistamista.

tarkoituksenmukaiseksi sallia vain tarkoin määritellyissä erityisolosuhteissa liikkeeseenlaskijoiden oikeutettujen etujen suojaamiseksi.[146] Lykkäämispäätöksen voidaan AML:ssa omaksutun ratkaisun vuoksi katsoa tulevan kyseeseen vain poikkeustapauksissa. AML:n pääsäännön mukaan valmisteltavia asioita tai tietoja, joiden luotettavuus on vielä tarkistettava, ei tarvitse julkistaa. Lykkääminen soveltuu siten vain tilanteisiin, joissa tieto on jo saavuttanut normaalia julkistamisvelvollisuutta edellyttävän asteen.

Hyväksyttävänä syynä voivat olla esimerkiksi käynnissä olevat yritys- tai muut kauppaneuvottelut silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti voisi vaikuttaa kyseisten neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun. Tiedon julkistamisen lykkäämisen hyväksyttävyys voi myös kohdistua vain osaan julkistamisvelvollisuuden kohteena olevasta tiedosta. Esimerkiksi yrityskauppaneuvottelujen yhteydessä ainoastaan yrityskauppahinnan julkistamisen lykkääminen voi olla hyväksyttävää mutta muut sopimuksen pääkohdat on sen sijaan julkistettava.

Hyväksyttävänä syynä voi olla myös viranomaisen liikkeeseenlaskijalle antama kielto tiedon julkistamiselle tai ilmaisemiselle.[147] Liikkeeseenlaskijan kannalta hyväksyttävänä syynä tiedon lykkäämiselle voidaan myös pitää esimerkiksi tietoa, jonka julkistaminen vaarantaisi yhtiön mahdollisuudet toteuttaa suunnittelemansa yrityskauppa tai solmia tuotekehittelysopimus taikka vahingoittaisi yhtiötä saattamalla sen kilpailijoiden tietoon kilpailun kannalta tärkeitä tulevaisuuden suunnitelmia.[148] Tiedon julkistamisen heikentäessä yhtiön kilpailuasemaa on sen julkistamatta jättäminen sekä yhtiön että sen osakkeenomistajien etujen mukaista, koska tiedon julkistamisesta aiheutuvat välilliset kustannukset voisivat ylittää tiedolla yhtiön osakkeenomistajille olevan arvon. Yhtiön liiketoimintaan liittyvän seikan julkistamisen lykkääminen voi tapauskohtaisesti olla liikkeeseenlaskijan (ja sen osakkeenomistajien) edun mukaista esimerkiksi yhtiön toimintaan liittyvistä strategisista syistä, liikesalaisuussyistä, tiedon kaupallisesta hyväksikäyttömahdollisuudesta johtuvista syistä tai tietojen julkistamisesta mahdollisesti seuraavan oikeudellisen vastuun tai muiden yhtiön kannalta hyväksyttävien syiden vuoksi.[149] Yhtiöllä ei kyseisen säännöksen perusteella ole oikeutta lykätä tulosvaroituksen julkistamista. Tulosvaroituksen julkistamisen

---

[146] Komission määritelmädirektiivin johdantolause 5.

[147] Ratan standardi 5.2b kohta 5.3.2(21).

[148] Ks. HE 157/1988 s. 29, missä yhtiön kannalta haitallisina tietoina pidettiin kyseisiä seikkoja ja jotka siten olivat aiemmin edellytyksenä Ratan myöntämälle poikkeusluvalle. Vastaavat seikat voivat yhä nykyisin muodostaa liikkeeseenlaskijalle hyväksyttävän syyn lykätä tiedon julkistamista.

[149] Ks. myös Annola 1990 s. 17 ja Haussila s. 280, joiden mukaan tiedon julkistamisella voi olla olennaista haittaa yhtiölle, jos julkistaminen vaarantaisi teollisoikeudellisen suojan saamisen.

lykkäämisen voidaan aina katsoa vaarantavan sijoittajien asemaa.[150] Arviointikriteerinä lykkäämisen hyväksyttävyydelle voidaan lopulta pitää sitä, milloin ja missä olosuhteissa tiedon lykkäämiselle on yhtiön näkökulmasta liiketaloudellisesti hyväksyttävät perusteet.

Mikäli liikkeeseenlaskijalla on hyväksyttävä syy tiedon julkistamisen lykkäämiselle, on seuraavaksi arvioitava sitä, vaarantaisiko tiedon julkistamatta jättäminen sijoittajien asemaa. Edellä mainitut yhtiön näkökulmasta hyväksyttävät syyt ja niihin mahdollisesti sisältyvät salassapitosopimukset eivät oikeuta tiedon julkistamisen lykkäämiseen, jos sijoittajien asema sen johdosta vaarantuisi.[151] Sijoittajalla voidaan ymmärtää tarkoitettavan sekä yhtiön olemassa olevia että potentiaalisia osakkeenomistajia. Sijoittajien aseman vaarantamista koskevan edellytyksen arvioinnissa keskeisempänä näkökulmana voidaan kuitenkin pitää markkinoilla toimivia sijoittajia yleisesti eli yhtiön potentiaalisia osakkeenomistajia. Tätä voidaan perustella sillä, että yhtiön osakkeenomistajien edut tulevat (välillisesti) huomioon otetuiksi jo liikkeeseenlaskijan hyväksyttävää syytä arvioitaessa.[152]

Sijoittajien aseman vaarantumista on arvioitava siitä näkökulmasta, miten tiedon julkistamatta jättäminen mahdollisesti vaikuttaisi sijoittajien sijoituspäätöksiin.[153] Sijoittajien aseman vaarantamisen edellytyksenä ei välttämättä vielä tulisi pitää sitä, että sijoittajat todennäköisesti käyttäisivät kyseistä tietoa sijoituspäätöksensä yhtenä perustana. Kyseinen kriteeri käytännössä estäisi lähes jokaisen tiedon julkistamisen lykkäämisen. Toiseksi sijoittajien on myös tiedostettava se, ettei yhtiö voi välttämättä julkistaa tietoja esimerkiksi vielä keskeneräisistä neuvotteluista, ilman että se samalla vaarantaisi yhtiön etuja.[154] Koska

---

[150] Ns. myönteisen tulosvaroituksen julkistamisen lykkääminen ei tosin lähtökohtaisesti voi vaarantaa markkinoilla toimivien sijoittajien asemaa mutta yhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta tilanne on toinen. Ilman tietoa yhtiön odotettua myönteisemmästä (vaikkakin ehkä alustavasta) kehityksestä yhtiön osakkeenomistajien myyntipäätökset perustuvat puutteelliseen tietoon.

Ks. myös Ratan standardi 5.2b kohta 5.3.2(22), jonka mukaan tiedon julkistamista ei voida lykätä sillä perusteella, että odotetaan liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevien olosuhteiden tai tapahtumien vaikutusten tosiasiallista ilmenemistä.

[151] Ks. myös HE 137/2004 s. 53, jonka mukaan esimerkiksi sopimusneuvottelujen yhteydessä mahdollisesti laaditut salassapitosopimukset eivät voi kumota yhtiön velvollisuutta julkistaa tietoa neuvotteluista markkinoille, jos se voi johtaa sijoittajia harhaan.

[152] Ks. myös MAD 6.3 art., jossa viitataan *yleisön* harhaanjohtamiseen käyttämällä ilmaisua ”mislead the public”.

[153] Ks. Karjalainen – Parkkonen s. 124, joiden mukaan Rata on aiemman lain mukaisia poikkeuslupia käsitellessään tehnyt olettamuksen, että pääsääntöisesti julkistamaton tieto vaarantaa aina sijoittajien asemaa. Poikkeuslupia on siten myönnetty erittäin harvoin.

[154] Ks. myös Englannin osalta The Market Abuse Directive (Disclosure Rules) Instrument 2005, DR 2.5.2 G (2), jonka mukaan: ”Investors understand that some information must be kept confidential until developments are at a stage when an announcement can be made without prejudicing the legitimate interests of the issuer.”

säännös edellyttää sijoittajien aseman vaarantamista, voidaan kynnys asettaa tätä korkeammalle. Edellytyksenä voidaan siten pitää sitä, etteivät sijoittajat todennäköisesti tekisi kyseisestä tiedosta tietoisena sijoituspäätöstä joko ollenkaan tai vähintään olennaisesti eri ehdoin. Tiedon vaarantamisvaikutusta arvioitaessa keskeisen kriteerin voidaan katsoa liittyvän myös tiedon vaikutuksen suuntaan. Liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon tai hintaan todennäköisesti myönteisesti vaikuttavan tiedon osalta tiedon lykkääminen voi olla perustellumpaa, koska tällöin markkinoilla toimivien sijoittajien asema ei vaarannu samassa määrin kuin tiedon ollessa kielteistä.

Komission määritelmädirektiivin mukaan liikkeeseenlaskijan näkökulmasta hyväksyttävä syy voi myös liittyä sen käymiin neuvotteluihin, erityisesti jos liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka, joka ei kuitenkaan anna aihetta maksukyvyttömyysmenettelyä koskevan lainsäädännön soveltamiseen. Tällöin tietojen julkistamista kyseisistä neuvotteluista voitaisiin lykätä tilapäisesti, jos tietojen julkistaminen saattaisi vakavasti vaarantaa nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien edut haittaamalla sellaisten neuvottelujen loppuunsaattamista, joilla pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistuminen pitkällä aikavälillä.[155] Kyseisen säännöksen mukaan tiedottamatta jättämistä voitaisiin siten pitää ns. sallittuna kriisikäyttäytymisenä.[156] Hyväksyttävyyden edellytyksenä on, että tietyn (kielteisen) tiedon antamatta jättämisellä voitaisiin turvata yhtiön ja sen osakkeenomistajien etujen mukaisesti esimerkiksi ulkopuolisen rahoituksen saaminen yhtiön taloudellisessa kriisitilanteessa. Oikeus tiedon julkistamisen lykkäämiseen ei kuitenkaan koske itse yhtiön taloudellisia vaikeuksia koskevan tiedon lykkäämistä, vaan ainoastaan kyseiseen tilanteeseen liittyvien rahoitusneuvottelujen olemassaoloa tai niiden sisältöä.[157]

Komission määritelmädirektiivin edellytys tietojen julkistamisen lykkäämiselle sillä perusteella, että tietojen julkistaminen saattaisi vakavasti vaarantaa yhtiön potentiaalisten osakkeenomistajien edut, on kyseenalainen. Yhtiön taloudellista kriisitilannetta koskevien neuvottelujen julkistaminen ei lähtökohtaisesti

---

[155] Komission määritelmädirektiivin 3 art. 1(a) kohta.

[156] Vrt. velallisten rikosten osalta Tapani 2004 s. 59–60, jonka mukaan kyseisissä rikoksissa on keskeistä erottaa sallittu menettely kielletystä. Rikosoikeudellinen vastuuarviointi palautuu usein siihen, mikä on liiketaloudellisesti rationaalista ja järkevää toimintaa taloudellisessa kriisitilanteessa ja onko toiminta perusteltua velkojien taloudellisten etujen näkökulmasta.

[157] Ks. vastaavasta tulkinnasta Englannissa The Market Abuse Directive (Disclosure Rules) Instrument 2005, DR 2.5.4 G (1): ”…does not allow an issuer to delay public disclosure of the fact that it is in financial difficulty or of its worsening financial condition and is limited to the fact or substance of the negotiations to deal with such a situation. An issuer cannot delay disclosure of inside information on the basis that its position in subsequent negotiations to deal with the situation will be jeopardised by the disclosure of its financial condition.”

voi vaarantaa markkinoilla toimivien sijoittajien eli yhtiön potentiaalisten osakkeenomistajien asemaa. Tiedon julkistamisen lykkäämistä voidaan yhtiön osakkeenomistajien näkökulmasta arvioituna luonnollisesti pitää perusteltuna, etenkin jos neuvottelut lopulta johtavat yhtiön kannalta myönteiseen lopputulokseen. Neuvottelujen sen sijaan epäonnistuttua ja yhtiön mahdollisesti ajautuessa jopa konkurssiin voidaan jälkikäteen kyseenalaistaa helpommin tiedon julkistamatta jättämisen ja sitä edeltäneen intressivertailun puolustettavuus. Tiedon julkistamisen lykkäämisen sallittavuus palautuu siihen, että julkistamisen lykkäämisellä yhtiölle ja sen osakkeenomistajille saavutettavaksi arvioitu hyöty on selkeästi suurempi kuin se haitta, joka tiedon julkistamisen lykkäämisestä mahdollisesti aiheutuu niille markkinoilla toimiville sijoittajille, jotka joutuvat hankkimaan kyseisen yhtiön arvopapereita markkinoilla olevien puutteellisten tietojen nojalla. Tiedon julkistamisen lykkäämismahdollisuutta erityisesti yhtiön näkökulmasta kielteisten tietojen osalta tulee juuri tästä näkökulmasta johtuen tulkita suppeasti, sillä lähtökohtaisesti tiedon julkistamisen lykkääminen on omiaan aina vaarantamaan markkinoilla toimivien sijoittajien asemaa.

Tiedon julkistamisen lykkäämistä koskeva säännös on siten selkeä intressipunnintanormi, jossa liikkeeseenlaskijalta edellytetään intressivertailua tiedon julkistamisen lykkäämistä arvioidessaan.[158] MAD:ssa käytetty ilmaisu ”omalla vastuullaan” tarkoittaa sitä, että arviointi lykkäämisen sallittavuudesta kohdistetaan siihen, oliko yhtiön suorittama arvio lykkäämisen perusteista yhtiöllä päätöksentekohetkellä olleen tiedon nojalla perusteltu. Yhtiön on siten kyettävä jälkikäteen osoittamaan pyrkineensä riittävän huolellisesti arvioimaan lykkäämisen hyväksyttävyyttä sekä liikkeeseenlaskijan että markkinoilla toimivien sijoittajien näkökulmasta.[159]

Tiedon lykkäämisen kolmantena edellytyksenä on, että liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena. Komission määritelmädirektiivin mukaan liikkeeseenlaskijoilla on kyseisen velvoitteen täyttääkseen

---

[158] Vastaavasti Ratan poikkeuslupasäännöksen perusteluissa katsottiin Ratan poikkeusluvan myöntämistä harkitessaan olleen velvollinen punnitsemaan julkistamisesta ja siitä poikkeamisesta aiheutuvia etuja ja haittoja. HE 318/1992 s. 28.

Ks. KHO 21.11.1997 taltio 2960 (1997:132), jossa KHO katsoi, että yrityskauppa ja siinä maksettu vastike olivat AML 2:7.1:ssa tarkoitettuja olennaisia ja julkistettavia seikkoja. Edellytyksiä poikkeuksen myöntämiseen julkistamisvelvollisuudesta ei ollut verrattaessa julkistamatta jättämisestä sijoittajille aiheutuvia haittoja julkistamisen liikkeeseenlaskijalle aiheuttamiin haittoihin.

[159] Lykkäyspäätöksen perusteltavuutta voidaan arvioida myös ns. business judgement -säännön näkökulmasta. Kyseisen periaatteen mukaan johto on toiminut riittävällä huolellisuudella yhtiön edun edistämiseksi, jos yhtiön päätösten tueksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, jonka perusteella on tehty johdonmukainen päätös, eivätkä päätöksen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat. Ks. HE 109/2005, OYL 1:8 ja 22:1:n yksityiskohtaiset perustelut.

Arvopaperimarkkinoilla business judgement -säännön soveltamisessa on kuitenkin otettava huomioon, että listayhtiön johdon on yhtiön edun edistämisen ohella otettava huomioon myös markkinoilla toimivien sijoittajien edut.

oltava käytössään tehokkaat järjestelyt sen varmistamiseksi, etteivät kyseisiä tietoja saa käyttöönsä muut kuin niitä tehtäviensä hoitamiseen liikkeeseenlaskijan organisaatiossa tarvitsevat. Toiseksi liikkeeseenlaskijan on toteutettava tarvittavat toimenpiteet sen varmistamiseksi, että kaikki kyseisten tietojen käyttöön oikeutetut henkilöt tunnistavat tähän liittyvät oikeudelliset ja lakisääteiset velvollisuutensa sekä ovat tietoisia kyseisten tietojen väärinkäytön tai niiden perusteettoman levittämisen seuraamuksista. Kyseinen velvoite tulee käytännössä täytetyksi sillä, että yhtiö pitää asianmukaisesti yllä AML 5:8–11:ssä säädettyä yrityskohtaista sisäpiirirekisteriä. Liikkeeseenlaskijan tulisi parhaan kykynsä mukaan varmistua myös siitä, että sen puolesta tai lukuun toimivat tahot rajoittavat vastaavalla tavalla sisäpiirintiedon leviämistä. Varmistusvelvollisuus kohdistuu myös siihen, että nämä tuntevat ja ymmärtävät sisäpiiritiedon hallintaan liittyvät velvollisuutensa sekä ovat tietoisia tietojen väärinkäytön tai niiden perusteettoman levittämisen seuraamuksista.[160] Kolmanneksi liikkeeseenlaskijan on kyettävä julkistamaan markkinoille vuotaneet sisäpiirintiedot. Tiedon julkistamisvalmiutta voidaan ylläpitää esimerkiksi laatimalla hanketta koskeva tiedottamissuunnitelma ja pitämällä suunnitelmaa ajan tasalla koko hankkeen ajan. Tähän voi liittyä myös varsinaisen tiedoteluonnoksen laatiminen ja valmius pyytää pörssiltä yhtiön osakkeella käytävän kaupankäynnin keskeytystä.[161]

6.5.6 Tiedottamisen samanaikaisuus

AML 2:7.3:n mukaan: ”Jos liikkeeseenlaskija tai sen lukuun taikka puolesta toimiva ilmaisee toiselle julkistamattoman tiedon, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, tieto on välittömästi julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle. Jos tiedon ilmaiseminen tapahtuu tahattomasti, tieto on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi. Mitä tässä momentissa säädetään, ei sovelleta, jos tiedon saanut henkilö on velvollinen pitämään sen salassa.”

Kyseisen säännöksen tarkoitus on turvata se, että kaikki markkinoilla toimivat sijoittajat saavat listayhtiöitä koskevan olennaisen tiedon samanaikaisesti. Tiedon samanaikaisella julkistamisella tarkoitetaan, että liikkeeseenlaskija saattaa julkistettavan informaation yleisön tietoon sekä julkisen kaupankäynnin järjestäjän (pörssin) että keskeisten tiedotusvälineiden välityksellä. Ensisijaisena julkistamiskanavana on kuitenkin pörssin kautta tapahtuva julkistaminen.[162]

---

[160] Ratan standardi 5.2b kohta 5.3.4(28).
[161] Ks. komission määritelmädirektiivin 3 artiklan 2 kohta ja HE 137/2004 s. 55 sekä Ratan standardi 5.2b kohta 5.3.4(29–30).
[162] Ks. myös Ratan standardi 5.2b kohta 5.4(34).

> Pörssin säännöissä liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta on lisäksi täsmennetty siten, että mikäli yhtiö antaa muun kuin tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon, jota ei ole pidettävä vähämerkityksellisenä, tieto on samanaikaisesti annettava pörssille.[163] Toisin sanoen tiedon ollessa laissa edellytetyllä tavalla olennainen, tulee yhtiön aina se tiedottaa ja julkistaa pörssin kautta. Vähämerkityksellistä tietoa ei tarvitse tiedottaa lainkaan ja vaikka sellainen tieto annettaisiin, ei sen tarvitse tapahtua pörssin kautta. Vaikutukseltaan olennaisen ja vähämerkityksellisen tiedon välimaastoon sijoittuvaa tietoa ei myöskään ole lain mukaan velvollisuus tiedottaa markkinoille lainkaan, mutta jos sellainen tieto halutaan julkisuuteen antaa, tulee sen julkistamisessa noudattaa pörssin sääntöjä. Tiedonantovelvollisuuden yleinen johdonmukaisuus kuitenkin edellyttää, että myös tällaiset olennaisia tietoja vähämerkityksellisemmät tiedot annetaan samoja tiedon sisältöä koskevia periaatteita noudattaen.[164]

Julkistamisen samanaikaisuuden vaatimusta voidaan käytännössä rikkoa esimerkiksi lehdistö-, analyytikko- tai sijoittajatapaamisessa taikka yhtiökokouksessa.[165] Kyseisissä tilanteissa AML 2:7:ssä tarkoitetun olennaisen tiedon ilmaisemista ei kuitenkaan voida pitää sallittuna, koska se ei tällöin tapahdu osana liikkeeseenlaskijan tai tämän lukuun toimivan henkilön tavanomaisen työn tai tehtävien suorittamista. Tiedon ilmaisemiselle ei kyseisissä tilanteissa ole yhtiön näkökulmasta hyväksyttävää syytä, eikä tiedon julkistamisvelvollisuutta voida siten poistaa myöskään tiedon vastaanottajalle asetettavilla tiedon salassapitovelvollisuuksilla. Tilanteessa, jossa AML:n nojalla julkistettava seikka annetaan valikoidusti tietyille henkilöille, voi yhtiö joutua vastuuseen sekä AML 2:7:n sisältyvän julkistamisen samanaikaisuuden että AML 5:2:n sisäpiirintiedon ilmaisukiellon rikkomisesta. Sisäpiirintiedon ilmaisukieltoa on jo käsitelty edellä luvussa 4.2.3. Pörssin kurinpitolautakunta on antanut muutamia ratkaisuja, jotka havainnollistavat tiedon julkistamisen samanaikaisuuden vaatimusta.

---

[163] Pörssin säännöt 3.2.2. Pääsääntöisesti kyseisen sääntökohdan tarkoittamat ”muut kuin vähämerkitykselliset seikat” julkistetaan tiedotteena, edellyttäen etteivät ne ole omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon, jolloin asiasta tulee julkaista varsinainen pörssitiedote. Vaihtoehtoisesti tiedote voidaan nimetä lehdistötiedotteeksi. Ks. pörssin sääntöjen ”tiedotteiden nimeämissuositus”.

Pörssin sääntöjen mukaan valmisteilla olevia olennaisia päätöksiä taikka vielä toteutumattomia liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevia olennaisia seikkoja ei saa julkistaa muutoin kuin antamalla niistä samanaikaisesti tieto pörssille ja keskeisille tiedotusvälineille. Ks. pörssin säännöt 3.1.6.

[164] HE 137/2004 s. 54.

[165] HE 137/2004 s. 55–56, jossa sisäpiirintiedon katsotaan voivan koostua myös useammasta yksittäisestä seikasta, joiden perusteella kuulijalle syntyy käsitys tietokokonaisuuden olennaisuudesta.

Ks. sisäpiirintiedon ilmaisemisesta analyytikoille aiemmin luvussa 4.2.1.5 esitettyä.

Pörssin kurinpitolautakunnan sihteerin antamassa päätöksessä (3/2002) oli kyse siitä, että yhtiön toimitusjohtaja oli yhtiön tilinpäätöstiedotteen julkistamisen jälkeen antanut uutistoimistolle tilinpäätöstiedotteessa julkistettua tietoa selvästi tarkempia ja yksiselitteisempiä taloudellista asemaa, liikevaihtoa ja tuloksen kehittymistä koskevia arvioita. Uutistoimisto oli uutisoinut kyseiset tiedot samana päivänä ennen puoltapäivää. Yhtiö julkisti tiedot pörssin pyynnöstä pörssitiedotteena iltapäivällä.

Pörssin kurinpitolautakunnan sihteeri katsoi, että yhtiö oli tilikauden 2002 liikevaihdon ja tuloksen kehittymistä koskevien arvioiden antamisessa noudattamallaan menettelyllä vaarantanut sijoittajien mahdollisuuden saada samanaikaisesti yhtiön taloudellisen aseman kehittymistä koskevat tiedot. Näin menetellessään yhtiö oli laiminlyönyt noudattaa arvopaperipörssin ohjesäännön tarkoittamaa samanaikaisuusvaatimusta tulevaisuuden kehitysnäkymien julkistamismenettelyssään. Kurinpitolautakunnan sihteeri antoi yhtiölle muistutuksen.

Pörssin kurinpitolautakunnan sihteerin antamassa päätöksessä (5/2002) oli kyse siitä, että yhtiö oli toimittanut pörssitiedotteensa sähköisen version pörssille julkistettavaksi. Sähköisessä tiedoteversiossa olleen virheen korjaamisen vuoksi tiedotteen julkistamisessa tapahtui kuitenkin muutaman minuutin viivästys. Viivästyksestä huolimatta tiedotteen paperiversiota alettiin erehdyksessä jakaa suunnitelman mukaan eli pari minuuttia aiemmin kuin pörssiin toimitettu sähköinen tiedote oli voitu julkistaa.

Pörssin kurinpitolautakunnan sihteeri katsoi, että vaikka tiedote oli toimitettu ajoissa pörssille, mutta kun siinä olevan virheen vuoksi sitä ei ollut voitu heti julkistaa, oli yhtiö rikkonut sääntömääräystä tiedon samanaikaisesta toimittamisesta tiedotusvälineille ja pörssille sääntöjä. Yhtiö oli täyttänyt tiedottamisvelvoitteensa vasta kun tiedote oli julkistamiskelpoisena toimitettu pörssille. Yhtiön tuottamus oli pörssin mukaan kuitenkin vähäinen eikä yhtiö ollut selvityksen mukaan syyllistynyt sellaiseen huolimattomuuteen, että seuraamuksien määräämiselle olisi aihetta.

Pörssin kurinpitolautakunnan antamassa päätöksessä (1/2000) puolestaan katsottiin, että yhtiö oli laiminlyönyt julkistaa pörssitiedotteella yhtiön toimitusjohtajan tiedotustilaisuudessa antaman täsmentävän arvion yrityskaupan vaikutuksesta yhtiön tulokseen. Kaikilla markkinoilla toimivilla ei siten ollut samanaikaisesti käytettävissään tietoa yhtiön osakkeen arvon perustelluksi määrittämiseksi tältä osin. Kurinpitolautakunta antoi yhtiölle muistutuksen.

6.5.7 Tietovuodot ja huhujen oikaiseminen

Pörssin sääntöjen mukaan liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava tiedote, mikäli se saa tietoonsa, että tieto, joka toteutuessaan kuuluu tiedonantovelvollisuuden piiriin, on vuotanut ennen sen julkistamista. Pörssin sääntöjen mukaan liikkeeseenlaskijan on myös tarvittaessa kiistettävä julkisuudessa liikkuvat virheelliset tai harhaanjohtavat tiedot. Mikäli julkisuudessa olevat väärät tai harhaanjohtavat tiedot ovat liikkeeseenlaskijasta itsestään lähtöisin

olevia, on liikkeeseenlaskijalla korostunut velvollisuus julkistaa asiaa koskeva tiedote.[166] Yhtiön on tällöin myös tapauskohtaisesti arvioitava yhtiönsä arvopaperin kaupankäynnin keskeyttämistä siksi ajaksi, kunnes tietovuodon tai väärien tietojen johdosta on annettu markkinoille tiedote. Sen sijaan tilanteissa, jossa julkisuudessa on muualta kuin liikkeeseenlaskijan piiristä lähtöisin olevia liikkeeseenlaskijaa koskevia tietoja, jotka saattavat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin hinnanmuodostumiseen, liikkeeseenlaskijan on itse arvioitava oikaisutarve.[167]

Yhtiöille ei voida eikä ole syytä asettaa liian tiukkaa velvollisuutta kommentoida kaikkea sellaista markkinoilla liikkuvaa tietoa tai markkinahuhuja, joiden syntymiseen se ei itse ole myötävaikuttanut. Yhtiön on tapauskohtaisesti harkittava, milloin markkinahuhut ovat siinä määrin konkreettisia ja mahdollisesti yhtiön osakkeen arvon hinnoitteluun vaikuttavia, että huhuihin on syytä reagoida. Huhujen täsmällisyys voi esimerkiksi olla indisio siitä, että tiedot ovat lähtöisin liikkeeseenlaskijasta. Oikaisuvelvollisuus voi myös korostua silloin, jos tiedot ovat tulleet luotettavana pidettävältä taholta.[168] Vaikka yhtiöllä ei olekaan selkeää velvollisuutta ottaa kantaa markkinahuhuihin tai esimerkiksi sen tuloksesta annettuihin ”vääriin” konsensusennusteisiin, voi tietojen oikaiseminen olla markkinoiden ja yhtiön osakkeenomistajien intressien mukaista ja siten samalla myös vahvistaa yhtiön antaman tai siitä saatavan informaation luotettavuutta.[169] Yhtiön oma harkintavalta ei kuitenkaan ole ainoa ratkaiseva kriteeri, sillä myös pörssi voi tarvittaessa velvoittaa listayhtiön julkistamaan asiaa koskevan tiedotteen.[170]

6.5.8 Tietojen totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus

Tiedottamisrikoksena on rangaistavaa sekä jättää antamatta pykälässä edellytetyt riittävät tiedot olennaisista seikoista että totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen kyseistä tiedonantovelvollisuutta täytettäessä. Tiedon totuudenvastaisuuden ja harhaanjohtavuuden käsitteitä on arvioitu jo edellä.[171]

---

[166] Ks. pörssin säännöt 3.1.9–3.1.11.

[167] Huhujen levittäjä voi joutua myös vastuuseen kurssin vääristämistä koskevien säännösten rikkomisesta, mikäli ne ovat siinä määrin olennaisia, että ne voivat vääristää arvopaperin hintatasoa.

[168] Ks. myös Huovinen s. 248 sekä tietovuodoista ja markkinoilla liikkuvien huhujen korjaamisvelvoitteista yleisesti Huovinen s. 242–254.

[169] Ks. konsensusennusteista myös jäljempänä tulosvaroituksen yhteydessä luvussa 6.5.9 esitettyä.

[170] AML 2:7.5:n mukaan pörssillä on toissijainen vastuu julkistaa sen tietoon tulleet liikkeeseenlaskijan päätökset ja liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevat seikat, joita liikkeeseenlaskija ei ole julkistanut.

[171] Ks. luku 6.3.2 ja kurssin vääristämisen osalta luku 5.2.3.2.

Kyseiset periaatteet soveltuvat totuudenvastaiseen tai harhaanjohtavaan tiedottamiseen myös jälkimarkkinoilla.

Jälkimarkkinoilla keskeistä tiedon harhaanjohtavuutta arvioitaessa on se, onko tieto omiaan antamaan sijoittajille harhaanjohtavan kuvan tai käsityksen, ottaen huomioon perustellun arvion, joka sijoittajilla yhtiön aiemmin julkistaman informaation perusteella on muodostettavissa. Tällöin harhaanjohtavuuteen voi keskeisesti vaikuttaa esimerkiksi se, kuinka johdonmukaisesti yhtiö on seurannut aiemmin noudattamaansa tiedotuspolitiikkaa.[172] Samoin tiedottamisen harhaanjohtavuutta arvioitaessa merkitystä voi olla pörssitiedotteiden otsikoinnilla. Tiedotteen otsikon ja sisällön tulee vastata toisiaan.[173] Tiedottaminen voi myös muuttua harhaanjohtavaksi, mikäli kielteisiä seikkoja peitetään tiedotteeseen muun tiedon sekaan siten, ettei niitä ulkopuolinen helpolla havaitse.[174] Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistettavien tietojen käyttämistä markkinointikeinona ei myöskään voida pitää hyväksyttävänä, mikäli tiedot voivat antaa harhaanjohtavan käsityksen tiedonantovelvollisuuden kohteena olevista tosiseikoista. Liikkeeseenlaskijan on julkistettava tiedot siten, että yleisö voi arvioida tietoja tyhjentävästi ja virheettömästi.[175]

Liikkeeseenlaskijoiden jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla annettujen tietojen mahdollinen harhaanjohtavuus voi ilmetä tyypillisesti yhtiön tulevaisuudennäkymiä tai tulosennusteita koskevien tietojen antamisen yhteydessä. Harhaanjohtavuuden riskiä korostaa se, ettei yhtiöiden julkistamia tulevaisuudennäkymiä tai niihin liittyviä ennusteita voida pitävästi perustella tapahtuneisiin tosiasioihin perustuvilla objektiivisilla tosiasioilla. Lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijalla ei ole laissa asetettua jatkuvaa velvollisuutta julkistaa arvioitaan tulevaisuudennäkymistään.[176] Pörssin sääntöjen mukaan pörssiyhtiön esittämät tulevai-

---

[172] Ks. HE 137/2004 s. 52. Ks. myös Huovinen s. 228, jonka mukaan harhaanjohtavuuden kriteeri voi täyttyä, jos yhtiö muuttaa julkistamiskynnystään olennaisesti. Ks. myös ns. Nokia-tapauksesta jäljempänä tulosvaroitusta koskevan luvun 6.5.9 yhteydessä esitettyä.

[173] Ks. pörssin sääntöjen ”tiedotteiden nimeämissuositus”.

[174] Ks. Huovinen s. 230–231. Ks. tiedon harhaanjohtavuudesta yleisesti Huovinen s. 219–232.

[175] Komission määritelmädirektiivin 2.1 art. mukaan liikkeeseenlaskija ei saa yhdistää yleisölle tarkoitetun sisäpiirintiedon tarjontaa toimintojensa markkinointiin tavalla, joka on todennäköisesti harhaanjohtava.

[176] Pörssiyhtiöiden on ainoastaan osavuosikatsauksissaan selostettava ”liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista”. Ks. AML 2:5.5 momentti. Lisäksi KPL 3:1:n mukaan tilinpäätöksen toimintakertomuksessa tulee esittää arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä. Ks. myös Ratan standardi 5.2b kohta 5.8(48).

Esitteessä liikkeeseenlaskijan on annettava viimeaikaista kehitystä ja tulevaisuudennäkymiä koskevia tietoja ainakin kuluvalta tilikaudelta. Sen sijaan varsinaisia tulosennusteita tai -arvioita ei ole pakko antaa, mutta niitä vapaaehtoisesti annettaessa liikkeeseenlaskijan on noudatettava esiteasetuksessa asetettuja ehtoja. Esiteasetuksen mukaan kyseisten ennusteiden tai arvioiden yhteydessä on annettava mm. selvitys tärkeimmistä oletuksista, joihin liikkeeseenlaskija on perustanut ennusteensa tai arvionsa. Ks. komission esiteasetus liite 1 (12–13).

suuden kehitysnäkymiä koskevat arviot ja niiden perusteet on kuitenkin julkistettava. Tämä tarkoittaa sitä, että mikäli yhtiö haluaa antaa julkisuuteen tulevaisuuden kehitysnäkymiään koskevia arvioita, on ne julkistettava pörssin sääntöjen mukaisesti ja niiden on oltava perusteltuja.[177] Arvioiden perusteltavuudella voidaan ymmärtää sitä, että yhtiön esittämien arvioiden on jollain tavoin oltava perusteltavissa objektiivisesti. Yhtiön on kyettävä perustelemaan ennusteitaan esimerkiksi aiemmin toteutuneilla tulos- ja liikevaihtoluvuilla, yrityksen toimintaan vaikuttavilla kausivaihteluilla tai yleisillä talousennusteilla. Yhtiön on osoitettava ja perusteltava sekä arvioiden taustalla olevat merkittävät oletukset että myös niiden nojalla esitetyt arviot. Julkisuuteen annettujen arvioiden ja niiden perusteiden tulee myös vastata yhtiön omia sisäisiä arvioita ja perusteita.

Listayhtiöiden tulevaisuuttaan koskevien tietojen julkistamista ja sen sääntelyä voidaan pitää lähtökohdiltaan osin ongelmallisena. Toisaalta listayhtiöiden tulevaisuutta koskevan informaation, kuten yhtiön tavoitteiden ja sen tuloksentekokykyyn liittyvien ennusteiden, kysyntä on lisääntynyt markkinoilla voimakkaasti.[178] Tämä on perusteltua, koska yhtiön tulevaisuutta koskevat perustellut näkemykset parantavat yhtiön toiminnan ja sen taloudellisen kehityksen ennustettavuutta ja siten myös yhtiön arvopaperin hinnanmuodostuksen tehokkuutta. Pörssiyhtiöiden tulevaisuuttaan koskevien näkemysten esittämisen ongelmana on kuitenkin niiden subjektiivisuus ja spekulatiivisuus. Perusteettomat ja mahdollisesti ylioptimistiset tulevaisuudennäkymät ovat yksi markkinoiden luottamusta merkittävimmin heikentävistä tekijöistä.

Tulevaisuuden arvioiden esittämistä onkin pidetty yhtenä kaikkein tarkimmin punnittavana hallituksen ratkaisuna.[179] Ennusteita antaessaan yhtiön johdolta on edellytettävä erityistä varovaisuusperiaatetta.[180] Yhtiön tulevaisuuttaan koske-

---

[177] Pörssin säännöt 3.2.41.

[178] Ks. esim. Karjalainen – Parkkonen s. 120–121 ja Ratan standardi 5.2b kohta 5.8(49), jossa tulevaisuudennäkymien julkistamista pidetään niiden toteutumiseen liittyvistä epävarmuustekijöistä huolimatta suositeltavana. Tätä perustellaan sillä, että liikkeeseenlaskijan johto on parhaassa asemassa arvioimaan liikkeeseenlaskijan tulevaa kehitystä. Vastaavasti kohdassa 5.8(53) tulosennusteiden julkistaminen katsotaan suositeltavaksi, koska ne auttavat sijoittajaa perustellun arvion tekemisessä liikkeeseenlaskijasta ja sen arvopaperien arvosta.

[179] Ks. Hirvonen – Niskakangas – Wahlroos s. 93 ja 97, jossa hallituksen katsotaan olevan velvollinen varmistumaan siitä, että yhtiön johto pysyy tulevaisuuden arvioissaan jatkuvasti riittävän varovaisena.

[180] Esimerkiksi Yhdysvalloissa ei ole voimassa erityisiä sääntöjä, jotka velvoittaisivat yhtiöitä antamaan markkinoille ennusteita tai arvioita tulevaisuudestaan. Yhtiöiden tulevaisuutta koskeville ennusteille ja arvioille on kuitenkin olemassa erillinen safe harbour -lauseke. Erillistä turvalauseketta voidaan perustella sillä, että esitteen sisällön oikeellisuutta koskeva vastuu on muuten ankaraa vastuuta. Safe harbour -säännön mukaan tulevaisuuden näkymiä koskevat totuudenvastaiset tai harhaanjohtavat ennusteet eivät ensinnäkään johda vastuuseen, jos tulevaisuutta koskeva lausuma on identifioitu tulevaisuutta koskevaksi ennusteeksi ja siihen on liitetty varoittava lausuma niistä keskeisistä tekijöistä, jotka voivat aiheuttaa tuloksen poikkeamisen ennustetusta. Toiseksi vastuuta

vien ennusteiden julkistamisen yhteydessä ns. kaupallisen kehumisen sallittavuuteen on suhtauduttava pidättyvästi. Ennusteiden on kyettävä vastaamaan yhtiön tosiasiallisia mahdollisuuksia markkinoilla.[181] Yhtiön antaessa markkinoille tulevaisuuttaan koskevia arvioita on myös tulevaisuuden odotuksiin liittyviä toimiala- ja yhtiökohtaisia riskejä ja epävarmuustekijöitä tuotava esiin mahdollisimman läpinäkyvästi.[182] Yhtiön on riskiarvioinnissaan myös pyrittävä tuomaan esiin se, miten yhtiön toimintaympäristössä mahdollisesti tapahtuvat ulkoisten markkinatekijöiden muutokset vaikuttaisivat yhtiön tuloksentekokykyyn. Ennusteet on myös esitettävä ennusteina ja asianmukaisin varoituksin.[183]

---

ei seuraa jos tulevaisuutta koskeva totuudenvastainen tai harhaanjohtava ennuste on epäolennainen (immaterial). Kolmanneksi vastuuta ei synny, jos lausunnon antajan ei kyetä näyttämään olleen tietoinen (actual knowledge) lausunnon totuudenvastaisuudesta tai harhaanjohtavuudesta. Vastuun ulottaminen kyseisellä varoituksella varustettuun lausumaan edellyttää, että yhtiön johdon kyetään näyttämään tienneen lausuman totuudenvastaisuudesta tai harhaanjohtavuudesta. Ks. Securities Act of 1993, section 27A ja Securities Exchange Act of 1934, Section 21E – Application of Safe Harbor for Forward-Looking Statements. Ks. myös Easterbrook – Fischel s. 285, 299 ja 305–306, Hidén s. 212–213 sekä esitevastuutyöryhmän mietintö s. 53.

[181] Vrt. Kansallisanti-tapausta koskenut Helsingin hovioikeuden tuomio 23.4.2002, No 1103, S 97/704, jonka mukaan pankin antamia tietoja ja ennusteita ei voitu pitää AML 2:1:n tarkoittamalla tavalla totuudenvastaisina tai harhaanjohtavina, koska pankin esittämiä tulevaisuuden ennusteita oli ollut pidettävä mahdollisina toteutua. Hovioikeuden perusteluille ei voida antaa yleistä kantavuutta, sillä tulevaisuudennäkymien toteutumiselle tulee niiden esittämishetkellä olla vähintäänkin tosiasiallinen ja varteenotettava mahdollisuus. Ks. samoin myös Mähönen 2002 s. 9–10, jonka mukaan hovioikeus asetti kyseisessä tapauksessa rajan varsin korkealle: varovaisuusvelvollisuutta ei ole, ei edes realistisuusvelvollisuutta, kunhan vain esitettyjen ennusteiden toteutuminen ei olisi mahdotonta.

Ratan mukaan tulosennusteiden laadinnassa ja julkistamisessa tulee noudattaa luotettavuuden periaatetta. Tulosennusteita ei tule antaa ilman huolellista analyysia liikkeeseenlaskijan liiketoiminnasta ja sen kehittymisestä. Tulosennusteiden tulee myös perustua realistisiin ja perusteltuihin arvioihin. Ratan standardi 5.2b kohta 5.9(55).

[182] Ks. Helsingin Pörssin kurinpitolautakunnan päätös 2/2001, jossa kurinpitolautakunta totesi, että yhtiö oli laiminlyönyt riittävien taloudellisten seurantajärjestelmien ylläpitämisen. Yhtiön taloudellisen tilan ja erityisesti ennusteiden julkistaminen oli siten perustunut osittain epäluotettaviin tietoihin. Yhtiön julkistamat ennusteet eivät olleet sellaisia perusteltuja ennusteita, joita listatulta yhtiöltä sääntöjen mukaan edellytetään. Yhtiön johdon tiedossa oli ollut seikkoja, joiden perusteella sen olisi tulevaisuuden ennusteita julkistaessaan pitänyt toimia varovaisemmin ja lisätä ennusteisiinsa toteutumista koskevia vakavia varaumia.

Kurinpitolautakunta katsoi myös, että yhtiön tiedottaminen oli kokonaisuudessaan painottunut liian yksipuolisesti positiivisten asioiden ja odotusten esittämiseen samalla kun yhtiön tilanteeseen ja odotuksiin liittyvät riskit oli jätetty mainitsematta tai niitä oli vähätelty. Rikkomuksia pidettiin vakavina, mistä syystä kurinpitolautakunta antoi yhtiölle huomautuksen ja 50 000 euron kurinpitomaksu.

[183] Ks. Hidén s. 214, jonka mukaan tulevaisuuden ennusteet on perusteltava todennettavissa olevilla faktoilla tai ainakin arvioilla, joita ko. asioita tunteva huolellinen henkilö pitäisi perusteltuina. Hidénin mukaan kyse on siitä, onko sijoittajille annettu väärä kuva sijoitukseen liittyvästä riskistä esittämällä ennusteita, joita ei voi vilpittömin mielin pitää perusteltuina.

Huovisen mukaan vastuu passiivisesti muodostuneesta tiedosta voi syntyä, kun yhtiö on varoittanut markkinoita vain yleisluonteisesti etukäteen mahdollisista ongelmista. Esimerkki tällaisesta

Ks. Helsingin Pörssin kurinpitolautakunnan päätös 1/2001 ennusteiden varovaisuudesta. Tapauksessa yhtiö oli helmikuussa 2000 julkistamissaan tilinpäätöstiedoissa esittänyt vahvaa liikevaihdon kasvua ja positiivista tuloskehitystä alkavalle vuodelle lupaavan ennusteen. Yhtiön tunnusluvuissa ja erityisesti tilauskannassa oli kuitenkin tapahtunut edellisen vuoden viimeisen neljänneksen aikana selvä käänne huonompaan ja sama suunta oli jatkunut myös vuodenvaihteen jälkeen. Yhtiön tärkeimmän asiakkaan ennakkotiedot tulevista tilauksista olivat tuolloin kuitenkin vielä olleet positiiviset. Yhtiössä odotettiin tästä syystä tilanteen paranevan, eikä julkistettua tulevaisuuden ennustetta korjattu. Liian optimistiseksi osoittautunut näkemys korjattiin huhtikuussa, jolloin osakkeen kurssi alentui olennaisesti.

Pörssin kurinpitolautakunta katsoi, että vallinneissa olosuhteissa yhtiön johdolla oli velvollisuus tarkoin seurata kehityksen suuntaa ja huolehtia vuosiennusteen korjaamisesta viivytyksettä, mikäli yhtiön sisäiset liiketoiminnan näkymät eivät paranisi. Kurinpitolautakunta totesi edelleen, että ennustetta olisi jälkikäteen arvioiden tullut korjata jo aikaisemmin. Lautakunta otti kuitenkin huomioon sen, että yhtiön liikevaihdon ja tuloksen kehityksen arviointia vaikeuttivat useat tekijät, kuten liiketoiminnan kausivaihtelut, alan lyhyet tilaus- ja toimitusajat. Yhtiön pitkäaikaisen asiakkaan ennakkotiedot tulevista tilauksista olivat aiemmin olleet luotettavia, mutta osoittautuivat nyt virheellisiksi. Lisäksi koko toimialaa kohtasi yllättäen voimakas taantuma.

Kun yhtiön seuranta- ja raportointijärjestelmää kohtaan ei ilmennyt huomauttamista, kurinpitolautakunta ei katsonut aiheelliseksi määrätä viivästyksestä kurinpitoseuraamusta. Yhtiön huomiota kiinnitettiin kuitenkin siihen, että ennusteissa tulee noudattaa riittävää varovaisuutta ja ennusteiden muuttuminen tulee viipymättä julkistaa.

Yhtiön oikeudellinen vastuu tulevaisuutta koskevien ennusteiden osalta voi käytännössä olla tiukka. Minimoidakseen oikeudelliset vastuuriskit yhtiöiden ei kannattaisi julkistaa (ainakaan yksityiskohtaisia tai numeerisia) tulevaisuuttaan koskevia arvioita lainkaan.[184] Kyseistä vaihtoehtoa ei kuitenkaan sijoittajien tiedonsaannin ja arvopaperien tehokkaan hinnanmuodostuksen näkökulmasta voida pitää toivottavana. Luopuminen tarkemmasta tulos- tai liikevaihto-ohjauksesta voi myös vaikeuttaa yhtiöstä tehtävien analyysien ja ennusteiden laatimista ja

---

toiminnasta on pörssitiedottamiseen liitetyt varaumat, jos niillä pyritään välttämään tulevaisuudessa annettavat tiedonannot, jolloin varauman todellinen syy tai sisältö ei ole täysin selvä. Tällaisen varauman liittäminen tiedotteeseen ei Huovisen mukaan vapauta yhtiötä vastuusta. Jos johdolla ei ole edellytyksiä toteuttaa antamiaan kasvutavoitteita eikä se osaa suhteuttaa niitä riskiin, se ei voi tällaisia arvioita esittääkään aiheuttamatta riskiä tietojen muodostumisesta harhaanjohtaviksi. Ks. Huovinen s. 102–103.

Ks. myös apulaisvaltakunnansyyttäjän päätös 24.2.2005, Dnro 334/21/04 [ns. Satama-tapaus], jonka mukaan esitteeseen sisältyvät varaukset yhtiön tulevaisuuden ennusteisiin liittyvästä epävarmuudesta eivät sinänsä vapauta velvollisuudesta antaa huolellisesti harkittuja ja tarkistettuja tietoa.

[184] Yksityiskohtaisten tulosennusteiden ja muiden arvioiden osalta yhtiöllä on tiukempi velvollisuus päivittää annettuja ennusteita.

lisätä yhtiön osakkeen volatiliteettia. Vastaavasti ohjeistuksen epätäsmällisyys voi epävarmuutta lisätessään alentaa osakkeen hintaa. Mitä tarkemmin yhtiö kykenee antamaan ohjeistusta sen tulevasta kehityksestä, sitä paremmin osakkeen kurssitaso kuvaa sen oikeaa hintaa.

Jotta yhtiöille voitaisiin luoda oikeudellisia insentiivejä julkistaa myös tulevaisuuttaan koskevia arvioita, tulisi sääntelyyn mahdollisesti luoda erillinen turvalauseke tulevaisuutta koskevia ennusteita silmälläpitäen. Turvalausekkeen mukaan tulevaisuuden näkymiä koskevat sinänsä paikkansa pitämättömiksi osoittautuvat ennusteet eivät esimerkiksi voisi johtaa vastuuseen, jos tulevaisuutta koskeva lausuma on identifioitu ennusteeksi ja siihen on liitetty varoittava lausuma keskeisistä tekijöistä, jotka voivat aiheuttaa sen, ettei ennuste toteudu. Edellytyksenä olisi myös se, ettei ennusteen antaja ole tietoisesti tai törkeästä huolimattomuudesta antanut olennaisesti harhaanjohtavaa ennustetta. Ennusteen antajalla olisi kuitenkin velvollisuus julkistaa ennusteen muuttuminen viipymättä.

6.5.9 Tulosvaroitus

Yhtiöllä on AML 2:7:n nojalla velvollisuus julkistaa markkinoille tieto myös siitä, että yhtiön tulos tai taloudelliset kehitysnäkymät tulevat olennaisesti poikkeamaan yhtiön aikaisemmin julkistamista arvioista. Kyse on ns. tulosvaroituksen (tai ennakkotiedon) antamisesta. Vaikka tulosvaroituksen antamisesta ei nimenomaisesti säädetä laissa, sisältyy se asiallisesti yhtiön jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen.[185] Tulosvaroituksen julkistamisvelvollisuudesta on myös säädetty pörssin säännöissä ja Ratan standardissa.[186] Velvollisuus koskee sekä liik-

---

[185] Ks. Karjalainen – Parkkonen s. 117. Kyseinen velvollisuus on kuitenkin mainittu lain perusteluissa. Ks. HE 137/2004 s. 53.

Vrt. Kaisanlahti 1995 s. 1292, jonka mukaan kyseinen pörssin *profit warning* -määräys ei suoranaisesti perustu AML 2:7:ään. Kaisanlahden mukaan yritysjohto saa jatkuvasti yksityiskohtaista tietoa yhtiön toiminnan kehittymisestä ja kyseisen informaation perusteella johto voi päätyä käsitykseen, jonka mukaan yrityksen kehityssuunta muuttuu siitä, miksi se on voitu arvioida aikaisemmin julkistettujen seikkojen valossa. Tällainen käsitys voi perustua yksittäisiin tietoihin, joita ei sinällään ole pidettävä sellaisina päätöksinä tai seikkoina, jotka olisi julkistettava AML 2:7:n nojalla.

[186] Pörssin sääntöjen 3.2.42 mukaan: ”Mikäli pörssiyhtiön tulos taikka tase- tai rahoitusasema tulee katsauskautena poikkeamaan olennaisesti näiden seikkojen kehittymistä koskevasta perustellusta arviosta, jonka sijoittaja voi yhtiöstä tehdä, on pörssiyhtiön julkistettava tieto asiasta.”

Vastaavasti Ratan standardin 5.2b kohta 5.10(60) mukaan: ”Mikäli liikkeeseenlaskijan tulos tai taloudellisen aseman kehittyminen poikkeaa siitä, mitä liikkeeseenlaskija on aikaisemmin julkisesti ennakoinut tai mitä voidaan liikkeeseenlaskijan aikaisemmin julkistamista tiedoista perustellusti päätellä, ja tämä tieto on omiaan vaikuttamaan olennaisesti liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon, liikkeeseenlaskijalle voi syntyä velvollisuus julkistaa tietoja tuloksen tai taloudellisen aseman kehittymisestä tulosvaroituksena tai ennakkotietona…”

keeseenlaskijan raportointikauden aikaista tilannetta (ns. tulosvaroitus), että raportointikauden päättymisen jälkeistä tilannetta (ns. ennakkotieto). Vaikka termi tulosvaroitus viittaakin tuloskehitykseen, tarkoitetaan sillä kaikkia tekijöitä, joiden tulevaa kehitystä liikkeeseenlaskija on arvioinut. Yhtiöt ovat velvollisia julkistamaan tiedon sekä odotettua myönteisemmästä että kielteisemmästä tuloksen tai taloudellisen aseman kehityksestä, mikäli se poikkeaa olennaisesti siitä, mitä yhtiön aiemmin julkistaman tiedon perusteella olisi perusteltua odottaa.[187]

Sijoittajan perusteltu arvio muodostetaan yhtiön aiemmin markkinoille julkistaman tiedon nojalla. Lähtökohtana perustellulle arviolle on voimassa oleva yhtiön julkistama arvio sen tuloksen taikka tase- tai rahoitusaseman kehittymisestä. Tämän lisäksi pörssin säännöissä on katsottu huomioon otettavaksi yhtiön viimeksi julkistama tilinpäätöstiedote, tilinpäätös tai osavuosikatsaus sekä edellisen tilikauden tiedot vastaavalta katsauskaudelta. Poikkeama on arvioitava toteutuneen tuloksen sekä yhtiön tase- ja rahoitusaseman perusteella. Lisäksi yhtiö voi ottaa huomioon tuloksen sekä tase- ja rahoitusaseman kehityksen katsauskauden jäljellä olevana aikana.[188] Tämä antaa yhtiöille mahdollisuuden arvioida jäljellä olevan katsauskauden mahdollisen vaikutuksen tuloskehitykseen. Mikäli yhtiö esimerkiksi toimialaansa liittyvien kausivaihtelujen perusteella uskoo katsauskauden jäljellä olevana aikana pääsevänsä tulostavoitteeseensa, tulee se voida ottaa huomioon tulosvaroituksen antamisesta päätettäessä. Kyseisten oletusten on kuitenkin oltava perusteltuja.

Yhtiön ei lähtökohtaisesti tarvitse kiinnittää huomiota markkinoiden odotuksiin tulosvaroituksen julkistamisvelvollisuutta arvioidessaan. Perustellun arvion pohjaksi ei tule asettaa esimerkiksi analyytikkojen konsensusennusteita koskien yhtiön taloudellista kehitystä tulevaisuudesta, vaan nimenomaan listayhtiön itsensä aiemmin julkistama tieto.[189] Toisaalta jos analyytikkojen ennusteet kokonaisuudessaan poikkeavat merkittävästi yhtiön omista julkisuuteen antamista ennusteista, on yhtiöllä ainakin syytä harkita oman arvionsa julkisuuteen antamista.[190]

Listayhtiön on julkistettava myös tulosvaroitus ilman aiheetonta viivytystä. Julkistamisvelvollisuuden on lain perusteluissa katsottu syntyvän hetkenä, jolloin käy todennäköiseksi, ettei esimerkiksi aiemmin julkistettua tulosennustetta

---

[187] Ratan standardi 5.2b kohta 5.10(60–62).
[188] Pörssin säännöt 3.2.43–44.
[189] Ks. samoin Huovinen s. 150–151, jonka mukaan yhtiö on se, joka perustellun arvion muodostaa, eikä keskimääräisellekään markkina-arviolle ole annettava ratkaisevaa merkitystä tulosvaroituksen antamista harkittaessa.
[190] Ks. samoin Kurenmaa s. 148.

saavuteta tai se ylitetään.[191] Yhtiön sisäisten tulosodotusten ja niiden kehitystä osoittavien tietojen olennaista muutosta aiempaan voidaan jo lähtökohtaisesti pitää syynä, joka velvoittaa yhtiötä harkitsemaan asian tiedottamisesta myös julkisuuteen. Yhtiön velvollisuus tulosvaroituksen antamiseen syntyy viimeistään silloin, kun yhtiön sisäiset tulosodotukset poikkeavat sen aiemmin markkinoille julkistamista tiedoista. Mikään ei estä yhtiötä antamasta ennakkotietoja tuloksen kehittymisestä, vaikka velvollisuutta varsinaisen tulosvaroituksen antamiseen ei vielä olisikaan. Kyseisten ennakkotietojen julkistaminen välittömästi riittävän luotettavien tulostietojen saannin jälkeen on omiaan poistamaan mahdollista epävarmuutta ja parantamaan myös arvopaperin hinnanmuodostusta.[192]

Tulosvaroituksen julkistamisvelvollisuuden syntyhetkeä arvioitaessa tulee tyypillisesti punnittavaksi sijoittajien tiedontarpeeseen liittyvien kahden keskenään osin ristiriitaisen kriteerien täyttyminen. Sijoittajien on toisaalta saatava mahdollisimman nopeasti arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto, mutta toisaalta sijoittajien saaman tiedon pitää olla mahdollisimman luotettavaa ja täydellistä.[193] Sijoittajien tiedontarpeeseen liittyvät kyseiset kriteerit tulivat arvioitavaksi Ratan Nokialle antamassa julkisessa huomautuksessa sekä Helsingin Pörssin yhtiölle samasta asiasta antamassa varoituksessa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laiminlyömisestä.[194]

Ratan julkinen huomautus

Ratan julkinen huomautus koski sitä, että Nokia oli laiminlyönyt AML 2:7:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden noudattamisen jättämällä ilman aiheetonta viivytystä julkaisematta ennakkotietoa ennustamaansa paremmista vuoden 2004 viimeisen vuosineljänneksen aikana toteutuneista liikevaihto- ja tuloskertymistä. Yhtiö oli 27.1.2005 julkistamassaan tilinpäätöstiedotteessa todennut, että vuoden 2004 viimeisen neljänneksen liikevaihto oli ollut 9,1 miljardia euroa ja osakekohtainen tulos 0,23 euroa. Osakekohtainen tulos oli ylittänyt lähes 30 %:lla yhtiön 14.10.2004 julkistaman osavuosikatsauksen yhteydessä antaman osakekohtaisen tulosarvion. Liikevaihto oli ylittänyt 500 miljoonalla eurolla (5 %) yhtiön antaman ohjauksen (ohjaus 8,4–8,6 miljardia euroa). Ratan mukaan ennakkotiedon julkistamisvelvollisuus oli syntynyt viimeistään 14.1.2005.

Ratan päätöksen mukaan kyseisten tulos- ja liikevaihtopoikkeamien voitiin jo sellaisenaan olettaa olevan olennaisesti yhtiön osakkeen hintaan vaikutta-

---

[191] Ks. HE 137/2004 s. 53.

[192] Ennakkotietojen mahdollisimman aikainen julkistaminen on omiaan vähentämään myös sisäpiirintiedon leviämis- ja väärinkäyttömahdollisuuksia.

[193] Ks. Ratan standardi 5.2b kohta 5.10(65), jonka mukaan siitä huolimatta, etteivät yksityiskohdat tulosvaroitusta tai ennakkotietoa annettaessa olisi vielä tarkasti tiedossa, on tiedotteessa pyrittävä antamaan mahdollisimman tarkka arvio odotetusta tuloksesta sekä kerrottava keskeisimmät syyt ennusteista poikkeavaan kehitykseen.

[194] Ratan julkinen huomautus 24.5.2005 (Dnro 2/230/2005).

via. Lisäksi yhtiö oli aikaisemmin muuttanut antamiaan ennusteita joko tulosvaroituksena tai ennakkotietona. Tällöin sen osakkeen kurssi oli reagoinut annettuun tietoon tavalla, joka voitiin Ratan mukaan katsoa olennaiseksi. Ratan mukaan Nokian aikaisemmin julkistamista tulosvaroituksista ja ennakkotiedoista voitiin markkinoille katsoa syntyneen kuvan siitä, että Nokia tiedottaa ennakkotietonsa ilman aiheetonta viivytystä. Tästä johdonmukaisuudesta Nokia Ratan mukaan poikkesi vuoden 2005 alussa.

Ratan mukaan sijoittajat voivat yhtiön toteutuneeseen tulokseen pohjautuen tehdä yhtiön tulevaisuutta koskevia arvioita ja siten se jo yksinään on tietoa, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon. Ratan mukaan Nokia oli toteutunutta tulosta koskevan tiedon julkistamisen viivyttämisellä aiheuttanut sen, että sijoittajat olivat yhtiön toteutumatietojen saamisen jälkeen ja ennen tilinpäätöstiedotteen antamista tehneet sijoituspäätöksiä paikkansa pitämättömän tulosennustetiedon pohjalta.

Päätöksessään Rata osin otti huomioon yhtiön näkemyksen siitä, että yhtiö oli lykännyt toteutuneiden tietojen julkistamista tilinpäätöstiedotteen yhteydessä esitettäväksi tarkoituksenaan antaa sijoittajille mahdollisimman täydelliset tiedot. Ratan mukaan sijoittajien perusteltua sijoituspäätöksentekoa sinällään auttaa se, että liikkeeseenlaskija antaa analysoitua tietoa tulokseensa ja taloudelliseen asemaansa vaikuttaneista syistä sekä kertoo käsityksensä tulevasta kehityksestä. Ratan mukaan tietojen syvällinen analysointi ja mahdollisten tulevien tapahtumien odottaminen johtaa toisaalta väistämättä tiedon julkistamisen viivästymiseen. Tiedon ajantasaisuus menee siten Ratan mukaan tiedon mahdollisimman täydellisen sisällön edelle. Ratan mukaan olennaiset tiedot on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, vaikka liikkeeseenlaskija ei sillä hetkellä kykenisikään asiaa tarkemmin analysoimaan tai antamaan samanaikaisesti tulevaisuuden näkymiään. Sijoittajien on vastaavasti ymmärrettävä, että tiedon nopea julkistaminen voi merkitä sitä, että tietoa ei ole pystytty syvällisesti analysoimaan ja että tietoa voidaan joutua muuttamaan tai täydentämään jo pelkästään tästäkin syystä.

Helsingin Pörssin kurinpitolautakunnan päätös

Helsingin Pörssin kurinpitolautakunta totesi vastaavasti päätöksessään, että muutosta yhtiön aiemmin julkistamaan osakekohtaiseen ennusteeseen ei voitu pitää vähämerkityksellisenä.[195] Tieto muutoksesta olisi pörssin mukaan pitänyt julkistaa ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen, kun se oli käynyt ilmeiseksi ja yhtiön toimitusjohtajan tai hallituksen jäsenen saatua asiasta tiedon. Viivästystä oli pörssin mukaan pidettävä olennaisena.

Pörssin mukaan yhtiön velvollisuus julkistaa sen aiemmin julkistamia tietoja koskeva muutos korostuu erityisesti kun julkistetut tiedot ovat olleet täsmällisiä ja numeerisia. Yhtiö oli vuotta aiemmin vastaavassa tilanteessa julkistanut muutoksen. Menettelyä ei siten voitu pörssin mukaan pitää johdonmukaisena.

Pörssi piti yhtiön pyrkimystä antaa mahdollisimman täydellistä informaatiota sinänsä hyväksyttävänä ja otti sen huomioon harkinnassaan. Kun kysy-

[195] Helsingin Pörssin kurinpitolautakunnan päätös 26.5.2005.

mys oli kuitenkin olennaisesti muuttuneen yksityiskohtaisen informaation korjaamisesta, se oli pörssin mukaan tehtävä ilman aiheetonta viivytystä. Tulokseen vaikuttaneiden seikkojen osalta tiedot olisi tullut antaa niin täydellisinä kuin sen hetken tietojen valossa olisi ollut mahdollista. Tiedottamiseen liittyvät tarkoituksenmukaisuusnäkökohdat voivat pörssin mukaan vain rajoitetussa määrin vaikuttaa korjaamisvelvollisuuden täyttämiseen ja sen ajankohtaan.

Kyseisissä päätöksissä oli pääasiassa kyse tasapainon hakemisesta tiedottamisen nopeuden ja täydellisyyden välillä. Päätöksiä ei voida kategorisesti tulkita siten, että tiedottamisen nopeus saisi aina automaattisesti etusijan suhteessa tietojen yksityiskohtaisuuteen, täydellisyyteen tai luotettavuuteen.[196] Ristiriitatilanteessa kyse on lopulta punninnasta kyseisten intressien välillä, ja tiedottamisratkaisussa on päädyttävä lopputulokseen, jonka edut yhtiölle (sen osakkeenomistajille) ja markkinoilla toimiville sijoittajille ovat suurimmat. Nopealtakin tiedottamiselta tulee edellyttää, että se perustuu riittävän luotettaviin tietoihin. Toteutumiseltaan vielä epävarmoista tai muuten epätäsmällisistä seikoista tiedottaminen voi olla markkinoita harhaanjohtavaa. Säännös ei kuitenkaan edellytä, että markkinoille kyetään antamaan täydellisiä tietoja.[197] Ratan päätöksen mukaan olennaiset tiedot on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, vaikka liikkeeseenlaskija ei sillä hetkellä kykenisikään asiaa tarkemmin analysoimaan tai antamaan samanaikaisesti tulevaisuuden näkymiään. Huomautuksen perusteena oli lisäksi nimenomaan se, että yhtiö oli viivyttänyt jo *toteutunutta* tulosta koskevan tiedon julkistamista ja poikennut myös aiemmin noudattamansa tiedottamispolitiikan johdonmukaisuudesta.[198]

Tulosvaroituksen julkistaminen ilman aiheetonta viivytystä oli arvioitavana myös seuraavassa käräjäoikeuden tuomiossa, jossa syytteet yhtiön johtoa vastaan hylättiin.[199]

Tapaus koski yhtiön velvollisuutta antaa tulosvaroitus tarjousesitteessä annettujen ennusteiden muutosten johdosta. Yhtiö oli listautunut 17.3.2000. Tarjousesitteessä 28.2.2000 oli ennustettu yhtiön vuoden 2000 liiketappion pysyvän vuoden 1999 tasolla ja suhteellisen kannattavuuden paranevan. Yhtiön

---

[196] Ks. kyseisen päätöksen kriittisestä arvioinnista Huovinen 2005 s. 768 ss. Huovisen mukaan huomautus on esimerkki tiukasta tiedonantovelvollisuuden arvioinnista, jossa olennaisuutta on tarkasteltu pelkkien numeeristen kriteerien valossa jälkikäteen ja jossa ei ole huomioitu tilannekohtaisia tekijöitä. Huovinen tuo kuitenkin esiin (s. 780) myös riskin tilanneherkästä oikeusajattelusta, jota noudatettaessa ratkaisujen yhdenvertaisuus ja ennakoitavuus voivat heiketä.

[197] Tiedottamisen nopeutta puoltaa myös sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisyyn liittyvät argumentit. Tehokasta ja mahdollisimman nopeaa tiedottamista voidaan pitää yhtenä merkittävimpänä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ehkäisevänä tekijänä.

[198] Sinänsä tiedottamisen johdonmukaisuudesta voidaan poiketa, jos siitä ennen poikkeamista on asianmukaisesti annettu tieto markkinoille.

[199] Helsingin käräjäoikeus 5.7.2005, R 05/1639 [ns. Satama-tapaus].

hallituksen kokouksessa 11.4.2000 oli käsitelty yhtiön 1. vuosineljänneksen alustavaa tulosraporttia. Kokouksessa yhtiön liiketappion todettiin 1. vuosineljännekseltä olleen jo lähes yhtä suuren (4,3 M€) kuin edellisen vuoden koko tappion yhteensä (4,7 M€). Suhteellinen kannattavuus oli myös ollut selvästi edellistä vuotta heikompi (–76 % verrattuna –33 %:iin).

Käräjäoikeuden mukaan yhtiön hallituksella oli 11.4.2000 ollut tiedossaan, että yhtiön 1. vuosineljänneksen toiminta oli jäänyt budjetoidusta. Kuitenkaan vielä tuolloin hallituksen ei ollut näytetty olleen tietoinen USA:n toimintojen tappioiden koko suuruudesta ja lopullisuudesta. Hallituksella oli ollut tieto siitä, että ennusteesta oli jääty jälkeen, mutta todelliset syyt tappioihin eivät tuolloin vielä olleet selvillä siten, että niiden perusteella olisi voitu sanoa koko vuoden tuloksen jäävän tarjousesitteessä ennustetusta. Loppuvuoden tuloksen ja kokonaistilanteen arvioimiseksi yhtiön oli tarkoitus saada luotettavat ennusteet julkistettavaksi osavuosikatsauksessa 4.5.2000. Yhtiön hallituksella ei siten käräjäoikeuden mukaan ollut 11.4.2000 sellaista tietoa, jonka se olisi ollut velvollinen julkistamaan.

Käräjäoikeuden mukaan vasta yhtiön maajohtajien kokouksessa Dallasissa 17.–19.4.2000 oli tullut selville USA:n tilanteen laajuus ja lopullisuus. Tilanne oli ollut seurausta siitä, että eräs yhtiön projekti Dallasissa oli ollut kiinteähintainen ja n. 20 kertaa niin suuri kuin yhtiön muut projektit yleensä. Tieto siitä, että tappiot jäävät odotettua suuremmiksi, eikä odotettua laskutusta tulla saamaan, oli ollut niin olennainen, että se kuului tiedottamisvelvollisuuden piiriin. Yhtiön toimitusjohtaja ja talousjohtaja olivat tulleet Dallasista Suomeen kiirastorstaina 20.4.2000. Tietojen oli oikeuden mukaan katsottava tulleen yhtiön tietoon, kun toimitusjohtaja oli saanut ne. Tämän jälkeen Dallasista saadut luvut oli vielä tarkistettava ja arvioitava niiden vaikutus koko konsernin tulokseen loppuvuodelle 2000. Pörssi oli auennut tiistaina 25.4.2000 ja tulosvaroitus oli annettu seuraavana päivänä keskiviikko-iltana 26.4.2000. Tiedotteessa mainittiin yhtiön tuloksen heikkenevän selvästi edellisvuodesta. Tiedotteen julkistamisen jälkeen yhtiön osakkeen kurssi laski 18 %.

Käräjäoikeuden mukaan huomioon ottaen pääsiäisen aika sekä Dallasista saatujen tietojen tarkistaminen ja analysointi koko vuoden 2000 tuloksen kannalta, mihin oli kulunut yksi kokonainen arkipäivä, tiedottaminen 26.4.2000 oli tapahtunut ilman aiheetonta viivytystä. Pääsiäisen jälkeinen aika ennen tulosvaroituksen antamista oli ollut lyhyt ja se oli käytetty juuri sellaiseen tietojen tarkistamiseen ja analysointiin, jonka johdosta yhtiön tuloksesta tiedottamisen oli oikeuden mukaan katsottava viivästyneen aiheellisesti. Näillä perusteilla käräjäoikeus hylkäsi syytteet yhtiön toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenten osalta. Käräjäoikeuden ratkaisu oli äänestysratkaisu.

Tapauksessa oli kyse erityisesti siitä, kuinka kauan tulosvaroituksen julkistamista voidaan tietojen luotettavuuden varmistamiseksi ja toisaalta uusien ennusteiden laatimiseksi viivyttää. Tulostietojen tarkistamiseen ja analysointiin käytettyä yhden vuorokauden ajanjaksoa voidaan käräjäoikeuden tavoin pitää sinänsä aiheellisena viivytyksenä. Aiheellisena viivytyksenä voidaan pitää myös sitä, että yhtiö kykenee arvioimaan keskeisimmät syyt aiemmin ennakoidusta poikkeavalle kehitykselle.

Kyseisessä tapauksessa yhtiön hallituksella oli kuitenkin jo 11.4.2000 ollut hallussa tieto yhtiön 1. vuosineljänneksen liiketappiosta, joka oli ollut lähes yhtä suuri kuin koko edellisen vuoden tappio yhteensä, sekä lisäksi tieto toiminnan jäämisestä myös budjetoidusta. Kyseistä tietoa voidaan jo yksistään pitää niin olennaisena, että sijoittaja todennäköisesti olisi ottanut sen huomioon sijoituspäätöstä tehdessään. Tietoa voitiin pitää myös riittävän luotettavana ja yhtiön olisi jo tuolloin voitu edellyttää tiedottavan 1. vuosineljänneksen toteutuneista tulosluvuista ja mahdollisesti siitä, ettei liiketappio todennäköisesti tule säilymään edellisvuoden tasolla. Yhtiön olisi myös voinut edellyttää ryhtyvän nopeammin toimenpiteisiin tietojen luotettavuuden tarkistamiseksi, eikä jäädä odottamaan sitä, että se kykenisi antamaan vasta 4.5.2000 julkistettavassa osavuosikatsauksessa uuden ennusteen loppuvuoden tulokseksi. Tieto alkuvuoden tulostappioista olisi tullut julkistaa viipymättä ilman, että yhtiö jo samassa tiedotteessa olisi kyennyt arvioimaan kyseisten tietojen tarkan vaikutuksen koko loppuvuoden tulokselle.

Käräjäoikeuden mukaan tieto tappioiden jäämisestä odotettua suuremmiksi oli tullut yhtiön toimitusjohtajan tietoon lopullisesti 17.–19.4.2000. Tulosvaroituksen lykkäämistä vielä viikolla tämän jälkeen ei pääsiäisestä huolimatta voida pitää aiheellisena viivytyksenä. Sinänsä yhtiön menettelyä hallituksen kokouksen aikaistamiseksi sekä päätöstä tulosvaroituksen julkistamiseksi välittömästi 26.4.2000 pidetyn hallituksen puhelinkokouksen jälkeen voidaan pitää säännöksen edellyttäminä toimenpiteinä tiedon julkistamiseksi ilman aiheetonta viivytystä.

Tulosvaroituksen julkistaminen ilman aiheetonta viivytystä oli arvioitavana myös seuraavassa syyttämättäjättämispäätöksessä.[200]

> Tapauksessa yhtiön joulukuun operatiivisen laskennan tulosten perusteella oli yhtiön johtoryhmän kokouksessa 13.–14.1.2000 käynyt viimeistään selväksi, että yhtiön tulos tulee jäämään selvästi alle 12.11.1999 esitetyn arvion. Yhtiö julkisti tästä tiedon vasta 25.1.2000. Syyttäjän mukaan kyseistä tietoa ei ollut välittömästi ja ilman aiheetonta viivytystä saatettu yhtiön hallituksen käsittelyyn tulosvaroituksen viivytyksettä antamisesta päättämistä varten. Kirjanpidon tuottamalla tarkalla laskennalla ei syyttäjän mukaan ollut voinut olla odotettavissa sellaista korjautumista, jolla lopullinen tulos olisi voinut saavuttaa lähes edellisvuoden tason, joten lopullisten lukujen odottamista ei ollut voitu pitää lain tarkoittamana aiheellisena viivytyksenä.
>
> Yhtiön toimitusjohtajana toiminut hallituksen jäsen sekä toinen hallituksen jäsen olivat olleet läsnä johtoryhmän kokouksessa ja heillä oli siten ollut käytettävissään operatiivisen laskennan tulostiedot. Syyttäjä katsoi epäiltyjen

---

[200] Helsingin kihlakunnan syyttäjänviraston päätökset (01/2418–2420) syyttämättä jättämisestä 15.8.2001.

syyllistyneen arvopaperimarkkinarikkomukseen (AML 2:7.1:n ja 8:3.2:n nojalla), koska he olivat jättäneet huolimattomuudellaan huolehtimatta siitä, että yhtiö julkistaa viivytyksettä ja viimeistään johtoryhmän kokouksen jälkeen 13.–14.1.1999 tiedon tuloksensa heikentymisestä. Syyttäjä teki asiassa kuitenkin syyttämättäjättämispäätöksen rikoksen vähäisyyden johdosta. Syyttäjä perusteli ratkaisuaan tekijöiden syyllisyyden vähäisyydellä huomioiden tiedottamisen viivästyksen lyhyt aika suhteessa lopullisten lukujen valmistumisesta tiedottamiseen, ja huomioiden myös tekijöiden tarkoitus odottaa lopullisten lukujen valmistumista, minkä piti tapahtua 20.1.2000.

Syyttäjän perusteluita tiedottamisen viivästyksen lyhyestä ajasta sekä huomiota tekijöiden tarkoituksesta odottaa lopullisten lukujen valmistumista voidaan pitää tulkinnanvaraisena. Kyseisen tulospoikkeaman ollessa huomattava ei yhtiöllä voida katsoa olleen perusteita jäädä odottamaan lopullisten tuloslukujen valmistumista vaan markkinoita olisi tullut informoida viivytyksettä tuloksen olennaisesta heikkenemisestä sen selvittyä yhtiön johdolle.[201]

Ratan Nokialle antama julkinen huomautus ja siinä tehdyt linjaukset tiedottamisen nopeuden tärkeydestä suhteessa mahdollisimman täydellisten tietojen (tai lopullisten lukujen) julkistamiseen voivat jatkossa tiukentaa myös tuomioistuimien tulkintaa tietojen riittävän nopeasta julkistamisesta. Vaikka Ratan ratkaisukäytäntöä ei voida pitää sitovana oikeuslähteenä, on sillä kuitenkin merkitystä kyseisten säännösten noudattamista valvovan viranomaisen tulkintana säännösten tarkemmasta sisällöstä ja tarkoituksesta. Tiukempaa tulkintaa tiedottamisen riittävästä nopeudesta voi tulevaisuudessa puoltaa myös AML 2:7:n perusteluissa lakiuudistuksen yhteydessä otettu kanta, jonka mukaan tulosvaroitus on annettava jo silloin, kun käy *todennäköiseksi*, ettei arvioitua tulosta saavuteta tai se ylitetään. Aiemmin tulosvaroituksen antamisen ajankohdasta oli säädetty ainoas-

---

[201] Ks. myös Huovinen s. 274–275, jonka mukaan huolellisuusvelvoitteen noudattamatta jättäminen oli merkittävää, koska viiden päivän viivytystä ei millään tavoin voida pitää aiheellisena. Hallituksen kokouksen etukäteen lukkoonlyöty ajankohta ei ole riittävä peruste tiedottamisen viivyttämiselle.

Ks. myös FSA Final Notice 11.3.2003, jossa FSA antoi listayhtiölle julkisen huomautuksen yhtiön heikentyneiden tulosennusteiden julkistamisesta yhtä päivää liian myöhään. FSA katsoi yhtiön toimitusjohtajan ja talousjohtajan tarkistaneen ja hyväksyneen uudet ennusteet 2.7.2001, jolloin yhtiölle oli syntynyt velvollisuus ilman aiheetonta viivytystä julkistaa ne myös markkinoille. Päätöksen mukaan yhtiön olisi pitänyt tiedottaa muuttuneista ennusteista markkinoille viimeistään illalla 3.7.2001, eikä tarpeettomasti tarkastaa ennustelukuja sekä muotoilla tiedotteen tekstiä niin, että tiedote annettiin vasta seuraavana iltana 4.7.2001. Yhtiö ei ollut tiedottanut asiasta vielä 3.7.2001, koska se oli halunnut odottaa seuraavana päivänä 4.7.2001 saatavia alustavia kesäkuun tuloslukuja sekä samalla konsultoida asiantuntijoitaan. FSA katsoi, etteivät kyseiset kesäkuun tulosluvut olleet enää kyseisessä vaiheessa tiedottamisvelvollisuuden kannalta olennaisia, varsinkin kun kyseiset luvut oli esitetty alustavasti yhtiön talousjohtajalle jo 29.6.2001.

taan pörssin säännöissä, joiden mukaan tulosvaroituksen antamisen edellytyksenä on muutoksen ilmeisyys.[202]

Toisaalta Ratan käytössä olevia hallinnollisia seuraamuksia voidaan jatkossa soveltaa rikosoikeudellisten seuraamusten sijaan vähäisempiin tiedottamisrikkomuksiin ja laiminlyönteihin. Lisäksi yhtiö voi omalla tiedottamispolitiikallaan ja sen julkistamisella ainakin jossain määrin vaikuttaa siltä edellytettävän tiedottamisen sisältöön ja ajankohtaan. Yhtiön tiedonantovelvollisuus ei esimerkiksi synny yhtä herkästi silloin, kun yhtiö ei ole julkistanut tarkkoja numeerisia ennusteita markkinoille ja lisäksi julkistanut noudattavansa pidättyvää linjaa ennakkotietojen julkistamisen suhteen.

Yhtiön johdon nopeaa reagointia edellyttävän tiedonantovelvollisuuden täyttämisessä olennaista on myös se, että yhtiön tuloksen ja muiden sen taloudelliseen asemaan vaikuttavien tietojen kehittymistä pystytään seuraamaan riittävän usein. Yhtiön on kyettävä keräämään toimintaansa koskeva sisäinen taloudellinen informaatio myös sellaisessa muodossa, että tietojen olennaisuuden arviointi ja tarvittaessa tulosvaroituksen julkistaminen voidaan toteuttaa mahdollisimman nopeasti. Yhtiön johdon on voitava tunnistaa ehkä vielä heikotkin muutosten signaalit yhtiön toimintaympäristössä. Yhtiön seurantavelvollisuus kohdistuu erityisesti yhtiön tuloksen tai liikevaihdon kertymisen kannalta riskiherkkien kohteiden seurantaan. Etenkin yhtiön taloudellisen tilanteen tai tulevaisuuden näkymien muuttuessa epävarmemmiksi on hallituksen aktiivisuutta ja selonottovelvollisuutta muutosten syistä ja vaikutuksista korostettava. Yhtiön hallituksen on myös edellytettävä yhtiön operatiivisen johdon informoivan hallitusta sisäisen laskennan tulosten ja ennusteiden olennaisista muutoksista riittävän ajoissa.[203]

---

[202] Ks. HE 137/2004 s. 53 ja pörssin säännöt 3.2.46.

[203] Tiedonantovelvollisuuksien sisään asetettuna edellytyksenä on, että yhtiön hallinto pystyy seuraamaan ja raportoimaan yhtiön tuloksen ja taloudellisen aseman kehittymistä riittävän ajantasaisesti ja luotettavasti. HE 184/2001 s. 13. Ks. myös Ratan standardi 5.2b kohta 5.10(64), jonka mukaan edellytyksenä tulosvaroituksen tai ennakkotiedon antamisen perustellulle arvioinnille on, että liikkeeseenlaskijan raportointijärjestelmät tuottavat johdolle ajantasaisesti tietoa taloudellisen tilan kehityksestä.

Ks. myös Ratan tiedotteet 31.8.2000 ja 25.6.2001, joissa Rata kiinnitti yhtiöiden huomion AML 2:7:n edellyttämään listayhtiöiden laskentajärjestelmien toimivuuteen.

Ks. myös pörssin säännöt 2.1.5 kohta 9, jossa yhtiön osakkeen listalleottamisen edellytyksenä mainitaan mm. yhtiön tulosseurannan, riskienhallinnan, pörssitiedottamisen ja niihin liittyvien vastuusuhteiden asianmukainen järjestäminen siten, että yhtiöllä on edellytykset luotettavan ja riittävän ajantasaisen informaation tuottamiseksi yhtiön toiminnan kehityksestä ja taloudellisesta tilasta.

Ks. myös Huovinen s. 218, jonka mukaan yhtiöllä on oltava tarvittavat järjestelmät omaan tiedonhallintaansa ja markkinoiden seurantaan, jotka ovat edellytyksiä tiedonantovelvollisuuden toteuttamiselle. Yhtiö voi Huovisen mukaan laatia esimerkiksi sisäiset perusteet sille, millainen poikkeama on asianomaisessa liiketoiminnassa olennainen.

Ks. Helsingin Pörssin kurinpitolautakunnan päätös 2/2000 tulosvaroituksesta. Tapauksessa yhtiö oli antanut huhtikuussa 2000 pörssitiedotteen, jonka mukaan yhtiön kolmen ensimmäisen kuukauden tulos tuli jäämään selvästi tappiolliseksi. Välitilinpäätöksessä ja osavuosikatsauksessa helmikuussa 2000 yhtiö oli ennakoinut pysyvänsä voitollisena. Yhtiön arvio tuloksen pysymisestä positiivisena oli perustunut historialliseen tietoon myynnin kehityksestä sekä yhtiön myyntiodotuksiin.

Pörssin kurinpitolautakunta katsoi, että yhtiön johdolla oli ollut sekä maaliskuussa valmistuneen sisäisen laskennan raportin perusteella että ottaen huomioon tuntuma yhtiön tuloksen kehittymisestä maaliskuussa, erityistä aihetta tarkastella ennusteita sekä yhtiön aiemmin julkistamia tulevaisuuden kehitysnäkymiä. Kurinpitolautakunta katsoi, että yhtiön johdolle olisi pitänyt tuolloin olla ilmeistä, että yhtiön tulos tulee poikkeamaan olennaisesti julkistetuista tulevaisuuden kehitysnäkymistä. Yhtiön olisi tullut tämän vuoksi antaa tulosvaroitus sisäisen laskennan raportin valmistuttua ilman aiheetonta viivytystä. Kurinpitolautakunta antoi yhtiölle huomautuksen ja määräsi yhtiön maksamaan 200 000 markan määräisen kurinpitomaksun.

6.6 TEKIJÄPIIRI JA VASTUUN KOHDENTUMINEN

Tiedottamisrikoksen tunnusmerkistössä tekijänä mainittu ”joka” jättää itsessään avoimeksi rikoksen mahdollisen tekijäpiirin. Tiedottamisrikoksen 1 kohdan mukaisen tekotavan tekijäpiiri voi olla hyvin laaja. Lähtökohtaisesti arvopaperien virheelliseen markkinointiin tai hankintaan voi periaatteessa syyllistyä kuka tahansa, joka menettelee säännöksessä kielletyllä tavalla. Arvopaperien markkinoinnin tai hankinnan ammattimaisuus elinkeinotoiminnassa kuitenkin käytännössä edellyttää tekijältä tietynlaista toimimista arvopaperimarkkinoilla. Kyseinen kielto koskee liikkeeseenlaskijan johdon sekä sen edustajien ohella esimerkiksi emission yhteydessä suoritetun markkinointikampanjan toteuttajia sekä niitä, jotka emissionjärjestäjän palveluksessa osallistuvat emission markkinointiin.[204]

Vastuuta ei kuitenkaan käytännössä tule kohdistaa jokaiseen markkinointiin osallistuneeseen yksittäiseen henkilöön. Tekijäpiirin rajaamisessa tulkintaa voidaan hakea RL:n yleisestä markkinointirikossäännöksestä (RL 30:1). Markkinointirikoksen perustelujen mukaan markkinointirikoksesta voidaan myös tuomita markkinointia harjoittavan elinkeinonharjoittajan palveluksessa oleva, mi-

---

Ks. myös yhtiön johdon selonottovelvollisuuden yhteydessä esitettyä luku 6.7 ja oikeushenkilön toimintaohjelman yhteydessä esitettyä luku 7.3.2.

[204] HE 157/1988 s. 25 ja Astola s. 73, jossa kiellon piiriin on katsottu kuuluvan markkinoinnissa käytetyt avustajat ja asiantuntijat, arvopaperinvälittäjät, tilintarkastajat sekä mainostoimistot.

käli tämän tehtäviin kuuluu markkinointia koskevien päätösten tekeminen. Puhtaasti teknisiä tehtäviä hoitavia apulaisia säännös ei koske. Samoin ulkopuolinen mainoksen välittäjä ei yleensä voi tulla kysymykseen rikoksen tekijänä, jos hän ainoastaan välittää markkinointiviestin vastaamatta itse markkinoinnin asiasisällöstä.[205] Olennaisena tekijänä vastuun kohdistamista koskevassa arvioinnissa voidaan siten pitää sitä, että säännöksessä tarkoitettuun lainvastaiseen markkinointiin tai hankintaan voivat syyllistyä ainoastaan sellaiset henkilöt, jotka ovat osallistuneet markkinoinnin sisältöä tai toteutustapaa koskevaan päätöksentekoon.[206] Liikkeeseenlaskija on kuitenkin luonnollisesti vastuussa muille markkinointiin osallistuneille antamiensa tietojen oikeellisuudesta.[207] Liikkeeseenlaskijan johdolla on myös velvollisuus valvoa, etteivät muut markkinointiin osallistuneet henkilöt anna totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.[208]

Tiedottamisrikoksen 2 kohdassa määriteltyyn tekoon voi puolestaan syyllistyä ainoastaan se, johon arvopaperimarkkinalain kyseinen velvollisuus kohdistuu.[209] Arvopaperimarkkinalaissa tiedonantovelvollisuudet on yleisesti kohdistettu liikkeeseenlaskijaan. Tiedonantovelvollisuuden täyttämisen voidaan siten lähtökohtaisesti katsoa kuuluvan liikkeeseenlaskijalle oikeushenkilönä. Yksilöllisen rikosvastuun toteuttaminen kuitenkin edellyttää sen määrittelemistä, keille yksittäisille liikkeeseenlaskijan puolesta tai sen palveluksessa oleville henkilöille tiedonantovelvollisuudet kuuluvat. Laki tai sen perustelut eivät anna tähän suoraan vastausta. Pääsääntöisesti arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus kohdistuu liikkeeseenlaskijan osalta yhtiön hallitukseen ja toimitusjohtajaan. Vastuun kohdentamiseen hallituksen sisällä voivat käytännössä vai-

---

[205] Ks. RL:n markkinointirikossäännöksen (RL 30:1) perustelut HE 66/1988 s. 80.

[206] Ks. myös Segerman s. 245, jonka mukaan toimintaan osallistuneen vastuun edellytyksenä on se, että hänellä on ollut mahdollisuus ja toimivaltuus vaikuttaa normin noudattamiseen.

[207] Liikkeeseenlaskun järjestäjänä toimivalla investointipankilla on kuitenkin tietty selonottovelvollisuus sille annettujen tietojen oikeellisuudesta. Investointipankilta voidaan edellyttää huomattavasti suurempaa selonottovelvollisuutta sille annettujen tietojen todenperäisyydestä kuin esimerkiksi markkinointiin osallistuneelta mainostoimistolta.

[208] Ks. Helsingin raastuvanoikeus 12.3.1992, R 91/8323, jossa oli kyse suomalais-kuubalaisen hotelliyrityksen järjestämästä osakeannista. Osakkeiden merkitseminen annissa edellytti kuitenkin samalla tietyn suuruisen osakaslainan antamista. Tapauksessa arvopaperimarkkinarikkomuksesta tuomittu yhtiön toimitusjohtaja oli lehdessä julkaistussa ilmoituksessa markkinoinut yhtiön osakeantia ja antanut oikeuden mukaan harhaanjohtavia tietoja, kun ilmoituksessa oli mainittu, että ”osakaslainan antaja saa pysyvän oikeuden oleskella maksutta yhden viikon – kuukauden vuodessa hotellissamme lainan suuruuden mukaisesti”. Ilmoituksessa ei ollut mainittu, että ilmainen oleskelu edellytti vähintään 75 000 markan osakaslainan antamista. Vaikka ilmoitus oli ollut mainostoimiston laatima, katsottiin syytettynä olleen yhtiön toimitusjohtajan jättäneen riittävällä huolellisuudella tarkastamatta kyseisen ilmoituksen tekstin.

[209] HE 254/1998 s. 30–31.

kuttaa myös yhtiön sisäisesti määrittelemä työn- tai vastuunjako.[210] Hallitus ei kuitenkaan voi vapautua vastuusta delegoimalla vastuuta tiedonantovelvollisuuden valvonnasta yhtiön alemmille tasoille. Hallituksella säilyy aina valvontavelvollisuus delegoidun tehtävän suorittamisesta.[211] Yrityksen ylimmällä johdolla on myös velvollisuus organisoida yrityksen valvonta- ja informaatiojärjestelmät siten, että käytännön valvonta on mahdollista.[212] Tiedonantovelvollisuussäännösten osalta yhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan valvontavastuuta on korostettava, mutta vastuun kohdentamisessa voidaan turvautua myös yhtiöiden sisäistä vastuunjakoa määrittäviin normeihin.

Ensimarkkinoilla esitteen laatimisesta vastaa yhtiön hallitus lähtökohtaisesti kollektiivisesti. Esitteestä vastuullisten tahojen määrittelyä helpottavat vielä erikseen esitteeseen sisällytettävät vastuulausekkeet. Komission esiteasetuksen mukaan esitteessä on mainittava kaikki henkilöt, jotka ovat vastuussa perusesitteestä tai jostakin siinä esitetystä tiedosta.[213] Tarjottaessa arvopapereita yleisölle esimerkiksi osakemyynnin muodossa, joutuu tarjoaja (osakkeiden omistaja) vastaavasti laatimaan esitteen, jonka sisällöstä tarjoaja on vastuussa. Arvopaperien tarjoajan ollessa muu kuin liikkeeseenlaskija kohdistuu vastuu oikeiden ja riittävien tietojen antamisesta ainoastaan tarjoajaan.[214]

Liikkeeseenlaskun järjestäjä on myös emission yhteydessä vastuussa tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä sekä esitteen laatimisesta. Liikkeeseenlaskun järjestäjässä vastuun voidaan myös lähtökohtaisesti katsoa kohdistuvan yhtiön hallitukseen ja toimitusjohtajaan. Järjestäjän vastuun kohdentamisessa on kuitenkin syytä ottaa huomioon erityisesti se, ketkä henkilöt tai mitkä tahot tosi-

---

[210] Ks. suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä kohta kohta 41, jonka mukaan listayhtiön on selostettava myös yhtiön muun johdon organisaatio ja mikäli yhtiössä on johtoryhmä, yhtiön on selostettava johtoryhmän kokoonpano, tehtävät sekä jäsenten vastuualueet.

[211] Ks. Nissinen s. 164–165 ja 173 ss., jonka mukaan valvonnan laiminlyöminen voi tulla arvioitavaksi huolimattomana delegointina tai huolimattomana valvontana. Rikosvastuuta ei sellaisenaan voi hyväksyä delegoinnin kohteeksi, vaikka sillä on merkitystä vastuun kannalta.

Ks. myös kirjanpitorikosten osalta Koponen – Sahavirta s. 58, joiden mukaan hallitus ja toimitusjohtaja eivät keskinäisin sopimuksin voi häivyttää vastuuta siten, ettei sitä jäisi kyseisille orgaaneille lainkaan. Tehtävien jakamisella ja delegoimisella voi tietyin edellytyksin olla merkitystä rikosoikeudellisessa arvioinnissa, mutta nämä toimenpiteet eivät pääsääntöisesti vapauta kokonaan valvontavastuusta.

[212] Nissinen s. 160.

[213] Kyseisten vastuussa olevien henkilöiden on myös vakuutettava varmistaneensa riittävän huolellisesti, että heidän parhaan ymmärryksensä mukaan perusesitteen tiedot vastaavat tosiseikkoja, eikä tiedoista ole jätetty pois mitään asiaan todennäköisesti vaikuttavaa. Ks. komission esiteasetus liite 1(1) sekä EsiteD 6.1 art.

[214] Arvopaperien tarjoaja voi käytännössä olla esimerkiksi yhtiön merkittävä osakkeenomistaja, eikä tämän voida edellyttää olevan vastuussa kuin niistä olennaisista ja riittävistä tiedoista, jotka tällä on ollut mahdollisuus liikkeeseenlaskijasta hankkia ja antaa.

asiallisesti ovat olleet liikkeeseenlaskua järjestämässä. Tehtävä on saattanut kuulua esimerkiksi selkeästi investointipankin tietylle osastolle, jolloin myös vastuu tulee ensisijaisesti kohdistaa kyseisestä toiminnasta vastuulliselle taholle. Järjestäjänä toimivan investointipankin ylimmällä johdolla ja hallituksen jäsenillä on kuitenkin myös velvollisuus valvoa, että heidän alaisuudessaan toimivat henkilöt hoitavat tehtävänsä asianmukaisesti.

Liikkeeseenlaskun yhteydessä käytetään normaalikäytännön mukaan myös oikeudellisia neuvonantajia, jotka huolehtivat omalta osaltaan tiettyjen liikkeeseenlaskussa annettavien ja esitteeseen sisällytettävien tietojen riittävyydestä. Oikeudellisten neuvonantajien rikosoikeudellista vastuuta liikkeeseenlaskun yhteydessä annettavista tiedoista ja esitteen laatimisesta voidaan kuitenkin pitää tulkinnanvaraisena. Täysin yksiselitteistä ei ole se, kohdistuuko AML 2:2:n velvollisuus myös liikkeeseenlaskuun osallistuviin oikeudellisiin neuvonantajiin ja vastaavatko myös he osaltaan riittävien ja olennaisten tietojen antamisesta vai rajoittuuko oikeudellisen neuvonantajan vastuu ainoastaan suhteessa toimeksiantajaansa. Lain esityöt ovat niukat ja puoltavat rajoittavaa tulkintaa niin, että ainoastaan liikkeeseenlaskun toimeenpanosta huolehtiva pankki tai arvopaperinvälittäjä vastaa toimeksiannon huolehtimisesta.[215] Toisaalta vastuun kannalta ratkaisevaa ei ainakaan yksiselitteisesti ole se, mikä osapuoli toimeksiannon nojalla huolehtii liikkeeseenlaskusta. Oikeudellisten neuvonantajien voidaan katsoa olevan vastuussa ainakin oman toimintansa huolellisuudesta ja asianmukaisuudesta sen varmistamisessa, että liikkeeseenlaskijasta annettava informaatio täyttää lain asettamat vaatimukset. Oikeudellisten neuvonantajien vastuun on kuitenkin rajoituttava liikkeeseenlaskuun liittyvien oikeudellisten seikkojen selvittämiseen ja arvioimiseen, eikä esimerkiksi liikkeeseenlaskijan itsestään antamien tietojen oikeellisuuden tarkistamiseen.[216]

Ns. Novera-tapauksessa Novera oli laskenut liikkeeseen yleisölle suunnatun joukkovelkakirjalainan, jonka merkintäaika oli ollut 5.8.–30.8.1991. Joukko-

---

[215] Ks. HE 157/1988 s. 25. Ks. myös Segerman s. 247 ja 253, joka katsoo asianajotoimiston voivan joutua vastuuseen tiedottamisrikoksesta arvopaperien markkinointiin osallistuneina mutta ei sitä vastoin tiedottamisrikoksen 2 kohdan mukaisesta teosta. Hänen mukaansa esitteessä annettujen tietojen oikeellisuudesta vastaa ainoastaan liikkeeseenlaskija ja liikkeeseenlaskusta toimeksiannon nojalla huolehtiva, jolloin esimerkiksi oikeudelliset neuvonantajat eivät voi joutua rikosoikeudelliseen vastuuseen esitteessä olevasta virheellisestä tiedosta, vaikka virhe olisikin aiheutunut niiden toiminnassa.

[216] Yhdysvalloissa ja Englannissa liikkeeseenlaskijan tai emissionjärjestäjän asiantuntijana käyttämän oikeudellisen neuvonantajan ei ole katsottu olevan sijoittajiin nähden vastuussa esitteen sisällöstä, ellei tämä nimenomaisesti vahvista esitteessä tietoa jostakin tosiseikasta. Ks. SA 11(b) ja Escott v. BarChris Const. Corp. 283 F.Supp. 643 (2nd Cir. 1968). Ks. myös esitevastuutyöryhmän mietintö s. 65.

velkakirjalainan järjestäjänä oli toiminut Postipankki Oy, joka myös osallistui lainan markkinointiin. Noveran johdon katsottiin törkeästä huolimattomuudesta rikkoneen AML 2:1:ää ja syyllistyneen arvopaperimarkkinarikokseen markkinoidessaan lainaa yleisölle jättäessään ilmoittamatta tiedossaan olleen yhtymän taloudellisen tuloksen olennaisen heikentymisen kevätkaudella 1991.[217]

Käräjäoikeus katsoi myös osan järjestäjänä toimineen Postipankki Oy:n johdosta syyllistyneen huolimattomuudesta arvopaperimarkkinarikkomukseen laiminlyömällä velvollisuutensa pitää merkitsijöiden saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista (AML 2:2 ja 8:3.1,1 kohta). Käräjäoikeus katsoi järjestäjäpankin toimitusjohtajan sekä liikkeeseenlaskuun osallistuneiden ja siitä vastuussa olevien osapankkien johtajien laiminlyöneen velvollisuutensa valvoa, että esitteessä annetut tiedot yhtymän tuloskehityksestä olivat riittävät. Pankin toimitusjohtajan allekirjoittaessa 30.7.1991 pankin puolesta sen ja Noveran välisen joukkovelkakirjan merkintäsopimuksen, oli hänellä ollut käytössään sekä laina- että myyntiesite, kuten myös yhtymän alkuvuoden tulosyhteenveto ja yhtymää koskeneet yritystutkimukset, joista kaikista oli ilmennyt yhtymän tuloksen jo toteutunut ja loppuvuodelle ennustettu tappiollisuus. Järjestäjäpankin toimitusjohtaja oli siten ollut tietoinen yhtymän tappiollisesta tuloskehityksestä ja hänen olisi asemansa perusteella pitänyt käsittää kyseisen tiedon olevan AML 2:2 mukaisesti olennainen.

Järjestäjäpankkiin kuuluneiden osapankkien johtajien osalta käräjäoikeus katsoi puolestaan, ettei tehtävien delegointi osapankin sisällä ollut poistanut tietyistä osapankeista vastuussa olleiden pankin johtokunnan jäsenten valvontavelvollisuutta. Järjestäjäpankin yleispankista vastuussa ollut johtokunnan jäsen oli oikeuden mukaan laiminlyönyt velvollisuutensa valvoa, että yleispankin hoitaneessa lainan markkinoinnissa annettiin merkitsijöille riittävät tiedot. Vastaavasti järjestäjäpankin sisällä investointipankista vastuussa ollut johtokunnan jäsen oli oikeuden mukaan laiminlyönyt velvollisuutensa valvoa, että joukkovelkakirjalainan dokumentaatiota hoitaneella työryhmällä oli ollut käytettävissään asianmukaiset tiedot Noveran taloudellisesta tilanteesta ja että tiedot olivat myös ilmenneet lainaesitteestä.[218] Käräjäoikeuden mukaan näyttämättä sen sijaan jäi, että järjestäjäpankin toimitusjohtaja tai kyseiset johtokunnan jäsenet olisivat laiminlyöneet velvollisuutensa törkeästä huolimattomuudesta. Järjestäjäpankin pääjohtaja ja muut johtokunnan jäsenet eivät sen sijaan joutuneet vastuuseen, koska joukkovelkakirjalainan järjestämisen ei ollut näytetty kuuluneen heidän vastuualueeseensa, eikä asiaa ollut käsitelty johtokunnan kokouksissa. Pelkän johtokunnan jäsenyyden järjestäjäpankissa ei siten katsottu synnyttäneen velvollisuutta valvoa, että pankki oli toiminut lainan järjestämisessä lainmukaisesti niin, että lainaesitteessä oli ollut oikeat ja riittävät tiedot.

---

[217] Helsingin käräjäoikeus 29.12.1993, R 93/3940.

[218] Järjestäjäpankin johto vetosi puolustuksenaan lähinnä nimenomaan siihen, ettei lainan järjestäminen ollut kuulunut johtokunnan tehtäviin, eikä sitä myöskään miltään osin ollut käsitelty johtokunnan kokouksissa.

Hovioikeus piti käräjäoikeuden päätöksen voimassa.[219] Antamansa tuomion perusteluissa hovioikeus yhtyi käräjäoikeuden perusteluihin mutta totesi vielä lisäksi, että vaikka järjestäjäpankin tuomitut osapankkien johtajat eivät tosiasiassa olleet olleet muita pankin johtokunnan jäseniä enempää tekemisissä lainan järjestämiseen liittyvien toimenpiteiden kanssa, olivat he osapankkien johtajina ja johtokunnan jäseninä vastuussa nimenomaan niistä osapankeista, jotka olivat lainan liikkeeseenlaskuun järjestäjäpankissa olennaisesti osallistuneet. Järjestäjäpankki oli kiinteästi seurannut suurasiakkaansa Noveran taloudellista kehitystä ja selvitykset yhtymän taloudellista tilaa koskeneista muutoksista vuodelta 1991 oli saatettu johtokunnan jäsenten tietoon. Osapankin sisäisestä organisaatiosta riippumatta kyseisten johtokunnan jäsenten oli siten katsottava asemassaan kyseisten osapankkien johtajina vastaavan lainan liikkeeseenlaskun yhteydessä annettavan tiedon oikeellisuudesta ja lainmukaisuudesta.

Jälkimarkkinoilla yhtiön säännöllisen tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä on vastuussa yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja.[220] Vastuun yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden järjestämisestä voidaan katsoa kuuluvan myös yhtiön hallitukselle ja toimitusjohtajalle. Yhtiön säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta vastuu voi kuitenkin tietyissä tilanteissa tulla arvioitavaksi myös muiden kuin yhtiön hallitusten jäsenten osalta. Kyseinen tilanne voi olla käsillä esimerkiksi silloin, jos yhtiön hallitus ei enemmän tai vähemmän itsestään riippumattomista syistä joko ole kyennyt asianmukaisesti antamaan säännöksessä edellytettyä tietoa tai vaihtoehtoisesti joutunut antamaan totuudenvastaisen taikka harhaanjohtavan tiedon kyseistä velvollisuuttaan täyttäessään. Tällainen tilanne voisi johtua siitä, että yhtiön toimivaan johtoon, kuten talousjohtoon tai jonkin liiketoimintoyksikön johtoon kuuluvat henkilöt olisivat tietoisesti vääristäneet tai salanneet yhtiön taloudelliseen tilanteeseen vaikuttavia tietoja yhtiön toimitusjohtajalta ja hallitukselta.

Kyseisissä tilanteissa arvioitavana on, kohdistetaanko rikosoikeudellinen vastuu joko (1) yksinomaan yhtiön hallituksen jäseniin ja toimitusjohtajaan vai (2) niihin hallitukselle väärää tai puutteellista informaatiota antaneisiin henkilöihin, joiden toiminnasta tai laiminlyönnistä velvollisuuden rikkominen joko yksinomaan tai pääasiassa johtui, vai (3) molempiin edellä mainittuihin tahoihin. Lähtökohtaisesti hallituksen jäsenten on voitava luottaa siihen informaatioon,

---

[219] Helsingin hovioikeus 9.5.1996, R 94/333 (äänestysratkaisu).

[220] OYL 8:16.2:n mukaan osakeyhtiön hallituksen on huolehdittava siitä, että yhtiön kirjanpidon ja varainhoidon valvonta on asianmukaisesti järjestetty. Toimitusjohtajan taas on huolehdittava siitä, että yhtiön kirjanpito on lain mukainen ja varainhoito luotettavalla tavalla järjestetty. Vastuu kirjanpidosta on siten osakeyhtiössä jaettu niin, että hallituksella on valvontavastuu. Yhtiön toimitusjohtajan on puolestaan huolehdittava yhtiön juoksevaan hallintoon kuuluvan kirjanpidon yksityiskohtaisesta järjestämisestä ja sen valvonnasta.

mitä he yhtiön toimivalta johdolta saavat.[221] Yhtiön hallituksella on kuitenkin toisaalta itsenäinen vastuu yhtiön taloudellisen aseman ja sen kehittymisen valvonnasta.

Keskeisenä voidaan pitää sitä, kuinka huolellisesti yhtiön ylin johto (hallitus ja toimitusjohtaja) on pyrkinyt turvaamaan oikean ja riittävän tiedonsaannin yhtiön alemmilta portailta sekä valvomaan informaation oikeellisuutta. Mikäli yhtiön ylin johto on selkeästi laiminlyönyt kyseisen valvontavelvollisuutensa joko yleisesti tai yksittäistapauksessa, voidaan sen katsoa menetelleen törkeän huolimattomasti. Yhtiön toimivaan johtoon kuuluva henkilö, kuten esimerkiksi yhtiön talousjohtaja, olisi perusteltua yhtiön hallituksen ohella asettaa vastuuseen, mikäli hänen osuutensa tiedonantovelvollisuuksien rikkomiseen on ollut merkittävä.[222]

Yhtiön toimivaan johtoon kuuluvien henkilöiden tekijävastuu voi kuitenkin käytännössä olla ongelmallista, koska tiedonantovelvollisuuden voidaan tunnusmerkistössä katsoa kohdistuvan yhtiön hallitukseen ja toimitusjohtajaan. Yhtiön operatiiviseen johtoon kuuluva henkilö, kuten yhtiön talousjohtaja, voidaan kuitenkin tuomita avunannosta tiedottamisrikokseen, mikäli avunanto on tahallista ja itse tiedottamisrikos on yhtiön hallituksen toimesta tehty tahallisesti.[223] Avunantajan tulee tällöin olla tietoinen sekä omasta että toisen toiminnasta, kuten myös oman toimintansa (tai toimimatta jättämisen) päätekoa edistävästä merkityksestä. Edistävän toiminnan on tullut merkittävällä tavalla lisätä rikoksen täyttymisen todennäköisyyttä.[224] Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate ei myöskään voi estää avunantovastuun ulottamista esimerkiksi yhtiön talousjohtajaan, vaikka vastuu on tunnusmerkistössä asetettu sille, jonka velvollisuuksiin tiedonantovelvollisuus kuuluu.

---

[221] Vrt. Vento 1998 s. 556, jonka mukaan pankkien luotonantoa koskeneessa oikeuskäytännössä on otettu huomioon se, että paras tietämys hallituksen käsiteltäviksi tuoduista asiakkaista tai asiakaskokonaisuuksia koskevista kysymyksistä on toimivalla johdolla. Tällä perusteella on usein katsottu, että hallituksen jäsenet voivat hyvin pitkälle luottaa siihen informaatioon, mitä he pankin johdolta saavat. Näin ollen vain ilmeiset puutteellisuudet ovat sen laatuisia, että hallituksen tulee oma-aloitteisesti pyrkiä selvittämään tilannetta yksityiskohtaisemmin. Vento kuitenkin toisaalta toteaa, että hallituksen jäseneltä edellytetään, että hän vaatii riittävät selvitykset päätöksensä pohjaksi.

[222] Vrt. myös RL:n työrikoksia (RL 47:7) ja ympäristörikoksia (RL 48:7) koskevia vastuun kohdentumissäännöksiä, joiden mukaan rangaistukseen tuomitaan se, jonka velvollisuuksien vastainen teko tai laiminlyönti on. Tätä arvioitaessa on otettava huomioon asianomaisen asema, hänen tehtäviensä ja toimivaltuuksiensa laatu ja laajuus sekä muutenkin hänen osuutensa lainvastaisen tilan syntyyn ja jatkumiseen.

[223] RL:n avunantoa koskevan 5:6:n mukaan: ”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.”

[224] Frände 2005 s. 287 ja 290.

Yhtiön talousjohtaja voidaan siten tuomita avunannosta tiedottamisrikokseen, jos kyseessä on esimerkiksi totuudenvastaisten tietojen antaminen markkinoille ja sekä talousjohtaja että yhtiön hallituksen jäsenet ovat olleet tietoisia annettujen tietojen totuudenvastaisuudesta. Jos sen sijaan on kyse tietojen salaamisesta, ei tahallisuusvaatimus yhtiön hallituksen osalta täyty, elleivät hallituksen jäsenet ole olleet tietoisia tietojen salaamisesta. Yhtiön talousjohdon tai mahdollisesti muiden yhtiön operatiiviseen johtoon kuuluvien henkilöiden vastuu voi tulla arvioitavaksi myös välillisenä tekemisenä.[225]

6.7 SYYKSILUETTAVUUS

Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen rangaistavuudelta edellytetään joko tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Tiedonantovelvoitteiden rikkominen ja laiminlyönti myös tavallisesta huolimattomuudesta on nykyisin sanktioitu Ratan hallinnollisin seuraamuksin.[226] Törkeästä huolimattomuudesta tehtyjen tiedottamisrikosten rangaistavuutta perusteltiin lakia säädettäessä sillä, että tiedonantovelvoitteet kohdistuvat markkinoilla ammattimaisesti toimiviin henkilöihin. Kyseisiltä henkilöiltä katsottiin voitavan edellyttää tavanomaista suurempaa huolellisuutta markkinoiden luotettavuuden kannalta keskeisissä tehtävissä. Törkeästä huolimattomuudesta tehdyn tiedottamisrikoksen rangaistavuutta perusteltiin lisäksi sillä, että joissakin tapauksissa tahallinen ja törkeää huolimattomuutta osoittava teko voivat paheksuttavuudeltaan olla lähellä toisiaan. Tilanteessa, jossa esimerkiksi jätetään antamatta sellainen arvopaperiin liittyvä tieto, jonka vaikutuksesta arvopaperin arvoon tai hintaan törkeän huolimattomuuden vuoksi on jätetty ottamatta selko, teon moitittavuuden katsottiin olevan lähes yhtä suuri kuin siinä tapauksessa, että asiasta olisi varmistauduttu, mutta tiedon antaminen olisi silti laiminlyöty.[227]

Koska tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön toteutuminen ei edellytä erityistä seurausta, ei myöskään sen osalta tule suoraan sovellettavaksi RL 3:6:n tahallisuusmääritelmää. Tunnusmerkkien osalta sovelletaan siten olosuhdetahallisuutta. Lähtökohtaisesti tiedottamisrikoksen 1 kohdan mukaiseen tekotapaan voi tahallisuudesta syyllistyä kuka tahansa, joka on mieltänyt antaneensa arvopaperiin

---

[225] RL:n välillistä tekemistä koskevan 5:4:n mukaan: ”Tekijänä tuomitaan se, joka on tehnyt tahallisen rikoksen käyttäen välikappaleena toista, jota ei voida rangaista siitä rikoksesta syyntakeettomuuden tai tahallisuuden puuttumisen vuoksi taikka muusta rikosoikeudellisen vastuun edellytyksiin liittyvästä syystä.” Ks. välillisestä tekemisestä HE 44/2002 s. 156 ja Frände 2005 s. 278–285.
[226] Ratan hallinnollisten seuraamusten syyksiluettavuutta käsitellään jäljempänä luvussa 8.2.
[227] HE 254/1998 s. 30.

liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja elinkeinotoiminnassa tapahtuneessa arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankinnassa. Todennäköisyystahallisuutta sovellettaessa tekijän on pidettävä todennäköisempänä, että tiedot ovat totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia kuin että ne eivät sitä ole.[228] Tasapainotahallisuutta sovellettaessa riittää, että tekijä on pitänyt tietojen harhaanjohtavuutta 50 %:n todennäköisyydellä harhaanjohtavina. Välinpitämättömyystahallisuudessa tahallisuus täyttyisi, jos tekijä olisi suhtautunut joko hyväksyvästi tai ilmeisen välinpitämättömästi tietojen totuudenvastaisuuden tai harhaanjohtavuuden varteenotettavaan mahdollisuuteen.[229]

Tiedottamisrikoksen tunnusmerkistössä on runsaasti oikeudelliseen arviointiin perustuvia (normatiivisia) tunnusmerkistötekijöitä, kuten totuudenvastaisuus, harhaanjohtavuus ja tiedon olennaisuus. Koposen mukaan normatiiviset tunnusmerkit kuuluvat olosuhdetahallisuuden piiriin, eikä arvioinnin perusteeksi voida niiden osalta asettaa tekijän subjektiivista mieltämistä mainittujen seikkojen luonteesta tahtotahallisuudenkaan puitteissa. Ratkaisevaa on Koposen mukaan se, onko tekijä tuntenut ne tosiseikat, joihin suoritettu oikeudellinen arviointi nojautuu.[230] Tahallisuus voidaan myös tiedottamisrikosten osalta joutua päättelemään teon ulkoisista olosuhteista.

Törkeältä huolimattomuudelta edellytetään puolestaan tekijän olleen törkeän huolimaton sen suhteen, onko hänen suorittamansa arvopaperien markkinointi

---

[228] Ks. petossäännöksen osalta Tapani 2004 s. 226, joka kyseenalaistaa sen, tuleeko petoksen tekijän mieltää antamansa informaatio edes varsin todennäköisesti virheelliseksi. Tapanin mukaan tuomioistuimen on ylipäänsä erittäin vaikea arvioida, millä todennäköisyydellä tekijä on pitänyt antamiaan tietoja virheellisinä, sillä rikoksentekijä tekee harvoin tällaista arviota. Sen sijaan voidaan arvioida sitä, onko tekijä tiennyt, että tietyllä seikalla on merkitystä uhrin päätöksenteolle ja odottaako uhri nimenomaan tietynlaista informaatiota.

[229] Frände n s. 132–135 mukaan tasapainotahallisuus saa otteeseensa myös talousrikoksiin liittyvät tyyppitapaukset, joissa tekijälle on aineellisessa lainsäädännössä asetettu selonottovelvollisuus. Frände n mukaan henkilöltä, joka ei tarkista tiettyä tietoa, puutuu tieto asioiden tilasta, ja hänen on lähdettävä siitä, että tieto voi olla yhtä hyvin väärä kuin oikeakin. Frände n mukaan erityisesti hovioikeustasolla käytetään sen sijaan välinpitämättömyystahallisuutta eli sitä, että tekijä ymmärsi tietyn olosuhteen olemassaolon varteenotettavaksi mahdollisuudeksi samalla, kun hän suhtautui tähän mahdollisuuteen välinpitämättömästi.

[230] Ks. Koponen s. 82 ja s. 115–116, jonka mukaan laajojen talousrikosasioiden osalta on epätodennäköistä, että esitutkinnassa olisi enää luotettavasti selvitettävissä, mikä oli syylliseksi epäillyn autenttinen, tunnusmerkistötekijöiden täyttymistä koskeva mieltäminen tekohetkellä. Koposen mukaan jo käytännön oikeuselämän vaatimukset edellyttävät melko pitkälle menevää arvioinnin perustamista objektiivisesti tapahtuma-aikaan havaittavissa olleisiin seikkoihin.

Ks. myös Valtakunnansyyttäjänviraston päätös 03/12 syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, [ns. Talentum-tapaus], jossa valtionsyyttäjän mukaan näyttöharkinta tahallisuuden osalta on viimekädessä perustettava siihen, onko epäillyllä ollut tiedossaan sellaiset tosiasiat, joista tiedon mahdollinen vaikutus osakkeen arvoon on ollut arvioitavissa. Tapauksessa valtionsyyttäjä katsoi tahallisuuden edellyttämän tietoisuuden täyttyneen, kun epäilty oli ollut tietoinen sisäpiirintiedon luonteen arvioinnin perusteena olevista tosiseikoista.

tai hankinta ollut ammattimaista, tapahtunut elinkeinotoiminnassa tai ovatko hänen antamansa tiedot mahdollisesti olleet totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia. Törkeän huolimattomuuden edellytyksenä voidaan pitää jo sitä, että tekijän olisi tullut mieltää esimerkiksi tietojen harhaanjohtavuuden tosiasiallinen mahdollisuus.[231]

Tiedottamisrikossäännöksen 2 kohdan ensimmäisellä tekotavalla on puolestaan lain perustelujen mukaan tarkoitettu tekoa, jossa tekijä velvollisuudestaan ja tiedon merkityksestä tietoisena laiminlyö täyttää velvollisuutensa asianmukaisesti.[232] Kyseistä perustelua on kuitenkin pidettävä puutteellisena, sillä perustelut viittaavat selkeästi teon tahallisuuteen. Myös törkeästä huolimattomuudesta tapahtunut tiedonantovelvollisuuden rikkominen on säädetty rangaistavaksi. Törkeä huolimattomuus voi täyttyä, mikäli tekijä on törkeän huolimaton AML:iin sisältyvän velvoitteen olemassaolosta tai sen sisällöstä taikka antamatta jätetyn tiedon olennaisuudesta. Vastaavasti tiedottamisrikossäännöksen 2 kohdan toisen tekotavan mukaisessa teossa törkeä huolimattomuus kohdistuu siihen, että tekijä on törkeän huolimaton sen suhteen, ovatko hänen antamansa tiedot mahdollisesti olennaisesti totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia. Törkeä huolimattomuus voi kohdistua myös sen arvioimiseen, tapahtuuko kyseisten tietojen antaminen nimenomaisesti AML:n mukaista tiedonantovelvollisuutta täytettäessä.

Teon tai laiminlyönnin huolimattomuuden astetta arvioitaessa voidaan kiinnittää huomiota muun muassa julkistettavaksi vaadittavien tai annettujen tietojen merkitykseen sekä tekijän asemaan.[233] Esimerkiksi yhtiön antien yhteydessä antamien tietojen tai yhtiön tulevaisuudennäkymistään antamien tietojen osalta yhtiön johdolla voidaan kyseisten tietojen merkityksellisyyden vuoksi katsoa olevan korostunut huolellisuusvelvollisuus.[234] Tekijöiden asemaa arvioitaessa lähtökohtana voidaan puolestaan pitää sitä, että tiedonantovelvollisuudet kohdistuvat pääsääntöisesti arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimiviin henkilöihin, joilta voidaan edellyttää tavanomaista suurempaa huolellisuutta markkinoiden luotettavuuden kannalta keskeisissä tehtävissä.[235] Listayhtiöiden ylim-

---

[231] Tällöin lähestytään edellä käsiteltyä välinpitämättömyystahallisuutta.

[232] HE 254/1998 s. 32.

[233] RL 3:7.2 momentissa on ilmaistu törkeän huolimattomuuden sisältö. Määritelmän 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.”

[234] Ks. teon huolimattomuudesta ja rikotun huolellisuusvelvollisuuden merkityksestä sekä riskipotentiaalista jo aiemmin luvuissa 3.5, 3.6.3 ja 4.4.1 esitettyä.

[235] Ks. HE 254/1998 s. 21. Ks. myös Magnusson s. 159 ss.

Ainoana poikkeuksena voidaan pitää tiedottamisrikossäännöksen 1 kohdan tekotapaa, koska arvopaperien markkinointiin voi lähtökohtaisesti syyllistyä kuka tahansa. Esimerkiksi markki-

män johdon vastuuta markkinoille antamiensa tietojen oikeellisuudesta ja riittävyydestä voidaan pitää verraten ankarana.[236]

Tuottamusarviointia voidaan vielä tarkemmin erotella sekä tiedostamattoman että tietoisen tuottamuksen kriteereillä. *Tiedostamattomassa* tuottamuksessa on usein kyse selonotto- tai valvontavelvollisuuden selkeästä laiminlyömisestä. Tilanteessa tekijä törkeästä huolimattomuudesta (välinpitämättömyydestä) laiminlyö ottaa selvää lain asettamista vaatimuksista tai vallitsevista olosuhteista, kuten esimerkiksi tietojen oikeellisuudesta tai olennaisuudesta. Tiedostamatonta törkeää huolimattomuutta voidaan katsoa osoittavan sellaisen lain vastaisen teon tai laiminlyönnin, joka johtuu erityisen velvollisuuden laiminlyönnistä johtuvasta tiedon puutteesta.[237] Esimerkiksi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden edellyttämän velvollisuuden laiminlyönti seurata aktiivisesti yhtiön taloudellista tilaa ja tuloskehitystä voidaan lukea tällaiseksi velvollisuuden laiminlyönniksi. Arvioitavaksi voi tulla esimerkiksi yhtiön hallituksen vastuu tulosvaroituksen antamatta jättämisestä tilanteessa, jossa sillä ei ole ollut käytössään riittäviä tietoja tulosvaroituksen antamiseksi. Hallituksen vastuuta ei tällöin poista se, ettei sillä ole ollut mahdollisuutta noudattaa kyseistä velvollisuutta, jos hallituksen toiminnan aiempi huolimattomuus esimerkiksi toimivan raportointijärjestelmän luomisessa on ollut syynä sille, ettei hallituksella ole ollut mahdollisuutta saada tulosvaroituksen tarpeellisuuden arvioimiseksi tarvittavaa tietoa. Myös tekijän näkökulmasta ”hyvässä tarkoituksessa” tai puhtaasta ajattelemattomuudesta markkinoille levitetty tai esitteeseen sisällytetty totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto voi aikaansaada vastuun. Tällöin rangaistavuudelta tulee kuitenkin edellyttää, että tekijän olisi tullut (mahdollisen asian selvittämisen jälkeen) mieltää se, että hänen markkinoille antamansa tiedot mahdollisesti ovat totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia.

Törkeä huolimattomuus voi kuitenkin ilmetä myös ns. *tietoisena* tuottamuksena. Tiedottamisrikosten osalta tietoiselta (törkeältä) tuottamukselta edellytetään tekijän mieltäneen esimerkiksi markkinoinnin tai listalleottoesitteen mahdollisesti sisältävän (olennaisen) totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon. Tekijä toisin sanoen ymmärtää tällaisen riskin olemassaolon. Törkeää huolimattomuutta osoittaa vastaavasti se, että yhtiön johto on tiedostanut tietyn tiedon an-

---

nointikampanjaan osallistuvan markkinointitoimiston osalta selonotto- ja huolellisuusvelvollisuutta voidaan pitää matalampana.

[236] Osakeyhtiöissä tehtyjen velallisten rikosten osalta on vastaavasti osakeyhtiön hallintohenkilön toimintarooliin katsottu liitetyn ankarahkon tietoisuusvelvollisuuden eikä henkilön yksilöllisille kyvyille ja taidoille ole juurikaan annettu vastuuta poistavaa merkitystä. Ks. Mäkelä s. 201.

[237] Ks. Vento 1994 s. 223, jossa esimerkiksi kirjanpitovelvollisuuden laiminlyönnistä johtuva tiedon puute luetaan tiedostamattomaksi törkeäksi tuottamukseksi konkurssirikoksia silmällä pitäen.

tamatta jättäessään, että laki mahdollisesti olisi sen julkistamista vaatinut. Yhtiön johto ei tällöin voi vastuun välttääkseen vedota ainoastaan siihen, ettei annettujen tietojen harhaanjohtavuus tai antamatta jätettyjen tietojen olennaisuus ollut teon tai laiminlyönnin hetkellä heidän ennakoitavissaan, jos se kuitenkin oli selvästi mahdollinen tai tosiasiallinen vaihtoehto. Tietoisessa tuottamuksessa tekijä ei siten ole täysin laiminlyönyt selonottovelvollisuuttaan. Tekijä on kuitenkin ollut törkeän huolimaton arvioidessaan lain sisältöä tai olemassa olevia tosiseikkoja. Ongelmallista voi tällöin olla esimerkiksi se, jos tiedon vaikutuksen olennaisuudesta on pyritty ottamaan selkoa, mutta tiedon olennaisuuden arvioinnissa on lopulta päädytty jälkikäteen virheelliseksi osoittautuneeseen lopputulokseen ja päädytty tiedon antamatta jättämiseen. Kyseisessä tilanteessa yhtiön johdon ei voida katsoa menetelleen törkeän huolimattomasti, jos se on etukäteen selvittänyt asiaa riittävästi ja huolellisen harkinnan jälkeen päätynyt siihen, ettei tiedonantovelvollisuutta ole syntynyt.[238]

Yhtiön johdon toiminnan huolellisuutta arvioitaessa keskeistä on, miten yhtiön johto oli pyrkinyt ottamaan selvää siitä, että se täyttää lain ja pörssin sääntöjen asettamat vaatimukset tiedonantovelvollisuutensa täyttämiseksi. Arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimivat osapuolet, kuten yhtiön johto ja emissionjärjestäjät, ovat velvollisia tietämään, mitä heiltä markkinoilla asetettujen tiedonantovelvollisuuksien noudattamiseksi vaaditaan. Lisäksi heillä vähintään yleisesti on kyky ja tilaisuus hankkia lain noudattamiseksi tarvittavat tiedot. Listayhtiöiden tai emissionjärjestäjien vastuuarvioinnissa voidaan vain harvoin antaa merkitystä esimerkiksi tunnusmerkistö-, kielto- tai soveltamiserehdyksen kaltaisille tilanteille vastuusta vapauttavana tekijänä. Pörssiyhtiön johdon voidaan kuitenkin perustellusti katsoa toimineen riittävällä huolellisuudella esimerkiksi tilanteessa, jossa se on pyytänyt Ratan tai pörssin arvioita tiedonantovelvollisuus-kynnyksen mahdollisesta ylittymisestä. Vastuu tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta voidaan näissä tilanteissa kohdistaa yhtiön johtoon ainoastaan, mikäli se ei ole esimerkiksi antanut Ratalle tai pörssille kaikkea sellaista olen-

---

[238] Yhtiön johdon tuottamusta voidaan arvioida myös angloamerikkalaisessa oikeudessa noudatettavan ns. business judgement -säännön näkökulmasta. Kyseisen periaatteen mukaan johdon tuottamuksellisesta menettelystä ei ole kyse esimerkiksi tilanteissa, joissa yhtiön johdon tekemät olosuhteisiin nähden asianmukaiseen harkintaan ja selvitykseen perustuvat liiketoimintapäätökset osoittautuvat jälkikäteen yhtiön kannalta liiketaloudellisesti epäonnistuneiksi. Yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua ja riittävänä huolellisuutena on pidetty sitä, että ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto, sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi eivätkä päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttaneet johdon jäsenten eturistiriidat. Ks. HE 109/2005, OYL 1:8:n ja 22:1:n yksityiskohtaiset perustelut.

Arvopaperimarkkinoilla business judgement -säännön suoraa soveltamista rajoittaa kuitenkin se, että listayhtiön johdon on yhtiön edun edistämisen ohella otettava huomioon myös markkinoilla toimivien sijoittajien edut.

naista informaatiota, joka on voinut vaikuttaa niiden suorittamaan arvioon tiedonantovelvollisuus-kynnyksen ylittymisestä.

Yhtiön johdon selonottovelvollisuutta ja menettelyn huolellisuutta yleisesti arvioitaessa keskeistä ei kuitenkaan pelkästään ole se, miten yhtiön johto on pyrkinyt selvittämään sille laissa asetettujen toimintavelvoitteiden sisällön vaan myös se, miten yhtiön johto on pyrkinyt käytännössä täyttämään kyseiset toimintavelvoitteet. Tiedottamisrikosten osalta voidaan arvioida erityisesti yhtiön johdon aiempaa toimintaa yhtiön taloudellisen tilan seurannan järjestämisessä ja muuta toimintaa yhtiön tiedonantovelvoitteiden täyttämiseksi.

Esimerkiksi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta olennaista on tiedonantovelvollisuuden oikea-aikainen täyttäminen. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta on pyrittävä selvittämään, oliko yhtiön johdon (hallituksen) laiminlyönti järjestää informaation keruu ja analysointi riittävällä tavalla ollut omiaan aiheuttamaan esimerkiksi tulosvaroituksen antamatta jättämisen riittävän ajoissa. Yhtiön johdon vastuulla on järjestää, että yhtiön taloudellisen aseman ja tuloksen kehitykseen liittyvät tiedot kulkevat yhtiön alemmilta portailta riittävän nopeasti yhtiön ylimmälle johdolle asti.[239]

Ks. Helsingin käräjäoikeus 2.7.2004, R 04/2302, jossa käräjäoikeus katsoi kaikilla hallituksen jäsenillä olleen saman tietoisuuden yhtiön jäämisestä aikaisemmin tiedotetuista tavoitteista ja sama vastuu oikea-aikaisesta tiedottamisesta. Käräjäoikeus katsoi vastaajien syyllisyyden olleen samantasoista, ottaen huomioon, että kaikilla oli ollut mahdollisuus saada sama tieto. Luottaminen toimitusjohtajan tosiasioihin perustumattomaan optimismiin, on arvioitava samantasoisesti kuin toimitusjohtajan perusteeton optimismi.

Ks. toisaalta Helsingin kihlakunnan syyttäjänviraston päätökset (01/2418–2420) syyttämättä jättämisestä 15.8.2001, jossa syyttäjä perusti yhtiön hallituksen puheenjohtajan osalta syyttämättäjättämispäätöksensä siihen, ettei tämä ollut ollut läsnä johtoryhmän kokouksessa 13.–14.1.2000 eikä ollut sen jäsen. Syyttäjän mukaan ei ollut muutoinkaan esitettävissä syyksi lukemisen edellyttämää selvitystä siitä, että hän olisi saanut tiedon johtoryhmässä käsitellystä tulosraportista, joka olisi tullut välittömästi julkistaa (tulosvaroituksena). Epäilty itse kertoi saaneensa tiedon asiasta vasta hallituksen kokouksessa 24.1.2000 tai sitä edeltävänä päivänä. Näin ollen ei syyttäjän mukaan ollut näyttöä siitä, että epäilty olisi huolimattomuudellaan aiheuttanut sen, ettei yhtiö ollut julkistanut viivytyksettä ja viimeistään johtoryhmän kokouksen jälkeen tietoa tuloksensa heikentymisestä.

---

[239] Esimerkiksi Yhdysvalloissa listayhtiöille on laissa (SOX section 404) asetettu velvollisuus antaa vuosikertomuksessa raportti siitä, että yhtiön johto on arvioinut yhtiön sisäisen valvonnan toimivuutta sen talousraportoinnin sisällöstä.

Ks. myös oikeushenkilön toimintaohjelman (luku 7.3.2) ja tulosvaroituksen (luku 6.5.9) yhteydessä esitettyä.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttääkseen yhtiön johto on velvollinen tulosseurannassaan vastaamaan siitä, että yhtiön sisäiset laskenta-, seuranta-, valvonta- ja riskienhallintajärjestelmät toimivat riittävän tehokkaasti ja luotettavasti. Yhtiön johdon selonottovelvollisuuden voidaan katsoa korostuvan tilanteissa, joissa yhtiön liiketoiminnassa on ilmennyt merkkejä heikosta tuloskehityksestä tai taloudellisista vaikeuksista.[240] Tällöin yhtiön on kyettävä myös jälkikäteen näyttämään ryhtyneensä konkreettisiin toimenpiteisiin mahdollisen julkistamisvelvollisuuden arvioimiseksi. Mikäli yhtiön ylin johto on selkeästi laiminlyönyt kyseisen valvontavelvollisuutensa joko yleisesti tai tietyssä yksittäistapauksessa, voidaan sen katsoa menetelleen törkeän huolimattomasti.

Listayhtiöiden tiedottamisen totuudenvastaisuutta ja harhaanjohtavuutta on arvioitu myös käyttäytymistieteellisestä näkökulmasta. Langevoortin mukaan yritysjohdolla on esimerkiksi taipumus olla huomioimatta informaatiota, joka on ristiriidassa heidän ja yrityksen oman uskomusjärjestelmän kanssa, etenkin jos kyseinen epäselvä ja kielteinen informaatio saadaan pieninä annoksina. Kyseistä *kognitiivista konservatismia* Langevoort selittää johdon rajoitetulla rationaliteetilla sekä havainnointi- ja käsityskyvyllä. Yritysjohtajat ovat taipuvaisia laiminlyömään sellaisten riskien huomioon ottamisen, joiden toteutuminen on epätodennäköistä, eivätkä muutoinkaan halua tulla vaivatuksi vahvistamattomalla informaatiolla. Näin ollen useimmat johtajat järjestelmällisesti aliarvioivat etenkin ulkoisia uhkia yhtiönsä menestykselle.

Toiseksi syyksi väärien tai harhaanjohtavien tietojen antamiselle Langevoort katsoo yritysten kollektiivisen päätöksenteon, vastuun hajautumisen ja

---

[240] Ks. Helsingin hovioikeus 10.12.1999, R 98/935 ja aiemmin Helsingin käräjäoikeus 27.5.1998, R 98/1370, jossa Amerin johdon katsottiin antaneen tulosvaroituksen liian myöhään. Käräjäoikeuden perustelujen mukaan (hovioikeus yhtyi käräjäoikeuden perusteluihin tältä osin) Amerin hallituksen kokouksessa 25.4.1996 oli tullut viimeistään ilmi, että alkuvuonna yhtiö oli tehnyt 96 miljoona tappiota kun edellisvuonna lähes vastaavan ajanjakson tulos oli ollut 75 miljoonaa voitollinen. Hallituksella oli ollut tiedossaan yhtymän tappiollinen kehitys alkuvuodelta ja sillä olisi ollut perusteltua aihetta ottaa lähemmin selvää, miksi tulos oli muuttunut. Tähän arvioon ei ollut saanut vaikuttaa yhtiön johdon divisioonista saama tosiasioihin verrattuna ilmeisen virheellinen tieto koko vuoden voitokkaasta tulosennusteesta, koska yhtiön hallituksella oli ollut tiedossaan liiketoiminta-alueiden vaikeudet. Yhtiössä vuonna 1995–1996 tehdyt rakennemuutokset eivät myöskään olleet voineet antaa aihetta yhtiön hallitukselle jättää huomioimatta tuloksen dramaattista kehitystä negatiiviseksi. Lisäksi vaikka vuoden 1996 talousarviota ei ollutkaan julkistettu yhtiön ulkopuolisille, oli senkin toteutumattomuuden osaltaan täytynyt varoittaa hallitusta taloudellisista vaikeuksista.

Hovioikeus katsoi ratkaisussaan lisäksi, että: ”Amerin hallituksella oli ollut 25.4.1996 pidetyssä kokouksessa käytettävissään tietoja, joiden mukaan yhtymän tulos ei tulisi olemaan parempi kuin edellisen vuoden tulos…, vaan päinvastoin selvästi jäämässä heikommaksi siitä ja myös budjetissa olleesta arvioista. Alkuvuoden tulos oli ollut merkittävästi tappiollinen päinvastoin kuin vuonna 1995 ja huomattavasti budjetoitua heikompi. Tieto siitä, että yhtymä on jäämässä aikaisemmin julkistamistaan tulostavoitteista, olisi ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtymän osakkeen arvoon.”

ennen kaikkea *ryhmäajattelun*. Ryhmän jäsenet ovat tiedostamattaan taipuvaisia sivuuttamaan tietynlaiset varoittavat signaalit, jotka voisivat osoittaa ryhmän päätöksenteon epäonnistuneen jonkin ongelmallisen seikan huomioon ottamisessa. Tämä puolestaan johtaa vähemmän informatiiviseen päätöksentekoon muistuttaen enemmän kollektiivista rationalisointia kuin harkitsevaa ja järkevää valintaa. Yrityksen johto voi ryhmänä tiedostamattaan hylätä uhkaavan informaation varjellakseen sisäistä solidaarisuuttaan ja voi siten samalla levittää epätarkkaa tai virheellistä kuvaa itsestään myös markkinoille. Yrityksissä ilmenevä optimismi ja ”*can-do*”-kulttuuri johtavat helposti siihen, että johto ei joko havaitse tiettyjä riskejä ja ongelmia tai vaihtoehtoisesti tulkitsee niitä epärealistisesti.

Ongelmaa korostaa, että yhtiön johto voi menettää maineensa ja työpaikkansa siitä huolimatta, että he toimisivat lainmukaisesti, mikäli he eivät kuitenkaan kykene täyttämään markkinoiden ja sijoittajien odotuksia. Motivoituneet ja optimistiset yhtiön sisäpiiriläiset voivat myös uskotella itselleen ”takaiskujen” olevan vain väliaikaisia. Vasta aivan viimeisessä vaiheessa kuvaan voi astua johdon tietoinen tai harkittu asioiden salaaminen. Tämän vuoksi johdon oikeudellisen vastuun edellytykseksi ei Langevoortin mukaan tulisi asettaa heidän tietoisuuttaan tiedottamisen tai sen laiminlyönnin harhaanjohtavuudesta. Tietoisuusvaatimus suojaisi aivan liian helposti juuri tällaisia väärästä tiedottamisesta johtuvia markkinavääristymiä, joita sääntelyllä halutaan kuitenkin juuri ehkäistä.[241]

6.7.1 Novera-tapaus

Tapahtumakulku

Noveran hallituksen jäsenet olivat saaneet 12.4.1991 tiedon yhtymän tulosyhteenvedosta tammi-helmikuulta 1991, jossa oli todettu tuloskehityksen huolestuttava suunta. Yhtymän hallintoryhmän johtoryhmä oli käsitellyt kokouksessaan 7.6.1991 tulosyhteenvedon tammi–huhtikuulta 1991. Sen mukaan tulos oli ollut noin 130 miljoonaa markkaa tappiollinen budjetoidun tappion ollessa ainoastaan noin 35 miljoonaa markkaa. Vastaavana aikana edellisvuotena 1990 yhtymä oli tehnyt noin 30 miljoonan markan voiton. Yhteenvedon mukaan Noveran koko vuoden 1991 tulos olisi tullut olemaan noin 160 miljoonaa markkaa tappiollinen eli noin 275 miljoonaa markkaa huonompi kuin koko vuoden 1990 tulos ja noin 180 miljoonaa markkaa huonompi kuin koko vuoden 1991 budjetoitu tulos. Hallintoryhmän johtoryhmän kokouksessa 16.8.1991 oli käsitelty tulosyhteenveto tammi-kesäkuulta 1991, jonka mukaan tulos oli ollut yhä noin 130 miljoonaa markkaa tappiollinen, budjetoidun tappion ollessa noin 10 miljoonaa markkaa ja koko vuoden ennakoidun tappion arvioitiin olevan yhä noin 160 miljoonaa markkaa. Hallituksen kokouksessa kyseistä tulosyhteenvetoa oli käsitelty 21.8.1991, jolloin oli todettu vuoden lopun ennustetuloksen olleen huolestuttava. Yhtymä ei ollut antanut käytössään olleita välitilinpäätöstietoja vuodelta 1991 julkisuuteen. Lainaesit-

[241] Ks. Langevoort 1997 s. 146–160 ja Ribstein s. 24–25.

teeseen sisältyneessä hallituksen ilmoituksessa yhtymän kehityksestä kuluvalla tilikaudella ei ollut ilmennyt, että yhtymän siihenastinen tulos vuonna 1991 oli ollut tappiollinen.

Käräjäoikeuden perustelut

Käräjäoikeuden mukaan Noveran pääjohtajan ja hallituksen jäsenten oli lainaesitteeseen sisältyneen hallituksen ilmoituksen tilinpäätöksen 31.12.1990 jälkeisistä tapahtumista allekirjoittaessaan täytynyt mieltää esitteestä saatavan harhaanjohtavan kuvan, koska siinä ei ollut esitetty alkuvuoden 1991 tulostietoja. Törkeätä huolimattomuutta käräjäoikeus perusteli lisäksi sillä, että yhtymän johtohenkilöt olivat itse olleet huolestuneita yhtymän tuloksen tappiollisuudesta, mutta siitä huolimatta jättäneet antamatta siitä tiedon merkitsijöille.[242] Päämarkkinointivälineenä käytetyssä mainosesitteessä ei myöskään ollut mainittu mitään lainaa koskeneesta pankkitakauksen puuttumisesta. Joukkovelkakirjalainan markkinointi katsottiin näin ollen harhaanjohtavaksi. Käräjäoikeus katsoi yhtymän pääjohtajan ja hallituksen jäsenten syyllistyneen AML 2:1 ja 8:2.1,1 kohdan perusteella arvopaperimarkkinarikokseen.[243]

Hovioikeuden esittelijän kanta

Hovioikeus piti käräjäoikeuden tuomion voimassa. Ratkaisun hovioikeudessa esitellyt olisi kuitenkin tuominnut Noveran johdon ainoastaan arvopaperimarkkinarikkomuksesta sillä perusteella, että johdon ei ollut voitu katsoa menetelleen törkeän huolimattomasti. Esittelijän kannan mukaan törkeällä huolimattomuudella tarkoitettiin sellaista lähellä tahallisuutta olevaa syyllisyyttä, joka ilmentää vakavaa poikkeamista asetetuista huolellisuusvaatimuksista taikka harkittua riskin ottamista. Kyseisessä tapauksessa se olisi esittelijän mukaan edellyttänyt Noveran johdolta sen seikan ilmiselvää ymmärtämistä, että annetut tiedot olivat riittämättömiä taikka että he tietoisesti olisivat ottaneet riskin antaa sellaista harhaanjohtavaa tietoa, joka saattaa johtaa sijoittajien rahojen menetykseen. Keväällä 1991 julkaistut talousennusteet, Noveran historia, Suomen Yhdyspankki Oy:ssä laaditun yritystutkimuksen sanoma sekä erityisesti kysymyksessä olleen arvopaperin luonne huomioon ottaen ei

---

[242] Novera esitti omana näkemyksenään oikeudenkäynnissä muun muassa, että esitteessä annettua informaatiota arvioitaessa lähtökohtana oli pidettävä niitä odotuksia, jotka Noveran johdolla oli ollut kesällä 1991. Noveran mukaan yhtymän taloudellinen tilanne oli ollut hyvä ja se näytti jatkuvan vuoden 1990 kaltaisena. Vähäinen tulosnotkahdus oli ollut ymmärrettävä, koska Suomessa oli ajauduttu laskusuhdanteeseen. Laskettaessa lainaa liikkeeseen kesällä 1991 ei ollut ollut tiedossa muun muassa, että Suomen markka devalvoidaan, uusien rakennuskohteiden aloitukset romahtavat ja valmiiden toimitilojen kysyntä lakkaa, pankit muuttavat oleellisesti perinteistä luotonantoja vakuuspolitiikkaansa ja että vuoden 1991 bruttokansantuote laskee 7,5 prosenttia. Noveran mukaan näitä tosiasioita Noveran johdon ei ollut voitu kohtuudella edellyttää ottaneen huomioon jo kesällä 1991.

[243] Helsingin käräjäoikeus 29.12.1993, R 93/3940. Noveran mukaan rikollisena menettelynä ei voitu pitää sitä, että yhtymä ei ollut antanut sellaisia tietoja, joita valvontaviranomainenkaan ei ollut edellyttänyt annettavan. Ilmoitusvelvollisuus yhtymän välitilinpäätöksestä olisi Noveran mukaan syntynyt vasta, kun yhtymän taloudellinen tila olisi muuttunut siten, että muutokset vaikuttivat yhtymän luottokelpoisuuteen.

kesällä 1991 ollut ollut pääteltävissä, että joukkovelkakirjalainaan sijoittaneet olisivat olleet vaarassa menettää sijoituksensa.[244] Esittelijän mukaan ei siten ollut voitu pitää ilmiselvänä, että lainaesitteessä julkaistut tiedot olivat olleet riittämättömiä. Olosuhteet huomioon ottaen ei muutenkaan voitu päätellä, että johto olisi riskinoton omaisesti pyrkinyt salaamaan sijoittajilta tietoja.[245]

Ratkaisua voidaan pitää perusteltuna. Hovioikeuden esittelijän kantaan törkeän huolimattomuuden edellytyksistä ja siitä, ettei kyseessä ollut harkittu riskinotto tai ettei johto ilmiselvästi ollut ymmärtänyt annettuja tietoja riittämättömiksi, olisi ollut vaikea yhtyä. Sen sijaan esittelijän näkemys siitä, että laman laajuuden ja keston arviointi oli ollut tuohon aikaan mahdotonta, on osin perusteltu. Noveran johdolta oli kuitenkin voitu kohtuudella edellyttää arviointia yleisten taloudellisten suhdanteiden yhtiön taloudelliselle asemalle mahdollisesti aiheuttamista riskeistä.

Ensisijainen peruste Noveran johdon menettelyn katsomiseksi lainvastaiseksi ei kuitenkaan ollut johdon kykenemättömyys arvioida tulevia taloudellisia suhdanteita ja niiden mahdollisia kielteisiä vaikutuksia yhtymän tulevaisuudelle. Perusteena oli se, ettei sijoittajien tietoon ollut annettu tietoja yhtymän siihenastisesta olennaisesti tappiollisesta tuloskehityksestä. Jotta sijoittajat voivat itse arvioida sijoitukseensa liittyvät riskit, tulee heillä olla arvioinnin pohjana mahdollisimman ajantasaiset ja riittävät tiedot sijoituskohteesta. Vaikka kyseiset alkuvuonna toteutuneet tappiot eivät yksistään olisikaan aiheuttaneet yhtymän konkurssia, ei se poistanut yhtymän johdon velvollisuutta kertoa kyseisistä tappioista lainan merkitsijöille. Kyseiset tappiot olivat kuitenkin olennaisuudessaan tekijä, joka olisi voinut vaikuttaa merkitsijöiden sijoituskohdetta koskeneeseen riskiarviointiin ja koko sijoituspäätökseen. Liikkeeseenlaskun yhteydessä vaaditun menettelyn huolellisuutta korosti lisäksi se, ettei kyseisellä lainalla ollut vakuutta, mitä ei myöskään markkinoinnissa ollut riittävän selvästi tuotu julki.

---

[244] Hovioikeuden esittelijä oli myös omassa ratkaisuehdotuksessaan todennut, että laman laajuuden ja keston arvioiminen oli ollut keväällä ja kesällä 1991 mahdotonta. Keväällä laadittujen yleisten talousennusteiden mukaan maan kokonaistuotannon ennakoitiin laskevan vuonna 1991 mutta kasvavan jo vuonna 1992. Todellisuudessa bruttokansantuote aleni vuonna 1991 7,5 % ja jatkoi jyrkkää laskua myös vuonna 1992. Esittelijän mukaan yhtymän alkuvuonna 1991 tekemä tappio sekä vuoden loppuun ennustettu tappio eivät vielä sinällään olisi aiheuttaneet yhtymän konkurssia. Laman syveneminen seurannaisvaikutuksineen, muun muassa devalvaatio syksyllä 1991, ei esittelijän mukaan ollut ennustettavissa lainaa liikkeeseen laskettaessa.

[245] Helsingin hovioikeus 9.5.1996, R 94/333.

7 Oikeushenkilön rangaistusvastuu

7.1 YLEISTÄ

Oikeushenkilön rangaistusvastuu on verraten uusi instituutio oikeusjärjestelmässämme.[1] Oikeushenkilön rikosoikeudellisen vastuun kehittämistä perusteltiin lain valmisteluvaiheessa muuttuneilla yhteiskunnallisilla olosuhteilla sekä erityisesti sillä, että nykyaikainen taloudellinen toiminta perustuu yhä monimutkaisemmille organisaatiorakenteille. Etenkin suurien liikeyritysten strategisen ja päivittäisen operatiivisen johtamisen todettiin eriytyneen toisistaan. Kyseisten yritysten toiminnassa tapahtuneista rikoksista katsottiin rangaistusvastuuseen joutuvan lähinnä yhtiöiden operatiiviseen johtoon kuuluvat henkilöt ja heidän alaisensa.[2]

Markkinoilla toimivien yritysten kasvaessa ja muuttuessa rakenteeltaan monimutkaisemmiksi voi yhtiöiden ylimmän johdon osuus päivittäin suoritettavista päätöksistä ja toimenpiteistä olla yhä vähäisempi. Merkittävä osa yrityksen päätöksistä tehdään liiketoimintaorganisaation alemmilla tasoilla, ja näitä päätöksiä esimerkiksi yhtiön hallitus ei millään tavalla käsittele tai vahvista. Yritysten palveluksessa oleville yksittäisille työntekijöille on käytännössä voitu antaa huomattava päätösvalta, jotta yritys kykenisi mukautumaan ja reagoimaan markkinoiden nopeisiin muutoksiin. Erityisesti ne yritysten osastot tai liiketoiminta-alueet, jotka muodostavat merkittävän osan yrityksen taloudellisesta tuloksesta, voivat usein toimia varsin itsenäisesti.[3] Yrityksen ylimmän johdon etääntyminen ja samalla ymmärtämättömyys yrityksen alemmalla tasolla tapahtuvasta käytännön toiminnasta ja päätöksenteosta on tullut usein esiin myös rahoitusmarkkinoilla tapahtuneiden skandaalien yhteydessä.[4]

Moitittava menettely yhteisöjen toiminnassa muodostuu usein monen yhteisössä toimivan henkilön päätöksenteon, toimenpiteiden tai laiminlyöntien kokonaisuudesta ja vuorovaikutuksesta tavalla, jota on vaikea palauttaa pelkästään toimineiden yksilöiden teoiksi tai laiminlyönneiksi. Yrityksen ylintä johtoa kos-

---

1 Tässä jaksossa käsitellään ainoastaan oikeushenkilöiden *rikosoikeudellista* rangaistusvastuuta. Jäljempänä luvussa 8.2. käsitellään puolestaan Ratan hallinnollisiin seuraamuksiin liittyvää oikeushenkilöiden vastuuta.

2 HE 95/1993 s. 3.

3 Reichman 1993 s. 77.

4 Png s. 54.

kevan yksilöllisen rikosvastuun käytännön toteutuminen voi myös muodostua tarpeettoman vaikeaksi, sillä yrityksen johdon osallisuutta tai johdon antamaa valtuutusta yksittäisten päätösten tekemiseen voi olla lähes mahdoton näyttää käytännössä toteen. Väärinkäytösten ennaltaehkäisyn näkökulmasta yksinomaan yritysten ylimpään johtoon tai heidän alaisiinsa sovellettava rikosvastuu ei välttämättä ole riittävän tehokasta. Painavimpana perusteena oikeushenkilön rangaistusvastuulle pidettiin kuitenkin yksilöllisten seuraamusten ilmeistä epäsuhdetta yhteisötoiminnassa tehtyihin rikoksiin ja seuraamusten tehottomuutta toiminnan ohjaamisessa. Oikeushenkilön rangaistusvastuu tarjoaa tästä näkökulmasta mahdollisuuden rikosoikeudellisen vastuun joustavammalle soveltamiselle kohdistamalla vastuu organisaation toimintaan kokonaisuudessaan, eikä ainoastaan sen sisällä toimiviin yksittäisiin toimijoihin.[5]

Arvopaperimarkkinarikossäännöksiä uudistettaessa vuonna 1998, katsottiin oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevat säännökset tarpeelliseksi ulottaa sovellettaviksi myös arvopaperimarkkinarikoksia koskeviin rangaistussäännöksiin. Oikeushenkilön rangaistusvastuuta perusteltiin sillä, että arvopaperimarkkinarikokset ovat varsin usein yhteisöjen toimintaan liittyvää rikollisuutta ja että monessa tapauksessa tekijän tavoitteena ei ainakaan välittömästi ole henkilökohtainen etu vaan yhteisön, joko välittäjäyhteisön tai arvopaperin liikkeeseen laskeneen tai arvopaperikauppaa käyvän yhteisön etu. Kyseiset rikokset katsottiin tehtävän usein saavutettavissa oleva hyöty tarkkaan arvioiden. Väärinkäytöksiin liittyvien taloudellisten etujen todettiin voivan olla erittäin huomattavia. Lisäksi rikoksen tuottaman taloudellisen hyödyn laskemisen katsottiin voivan olla erityisen vaikeaa, jolloin menettämisseuraamukset eivät ole riittävä uhka. Kyseisten seikkojen katsottiin korostavan taloudellisten seuraamusten merkitystä arvopaperimarkkinarikosten ehkäisemisessä.[6] Uudistuksen puutteena voidaan osin

---

[5] Ks. HE 95/1993 s. 3–4 ja Lappi-Seppälä 2002 s. 433.
Ks. myös KKO 2002:39, jossa KKO katsoi lain esitöistä ilmenevän, että yhteisösakolla on tarkoitus vaikuttaa oikeushenkilön päätöksentekoon ja sen toiminnan ohjautumiseen. KKO:n mukaan sellaisessa yhteisössä, jonka organisaatio on monimutkainen ja jossa päätöksenteko on eriytynyttä, yksilörangaistuksen vaikutukset eivät aina ulotu sinne, missä yhteisön toimintalinjoista päätetään. Jos rikoksen tekijänä tuomitaan sellainen henkilö, joka ei voi vaikuttaa oikeushenkilön toimintatapoihin eikä päätöksentekoon, hänelle tuomittavalla rangaistuksella ei juurikaan voida vaikuttaa yhteisön toimintaan. Sen sijaan välittömästi yhteisön taloudellista tulosta heikentävän yhteisösakon voidaan olettaa vaikuttavan suoraan niiden päätösharkintaan, joiden asema tai taloudelliset edut riippuvat yhteisön taloudellisesta menestyksestä ja jotka myös päättävät yhteisön toimintalinjoista ja -tavoista.

[6] HE 254/1998 s. 16 ja OLJ 3/1993 s. 24. Vaikkakaan lain esitöissä ei tähän kiinnitetty huomiota, voidaan myös vahingonkorvausvastuun käytännön toteutumiseen liittyvien vaikeuksien katsoa puoltavan muiden taloudellisten seuraamusten käyttöönottoa. Taloudellisen hyödyn laskemisen ohella voi sekä taloudellisen vahingon määrän laskeminen että yksittäisten vahingonkärsijöiden ja syy-yhteyden osoittaminen olla arvopaperimarkkinarikosten yhteydessä tyypillisesti erityisen vaikeaa.

pitää sitä, ettei arvopaperimarkkinarikoksien suhdetta oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskeviin rikoslain säännöksiin lain valmisteluvaiheessa arvioitu laajemmin ja tarkemmin.[7] Uudistusta pidettiin kuitenkin tervetulleena ja se sai lakia valmisteltaessa laajan kannatuksen.[8]

7.2 RANGAISTUSVASTUUN LÄHTÖKOHDAT

Lähtökohtana oikeushenkilön rangaistusvastuulle on se, että oikeushenkilön *toiminnassa* on tapahtunut rikos.[9] Rikos katsotaan oikeushenkilön toiminnassa tehdyksi, jos sen tekijä on toiminut oikeushenkilön *puolesta tai hyväksi*[10] ja tekijä on laissa tarkemmin määritellyllä tavalla *palvelus- tai toimeksiantosuhteessa* oikeushenkilöön.[11] Oikeushenkilön puolesta voi toimia se, joka on oikeutettu edustamaan oikeushenkilöä tai käyttämään jossain asiassa oikeushenkilön päätösvaltaa.[12] Oikeushenkilön hyväksi toimivalla taas ei ole muodollista toimivaltaa tekoonsa eikä tekoa ole edes hyväksytty. Teko perustuu tyypillisesti hänen omaan ajatteluunsa. Olennaista on, että tekoon tarjoutuu mahdollisuus ja että oikeushenkilö saa teosta hyötyä.[13]

Oikeushenkilön rangaistusvastuun soveltamisedellytykset voivat vaihdella eri arvopaperimarkkinarikosten osalta käytännössä huomattavasti.[14] Tiedottamisri-

---

7 Tähän on kiinnittänyt huomion myös Jaatinen s. 74.

8 Ks. TaVL 30/1998 sekä LaVM 28/1998.

9 RL 9:1. Oikeushenkilön rangaistusvastuu ei siten tarkoita sitä, että oikeushenkilö itse katsottaisiin rikoksen tekijäksi, vaan yhteisösakko voi seurata sellaisesta rikoksesta, jonka joku on tehnyt oikeushenkilön toiminnassa.

10 Tällä tarkoitetaan sitä, että rikoksentekijä on rikosta tehdessään toiminut oikeushenkilön intressien mukaisesti eikä niitä vastaan. Ks. HE 95/1993 s. 16.

11 RL 9:3:n mukaan: ”*Rikos katsotaan oikeushenkilön toiminnassa tehdyksi, jos sen tekijä on toiminut oikeushenkilön puolesta tai hyväksi ja hän kuuluu oikeushenkilön johtoon tai on virka- tai työsuhteessa oikeushenkilöön taikka on toiminut oikeushenkilön edustajalta saamansa toimeksiannon perusteella.*”

12 Lain perusteluissa on myös katsottu oikeushenkilön puolesta voivan toimia sellainen muu henkilö, jolle on annettu tehtäväksi jokin rikollinen teko, tai jonka on annettu ainakin ymmärtää, että teko hyväksytään. Tällöin puolesta toimivan muodollisen aseman oikeushenkilön organisaatiossa ei tarvitse olla korkea. Ks. HE 95/1993 s. 35.

13 HE 95/1993 s. 35.

Jaatisen s. 87 mukaan ainoastaan tapauksissa, joissa rikoksentekijä on mieltänyt toimivansa vain ja ainoastaan oman etunsa tai jonkin muun tahon kuin kyseessä olevan oikeushenkilön edun nimissä, ei rikosta voitaisi pitää oikeushenkilön hyväksi tehtynä.

Ks. myös Frände 2005 s. 405, jonka mukaan ratkaisevaa on se, että rikos jollakin tavoin hyödyttää oikeushenkilöä.

14 Jaatisen mukaan arvopaperimarkkinarikosten suhteen on aina olemassa edellytykset oikeushenkilön rangaistusvastuulle. Jaatinen on toisaalta katsonut arvopaperimarkkinarikoksia koskevan luvun arvopaperimarkkinoilla toimivien oikeushenkilöiden ja niiden puolesta toimivien luonnollisten henkilöiden osalta jopa äärimmäisen ankaraksi sääntelyksi. Ks. Jaatinen s. 74–75.

kos voidaan poikkeuksetta katsoa oikeushenkilön toiminnassa tehdyksi. Tiedottamisrikoksien osalta oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytykset ovat myös lähes poikkeuksetta olemassa, koska liikkeeseenlaskijan hallitus on vastuussa yhtiön tiedottamisesta ja toimii liikkeeseenlaskijan puolesta ja hyväksi.[15] Sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja kurssin vääristäminen voivat esiintyä yhtä lailla oikeushenkilön toiminnan yhteydessä kuin ilman tällaista kytkentääkin. Rangaistusvastuun edellytystä oikeushenkilön puolesta tai hyväksi toimimisesta on tapauskohtaisesti arvioitava vielä erikseen. Esimerkiksi yhtiön tiedottamisella tekemää manipulaatiota voidaan myös arvioida oikeushenkilön rangaistusvastuun kannalta.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta yhteisösakko ei tule kyseeseen esimerkiksi tilanteessa, jossa oikeushenkilön organisaatioon kuuluva henkilö tekee sisäpiirikaupan omaan lukuunsa eikä yhtiön lukuun. Sitä vastoin tilanteessa, jossa esimerkiksi arvopaperinvälittäjän palveluksessa oleva meklari käyttää hyväksi sisäpiirintietoa tekemällä kaupan yhteisön lukuun tai neuvomalla asiakastaan arvopaperikaupassa kyseisen sisäpiirintiedon nojalla, voi kyse olla oikeushenkilön hyväksi toimimisesta. Oikeushenkilölle teosta koituvan hyödyn käsitettä ei tule tulkita liian suppeasti niin, että sillä tarkoitettaisiin ainoastaan konkreettisesti määriteltävissä tai mitattavissa olevaa taloudellista hyötyä. Vaikka kyseinen meklari tai hänen työnantajansa eivät saisikaan asiakkaan lukuun tehtävästä yksittäisestä kaupasta (välityspalkkiota lukuun ottamatta) välitöntä taloudellista hyötyä, voidaan sisäpiirintietoa käyttävän välittäjän katsoa hyötyvän toiminnasta välillisesti. Markkinoilla toimiville ammattimaisille osapuolille tehokas informaatioverkosto ja sen hyödyntäminen myös asiakassuhteissa ovat kriittisen tärkeitä. Asiakassuhteidensa edistämiseksi välittäjä voi hyödyntää asiakassuhteissaan myös sisäpiirintietoa.[16]

Arvioitaessa oikeushenkilön puolesta tai hyväksi toimimisen edellytystä muodostaa oman erityistilanteensa toiminta, jossa tekijä on rikoksen tehdessään ylit-

---

Ks. Segerman s. 255–256, joka tulkitsee Jaatista niin, että oikeushenkilön rangaistusvastuun edellyttämän oikeushenkilön toiminnan moitittavuuden puuttuminen on arvopaperimarkkinarikoksissa äärimmäisen harvinaista.

Nieminen 2001 s. 234 puolustaa väitettyä ankaruutta sillä, että Suomen arvopaperimarkkinoiden pienuudesta johtuen jo pienilläkin häiriötekijöillä voi olla huomattavia vaikutuksia markkinoiden toimivuuteen. Toiseksi markkinoiden kasvamisen ja niiden yhteiskunnallisen merkityksen korostumisen johdosta markkinoiden asiallisen toimivuuden takaaminen on Niemisen mukaan katsottu aikaisempaa tärkeämmäksi.

[15] Ks. Helsingin käräjäoikeus 2.7.2004, R 04/2302, jossa yhtiön johto eli hallitus oli suoraan osallistunut rikoksen tekemiseen ja tulosvaroituksen oikea-aikaiset antamatta jättämiset olivat tapahtuneet yhtiön toiminnassa. Yhteisösakko jätettiin kuitenkin kohtuuttomana määräämättä, koska oikeushenkilön johto oli tuomittu samasta rikoksesta ja kyse oli pienehköstä yrityksestä, joka oli saneerausmenettelyssä.

[16] Reichman 1993 s. 66–68.

tänyt toimivaltuutensa. Tällainen tilanne voi tulla arvioitavaksi, mikäli esimerkiksi välittäjäyhteisön omaan lukuun kauppaa tekevä meklari rikkoo yhtiön sisäisiä kaupankäyntisääntöjä tai ylittää oman toimivaltuutensa ja syyllistyy samalla rangaistavaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Tällöin voidaan perustellusti asettaa kyseenalaiseksi se, onko kyseinen meklari rikoksen tehdessään toiminut laissa tarkoitetulla tavalla oikeushenkilön puolesta tai hyväksi. Lain perusteluissa oikeushenkilön rangaistukseen tuomitsemisen on katsottu toimivallan ylittämiseen liittyvissä tilanteissa riippuvan siitä, onko rikoksen tehneen toimivalta ja vastuu määritelty riittävän selkeästi ja onko häntä ohjattu ja valvottu asianmukaisesti. Mikäli oikeushenkilö on laiminlyönyt rikoksen ehkäisemiseksi siltä laissa edellytettyä huolellisuutta ja varovaisuutta, ei rikoksentekijän toimivaltuuden ylittämistä ole katsottu riittäväksi perusteeksi vapauttaa oikeushenkilöä rangaistusvastuusta.[17] Oikeushenkilö voidaan siten asettaa rangaistusvastuuseen kyseisissä tilanteissa, jos esimerkiksi meklarin kaupankäyntiä yhtiön lukuun ei ole riittävän selkeästi ja yksityiskohtaisesti ohjeistettu tai kaupankäyntiä koskevien säännösten valvontaa välittäjäyhteisössä ei ole pidettävä riittävän tehokkaana.

> Yhdysvaltojen oikeuskäytännössä oikeushenkilö on asetettu vastuuseen tilanteessa, jossa yrityksen edustaja toimi jopa täysin vastoin yrityksen määrittelemiä menettelytapoja ja ohjeita. Yhdysvaltojen valitustuomioistuimen antaman ratkaisun mukaan yrityksen edustajilla on yleisesti paine toimia yrityksen voiton maksimoimiseksi ja arvioitavana olleessa tapauksessa säännösten rikkomisesta saatu hyöty oli koitunut yrityksen eikä kyseisen yksityisen edustajan hyväksi. Oikeuden mukaan yrityksen rankaiseminen oli myös tehokkaampi pelote ja ehkäisykeino kuin yhtiön edustajan rankaiseminen.[18] Yhteisön rankaisemista yksittäisten työntekijöiden sijaan on katsottu puoltavan juuri se, että yritysten taloudellisen menestymisen tarve heikentää yrityksen työntekijöiden lain noudattamiseen sitoutunutta toimintaa.[19]

---

[17] Tällä tarkoitetaan RL 9:2.1:ssa säädettyä huolellisuusvelvollisuutta, josta tarkemmin seuraavassa luvussa. Oikeushenkilön velvollisuuksien rikkomisen on katsottu voivan ilmetä esimerkiksi valtuuksien jäämisenä epäselviksi, jonkun osoittamisena tehtävään, jonka hoitamiseen lain edellyttämällä tavalla tällä ei ole riittävää tietoa ja taitoa, tai ohjauksen ja valvonnan riittämättömyytenä. Ks. HE 95/1993 s. 33.

[18] Ks. tapauksesta United States v. Hilton Hotels Corp. (9th Cir. 1972) Podgor – Israel s. 26–27. Ks. myös Png s. 55, jonka mukaan tilanteissa, joissa yhtiön toimihenkilö rikkoo yrityksen asettamia sääntöjä ja kieltoja, voi yritys olla toiminnasta vastuussa edellyttäen, että toimihenkilö yhä kuitenkin toimi toimenkuvansa rajoissa eikä yksinomaan sitä vastoin.

[19] McCusker s. 142. Yhdysvalloissa myös meklareiden lainrikkomuksia on pidetty meklariliikkeiden liiketoimintaan liittyvänä luonnollisena ilmiönä, joita edesauttavat puutteellinen sisäinen kontrolli ja ammattietiikka sekä paineet taloudellisesta ansaitsemisesta. Ks. Reichman 1993 s. 89–91 ja Punch s. 151–154.

7.3 RANGAISTUSVASTUUN EDELLYTYKSET

Oikeushenkilön rangaistusvastuun soveltamisalan sekä rikoksentekijän ja oikeushenkilön välisen suhteen arvioimisen lisäksi tulee vielä erikseen tarkastella rangaistusvastuun varsinaisia edellytyksiä. Laissa (RL 9:2) on tyhjentävästi säädetty oikeushenkilön toiminnan moitittavuuteen liitettävistä rangaistusvastuun edellytyksistä seuraavasti:

> *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.*
>
> *Yhteisösakkoon tuomitaan, vaikkei rikoksentekijää saada selville tai muusta syystä tuomita rangaistukseen. Yhteisösakkoon ei kuitenkaan tuomita sellaisen asianomistajarikoksen johdosta, jota asianomistaja ei ilmoita syytteeseen pantavaksi, ellei erittäin tärkeä yleinen etu vaadi syytteen nostamista.*

Oikeushenkilön rangaistusvastuu voi siten käytännössä perustua oikeushenkilön ja luonnollisen henkilön samastamiseen, isännänvastuuseen tai ns. anonyymiin syyllisyyteen.[20] Kaikissa edellä mainituissa tilanteissa oikeushenkilön rankaiseminen edellyttää oikeushenkilön toimintojen moitittavuutta. Samastamisesta on kyse, kun rikoksentekijä on rikosta tehdessään kuulunut oikeushenkilön päätöksentekoelimeen tai päätöksentekoelimeen kuuluva on sallinut rikoksen tekemisen.[21] Kyseisissä tilanteissa on siten kyse johdon välittömään myötävaikutukseen perustuvasta vastuusta. Arvopaperimarkkinarikosten ennaltaehkäisyn näkökulmasta tarkemman arvioinnin kohteeksi nostetaan seuraavassa rangaistusvastuun edellytysten kolmas kohta (isännänvastuu), jonka nojalla tulee arvioida oikeushenkilön toiminnan huolellisuutta ja varovaisuutta rikoksen ehkäisemiseksi.

7.3.1 Oikeushenkilön tuottamusvastuu

Oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytyksessä *vaadittavan huolellisuuden ja varovaisuuden noudattamisesta* oikeushenkilön toiminnassa rikoksen ehkäisemiseksi on kyse oikeushenkilön laiminlyöntiin perustuvasta tuottamus- tai isännänvastuusta. Kyseisen säännöksen nojalla voidaan siten rangaista huolimatto-

---

[20] HE 95/1993 s. 17.

[21] HE 95/1993 s. 17. Sallimisen käsitteeseen on sisällytetty vaatimus siitä, että rikos on ollut estettävissä. Jos rikosta ei ole voitu estää, pelkkä johdon tietoisuus rikoksesta ei voi perustaa oikeushenkilölle rangaistusvastuuta. Ks. HE 95/1993 s. 31.

masti organisoitua oikeushenkilöä. Nuutila on katsonut kyseisen vastuun koskevan tilanteita, joissa rikoksen syynä voidaan pitää pikemminkin oikeushenkilön kelvotonta organisoimisen tapaa kuin sen piirissä toimineen yksilön päätöstä.[22] Laissa käytetyllä ilmaisulla on viitattu oikeushenkilön velvollisuuksiin järjestää sen puolesta toimivien henkilöiden valinta, vastuu, toimivalta, ohjaus ja valvonta sekä toiminta muutenkin tavalla, jota yhteisön toiminnan lainmukaisuus edellyttää ja jota siltä olosuhteet huomioon ottaen voidaan vaatia.[23] Arvopaperimarkkinoilla toimivilta yrityksiltä voidaan niiden toimintaympäristöstä johtuen edellyttää hyvinkin huolellisia varautumistoimenpiteitä arvopaperimarkkinarikosten ennaltaehkäisemiseksi. Pöyhösen mukaan esimerkiksi investointipankille kuuluu vastuu seurauksista, jotka sen kuuluu omassa toimintaympäristössään tuntea, ja joiden varalta sillä on perusteltu tosiasiallinen ja taloudellinen mahdollisuus ryhtyä ennaltaehkäiseviin taikka korjaaviin toimenpiteisiin.[24]

Oikeushenkilön toiminnassaan noudatettaviksi tarkoitettujen velvollisuuksien laiminlyönti ja oikeushenkilön toiminnassa tapahtunut rikos eivät kuitenkaan yhdessäkään vielä riitä rangaistusvastuun perustaksi. Oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytyksenä on, että oikeushenkilön velvollisuuksien laiminlyönti on joko tehnyt rikoksen mahdolliseksi tai ainakin olennaisesti lisännyt rikoksen tekemisen mahdollisuutta. Velvollisuuksien rikkomisella ja rikoksen tekemisellä oikeushenkilön puolesta tai hyväksi on oltava keskinäinen yhteys, ainakin myötävaikuttava syy-yhteys.[25] Velvollisuuksien rikkomista on tarkasteltava siitä nä-

---

[22] Nuutila 1997 s. 97. Ks. myös Frände 2005 s. 403, jonka mukaan yhteisösakko on perimmiltään moite, joka kohdistuu oikeushenkilössä harjoitettuun johtamistapaan.

[23] HE 95/1993 s. 31.

[24] Pöyhönen s. 182.

[25] Ks. HE 95/1993 s. 16, jonka mukaan kyseinen järjestely on sen yleisen rikosoikeudellisen periaatteen mukainen, ettei ketään voida asettaa vastuuseen sellaisesta tapahtumien kulusta, jota ei ole voitu yleiseen kokemussääntöön perustuvalla tavalla ennakoida, eikä siten ottaa omassa toiminnassa huomioon. Ks. myös HE 95/1993 s. 33, jonka mukaan kyseinen syy-yhteyden vaatimus ilmenee momentin lopusta, jonka mukaan oikeushenkilön toiminnassa on noudatettava *vaadittavaa* huolellisuutta ja varovaisuutta rikoksen ehkäisemiseksi.

Vrt. Yhdysvaltojen osalta, jossa sikäläinen Model Penal Code sisältää vapauttavan säännöksen yrityksen vastuulle tilanteissa, joissa yrityksen korkeaan johtoon kuuluva henkilö, jonka vastuualueeseen kyseisen rikoksen estäminen on kuulunut, on kaikella huolellisuudella pyrkinyt estämään kyseisen rikoksen. Ks. Podgor – Israel s. 21–24.

Ks. Helsingin käräjäoikeus 28.6.2002, R 01/7537), [ns. YIT-tapaus], jossa oikeushenkilön rangaistusvastuun osalta oikeus totesi meklarin esimiehen saaneen etukäteen tiedon tehtävästä sopimuskaupasta ja sen järjestelystä. Kauppaan liittyvät toimet olivat olleet niin poikkeukselliset, että huolellisesti toimien esimiehen olisi pitänyt käsittää, missä tarkoituksessa toimenpiteisiin aiottiin ryhtyä. Edelleen käräjäoikeus katsoi, että esimies oli hyväksynyt menettelyn eikä ollut ryhtynyt mihinkään toimenpiteisiin sen varmistamiseksi, että kaupassa toimitaan lainmukaisesti. Sopimuskaupan toteutuksen valvonnassa ei siten ollut noudatettu vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta rikoksen estämiseksi. Tämä laiminlyönti oli mahdollistanut rikoksen tekemisen. Oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytykset olivat käräjäoikeuden mukaan sinänsä olleet olemassa mutta yhtei-

kökulmasta, olisiko laiminlyödyn velvollisuuden täyttämisellä ollut merkitystä juuri kyseisen rikoksen ehkäisemisessä. Tarvittava syy-yhteys on lain perustelujen mukaan olemassa, jos oikeushenkilön velvollisuuksien rikkomisen kautta rikoksen riski on olennaisesti kasvanut. Vähäisen rikoksen todennäköisyyden kasvun ei ole katsottu riittävän rangaistusvastuun perustaksi.[26] Arvioinnin kohteena on se, onko oikeushenkilön toiminnassa otettu kielletty riski ja onko riskinotto ollut relevanttia suhteessa tehtyyn rikokseen.[27]

Kuten tutkimuksessa jo edellä osoitettiin, tulee kielletyn riskinoton rajaa arvioida kyseistä toimintaa koskevista lain normeista, määräyksistä ja ohjeista käsin. Arvopaperimarkkinoilla kielletyn riskinoton rajaa voidaan laissa asetettujen velvoitteiden ohella arvioida erityisesti Ratan määräyksissä ja ohjeissa asetettujen velvollisuuksien ja kieltojen perusteella. Oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytykset voivat täyttyä esimerkiksi tilanteessa, jossa arvopaperimarkkinoilla toimiva yritys ei riittävällä huolellisuudella ole pannut täytäntöön Ratan määräyksissä annettuja velvoitteita ja kyseinen laiminlyönti on myötävaikuttanut siihen, että yrityksen toiminnassa on syyllistytty sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.[28] Kielletyn riskinoton edellytyksenä ei kuitenkaan ole, että yrityksen toiminnassa olisi tietoisesti otettu kielletty riski jättämällä esimerkiksi tahallaan huomioimatta Ratan määräyksissä tai ohjeissa asetetut velvollisuudet rikosten ehkäisemiseksi. Oikeushenkilön suhtautuminen sen toimintaa koskeviin normeihin ja ohjeisiin on voinut olla siinä määrin välinpitämätöntä tai huolimatonta, että kyseessä voidaan katsoa olleen tiedostamaton kielletty riskinotto.

---

sösakkoa ei kuitenkaan kokonaisarvioinnin perusteella tuomittu. Ks. tapauksesta myös Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/2654, jonka mukaan pörssin myöhempi kaupankäyntisääntöjen muutos puolsi kokonaisharkinnassa sitä, ettei yhtiötä tuomittu yhteisösakkoon.

[26] Ks. HE 95/1993 s. 33, jonka mukaan riskin kohoaminen on olennaista silloin, kun se yleisen elämänkokemuksen mukaan huolellisesti punnittaessa otetaan huomioon. Ks. myös Frände 2005 s. 406, jonka mukaan on kysyttävä, olisiko normin mukainen käyttäytyminen ainakin olennaisesti vaikeuttanut rikoksentekomahdollisuuksia organisaatiossa. Ks. myös Lappi-Seppälä 2002 s. 438–439.

[27] Jaatinen s. 68 ja s. 111–112.

[28] Yhtäältä tuottamusarvioinnissa voidaan ottaa huomioon esimerkiksi Ratan yhtiölle aiemmin antama huomautus ja sen edellyttämien toimenpiteiden tosiasiallinen täytäntöönpano ja niiden noudattamisen valvonta.

Ks. Helsingin käräjäoikeus 7.11.2002, R 01/13963, [ns. TPO-tapaus] ja samasta tapauksesta Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230, joissa Ratan yhtiölle jo sen aiemman menettelyn johdosta antaman huomautuksen osalta todettiin yhtiön menetelleen huomautuksessa esitetyllä tavalla. Ks. tästä Kurenmaa s. 254, joka kritisoi, ettei käräjäoikeus kyseisessä tapauksessa ollut arvioinut huomautuksen tosiasiallista sisältöä.

7.3.2 Oikeushenkilön toimintaohjelma

Tuottamusarvioinnissa on kiinnitettävä huomio rikosta edeltäneeseen toimintaan yhteisössä. Oikeushenkilöllä on lain perusteluissa katsottu olevan tietyn asteinen näyttövelvollisuus siitä, mihin toimenpiteisiin oikeushenkilön toiminnassa rikosten ehkäisemiseksi on ryhdytty.[29] Yritysten toiminnassa noudatettavaa huolellisuutta määriteltäessä voidaan huomio kiinnittää esimerkiksi yrityksen organisaatiorakenteisiin, laadittujen vastuu- ja raportointisuhteiden asianmukaisuuteen sekä yleisesti sen toiminnassaan valitsemiin menettelytapoihin ja päätöksentekoprosesseihin.[30] Yhtiön johdon on huolehdittava siitä, että markkinoilla noudatettavien säännösten sisältö ja niiden tavoitteet tiedostetaan ja ymmärretään riittävän selkeästi yhtiön alemmilla portailla. Tämä edellyttää riittävää koulutusta ja kommunikointia yhtiön johdon ja työntekijöiden välillä.[31] Yritysten rakenteiden ja vastuusuhteiden tulee myös tukea säännösten noudattamista ja niiden valvontaa.[32]

Arvioinnin kohteena on oikeushenkilön johto ja sen edellyttämät eri käytännön toimenpiteet, joilla yrityksen toiminnassa on varauduttu mahdollisiin rikoksiin. Käytännössä markkinoilla toimivat yritykset voivat pyrkiä varautumaan toiminnassaan tapahtuviin rikoksiin monilla eri tavoilla.[33] Keskeistä yhtiön varautumisen riittävyyden arvioinnissa on se, millaisin *konkreettisin* käytännön toimenpitein ja kokonaisjärjestelyin yritys on varmistanut rikosten ennaltaehkäisyn toiminnassaan.

---

[29] Tämä ei kuitenkaan tarkoita varsinaista käännettyä todistustaakkaa, sillä perusteluissa todetaan, ettei mainitun kaltaisen näyttövelvollisuuden asettaminen vielä merkitse oikeushenkilön velvollisuutta näytöllä osoittaa, ettei se ole syyllistynyt laiminlyönteihin. Ks. HE 95/1993 s. 18.

[30] Braithwaite – Fisse s. 439–443.

[31] Ks. Helsingin käräjäoikeus 7.11.2002, R 01/13963, [ns. TPO-tapaus] jossa oikeuden mukaan ei ollut esitetty riittävää näyttöä siitä, että yhtiön taholta olisi menetelty huolimattomasti tai laiminlyöty kouluttaa henkilökuntaa ja siten laiminlyöty toimia ennalta rikoksen ehkäisemiseksi. Oikeuden mukaan tapauksessa ei oltu näytetty perusteita oikeushenkilön laiminlyöntiin perustuvasta tuottamusvastuusta. Oikeuden mukaan yleensäkin jonkun yhtiön tai muun toimielimen toiminnassa voi sattua virheellisyyksiä vaikka etukäteen olisi yritetty tehdä ”kaikki voitava” tuollaisten virheiden eliminoimiseksi. Ks. tapauksesta myös Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230, jonka mukaan osakkeiden kaupankäyntiä sekä sisäpiirintiedon hallinnointia koskeva sääntely ja ohjeistus oli saatettu yhtiössä meklareiden tietoon sekä että yhtiö oli aikaisemmin erään toisen asian yhteydessä Ratalta saaman huomautuksen osalta menetellyt huomautuksessa edellytetyllä tavalla. Yhtiössä oli ollut käytössä myös keskimääräistä tiukemmat ohjeet. Hovioikeus katsoi jääneen näyttämättä, että yhtiön toiminnassa ei muutoinkaan olisi noudatettu vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta rikosten ehkäisemiseksi.

[32] Ks. myös Croall s. 50.

[33] Sijoituspalveluyritysten osalta sisäistä valvontaa ja riskien hallinnan järjestämisestä on käsitelty Ratan standardissa 4.1: Sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan järjestäminen.

Oikeushenkilö voi olla laatinut esimerkiksi erityisen toimintaohjelman (compliance program), johon sisältyvien sääntöjen tarkoituksena on ehkäistä mahdollisia väärinkäytöksiä yrityksen toiminta-alueella.[34] Toimintaohjelma voi sisältää yksityiskohtaiset säännöt siitä, miten yhtiö pyrkii ehkäisemään sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ja kurssien vääristämiseen johtavia kaupankäyntitapoja tai siitä, miten yhtiö pyrkii turvaamaan tiedonantovelvoitteidensa asianmukaisen noudattamisen. Toimintaohjelman olemassaolo itsessään ei vielä luonnollisesti poista yhtiön rangaistusvastuuta sen toiminnassa tapahtuneesta rikoksesta. Yhtiön toimintaohjelma voidaan sen sijaan ottaa huomioon arvioitaessa oikeushenkilön toiminnan moitittavuutta kokonaisuudessaan. Jotta yhtiön laatimalla ja noudattamalla toimintaohjelmalla olisi merkitystä mahdollista oikeushenkilön rangaistusvastuuta arvioitaessa, tulee sen tosiasiallisesti täyttää ne edellytykset, joita siltä rikosten ehkäisemiseksi voidaan edellyttää. Tehokkaan toimintaohjelman tunnusmerkkinä voidaan pitää sitä, että ohjelma on riittävän yksityiskohtainen ja sen noudattamista myös käytännössä valvotaan ja havaittuihin väärinkäytöksiin puututaan.[35]

Osana yhtiön toimintaohjelmaa voidaan erikseen arvioida markkinoilla toimivien yhteisöjen sisäpiirivalvonnan organisointia ja sen riittävyyttä yhteisöjen lukuun tehtävien sisäpiiririkosten ehkäisemiseksi.[36] Oikeushenkilön rangaistusvastuun näkökulmasta arvioinnin kohteena on se, millaisin eri järjestelyin sisäpiirintiedon väärinkäytön mahdollisuuksia yritysten sisällä kehitettyjen eri toimenpiderutiinien avulla on tosiasiassa käytännön tasolla pyritty ehkäisemään.[37] Tiedottamisrikosten ennaltaehkäisyssä keskeisimmät pörssiyhtiöiden huolellisuusvelvollisuudet liittyvät erityisesti jälkimarkkinoilla riittävän tehokkaiden sisäisten laskenta- ja informaatiojärjestelmien kehittämiseen, joilla yhtiö voi turvata sen, että sijoittajien käytössä on markkinoilla jatkuvasti oikea ja riittävä kuva yhtiön toiminnasta ja sen taloudellisesta asemasta.[38] Oikeushenkilön ran-

---

[34] Ks. Lauriala s. 32–33, jonka mukaan investointipankki voi osoittaa varautuneensa erilaisiin häiriötilanteisiin parhaiten erillisen toimintaohjelman avulla.

[35] Ks. myös Jaatinen s. 112–113, jonka mukaan toimintaohjelmien ongelmat liittyvät nimenomaan niiden väljään sisältöön ja toteuttamiseen.

MAD:ssa (johdantolause 24) asiaan on kiinnitetty huomiota toteamalla markkinoiden väärinkäyttöä ehkäisevien säännösten ja toimenpiteiden riittävän toimeenpanon valvonnan edellyttävän esimerkiksi erityisten valvontahenkilöiden nimittämistä asianosaisiin tahoihin (”compliance officers”) sekä riippumattomien tarkastajien suorittamia säännöllisiä tarkastuksia.

[36] Ks. myös Kurenmaa s. 261, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön ehkäisyssä ja niiden havaitsemisessa tehokkaimpia keinoja ovat yritysten sisäiset valvontajärjestelmät.

[37] Ks. myös edellä luvussa 4.6 sisäpiirintiedon käytön ennaltaehkäisystä esitettyä.

[38] Ks. myös Huovinen s. 180–181 ja 287, joka pitää tiedonantovelvollisuuden ns. edellytysulottuvuutta tiedonantovelvollisuuden tarkastelun perustana: Ilman sisäistä toiminnan järjestämistä johto ei voi tietää, mikä yhtiössä on olennaista, eikä huolehtia luotettavasti oikeista ja riittävistä tiedoista osakkeen arvon määrittämiseksi, puhumattakaan tietojen oikea-aikaisuudesta. Huovisen

gaistusvastuun edellytykset voivat täyttyä, mikäli liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden noudattamisen edellyttämien sisäisten raportointi- tai seurantajärjestelmien laiminlyönti on saanut aikaan esimerkiksi tulosvaroituksen myöhästymisen.

Yhtiön toiminnan huolellisuutta arvioitaessa merkitystä voidaan antaa myös sille, onko yhtiössä nimitetty erityisesti yhtiön tiedonantovelvollisuuden lainmukaisuudesta vastuullisia henkilöitä. Tiedon riittävän nopea julkistaminen edellyttää, että yhtiöllä on toimintaperiaatteet siitä, kuka ensivaiheessa määrittelee tiedon olennaisuuden ja tekee arvion tiedon julkistamiskynnyksen ylittymisestä. Riskien riittävän huolellisen kartoittamisen voidaan katsoa edellyttävän myös ulkopuolisten asiantuntijoiden käyttöä.[39] Pörssin sääntöihin sisältyvän Corporate Governance -suosituksen mukaan listayhtiöiden on myös perustettava erityinen tarkastusvaliokunta (Audit Committee), mikäli yhtiön liiketoiminnan laajuus edellyttää taloudellista raportointia ja valvontaa koskevien asioiden valmistelua koko hallitusta pienemmässä kokoonpanossa.[40]

---

mukaan kyetäkseen täyttämään tiedonantovelvollisuuden (edellytysulottuvuuden) listayhtiön on mm. määriteltävä tiedotuspolitiikka, työn- ja vastuunjako, sisäiset itsesääntelylliset menettelytavat, päätösten kirjaamismenettelyt ja syyperiaatteet, miksi mahdollisesti ei tiedoteta, julistettujen kannanottojen ja tiedotteiden saatavilla pito, menettelytavat, joilla informaatio toimitetaan pörssille, koulutus sekä sääntelynormien ajantasallapitorutiinit.

Ks. myös Pöyhönen s. 111, 123 ja 129, jonka mukaan markkinaistumisen seurauksena muodostuu yhä lisääntyvässä määrin tilanteita, joiden vastuusuhteet joudutaan määrittelemään tarkastelemalla eri tahojen mahdollisuuksia etukäteisiin turvatoimiin. Erityiseen toimintaohjelmaan kiinnittyvästä avoimuusstrategiasta muodostuu Pöyhösen mukaan yritykseen sitoutunutta varallisuutta, koska sillä vähennetään ostajan (tappio)riskiä siitä, että yrityksen todellinen taloudellinen tila ei vastaisikaan yrityksestä markkinoilla olevaa informaatiota.

Ks. esim. FSA Final Notice 24.8.2004, jossa FSA antoi listayhtiölle (Shell) 17 miljoonan punnan sakon totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisesta sen öljyesiintymistä. Shell oli antanut liioiteltuja ja totuudenvastaisia tietoja öljyesiintymistään huolimatta sen toiminnassa ilmitulleista indikaatioista ja varoituksista, jotka olivat osoituksena annettujen tietojen totuudenvastaisuudesta. FSA:n mukaan yhtiö oli laiminlyönyt riittävien sisäisten ohjeiden sekä kontrollijärjestelmien ylläpitämisen öljyesiintymien arvioimiseksi ja raportoimiseksi. Kyseisen laiminlyönnit johtuivat mm. yhtiön laiminlyönnistä kouluttaa ja valvoa öljyesiintymisen arvioimisesta ja raportoinnista vastaavia yhtiön työntekijöitä sekä yhtiön sisäisessä tarkastuksessa olleista puutteellisuuksista. Yhtiön raportoinnista vastaavat yksiköt eivät olleet tietoisia raportointivaatimusten sisällöstä tai niiden laatimisperusteista. Yhtiön sisäisellä tarkastuksella ei ollut tehtävän vaatimia resursseja, jonka lisäksi se ei ollut riippumaton yhtiön liiketoiminnasta vastaavasta johdosta.

[39] Hirvonen – Niskakangas – Wahlroos s. 101.

[40] Suosituksen mukaan tarkastusvaliokunnalla on koko hallitusta paremmat mahdollisuudet perehtyä yhtiön talouteen ja valvontaan liittyviin kysymyksiin sekä huolehtia yhteydenpidosta tilintarkastajien ja sisäisen tarkastuksen kanssa. Ks. suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä kohta 27. Suosituksen (kohdat 49 ja 51) mukaan listayhtiöiden on määriteltävä myös sisäisen valvontansa periaatteet sekä selostettava, miten yhtiön sisäisen tarkastuksen toiminto on yhtiössä järjestetty. Suosituksen (kohta 50) mukaan yhtiön on myös selostettava periaatteet, joiden mukaan yhtiön riskienhallinta on järjestetty.

Yhtiöiden vastuuta tiedonantovelvoitteiden noudattamisessa ja sisäpiirintiedon hallinnasta tulevat korostamaan myös MAD:n listayhtiöille asettamat velvoitteet. Yhteisövastuun näkökulmasta listayhtiöiden on perusteltua laatia sisäiset säännöt esimerkiksi sisäpiirintiedon ilmaisemisesta tai sisäpiirintiedon julkistamisen lykkäämistä koskevista tilanteista. Tiedottamisrikosten osalta voi tulla arvioitavaksi myös eri toimeksiantoihin liittyviä erityistilanteita. Arvopaperin liikkeeseenlaskijaan voidaan soveltaa oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevia säännöksiä esimerkiksi listautumisen tai annin yhteydessä, jos sen toimeksiannosta toimiva emissionjärjestäjä syyllistyy tiedottamisrikokseen.[41] Samoin liikkeeseenlaskijaan voidaan ulottaa oikeushenkilön rangaistusvastuu tilanteissa, joissa se on ulkoistanut tiedonantovelvoitteidensa käytännön toteuttamisen jollekin ulkopuoliselle taholle ja toiminnassa rikotaan tiedonantovelvoitteita.

Oikeushenkilön huolellisen toiminnan arviointi ei kuitenkaan täysin rajoitu rikosta edeltäneeseen yhtiön toimintaan. Oikeushenkilön omilla toimilla rikosten ehkäisemiseksi on merkitystä myös varsinaisen rikoksen jo tapahduttua. Lain mukaan syyttäjä voi jättää rangaistusvaatimuksen oikeushenkilöä vastaan tekemättä, jos oikeushenkilö on vapaaehtoisesti ryhtynyt tarpeellisiin toimiin uusien rikosten ehkäisemiseksi.[42] Lisäedellytyksenä tälle on kuitenkin joko se, että oikeushenkilön RL 9:2.1:ssa tarkoitettu laiminlyönti tai sen johdon taikka oikeushenkilössä tosiasiallista päätösvaltaa käyttävän osuus rikoksessa on ollut vähäinen tai se, että oikeushenkilön toiminnasta tehdystä rikoksesta ei ole aiheutunut muuta kuin vähäistä vahinkoa tai vaaraa. Oikeushenkilön jälkikäteinen toiminta mahdollisten tulevien rikosten ehkäisemiseksi voi tulla arvioitavaksi vielä tuomioharkinnassa. Tuomioistuin voi RL 9:4:n mukaan jättää oikeushenkilön tuomitsematta yhteisösakkoon muun muassa silloin, kun rangaistusta olisi pidettävä kohtuuttomana ottaen huomioon oikeushenkilön toimet uusien rikosten ehkäisemiseksi, rikoksen vaikutusten ehkäisemiseksi tai poistamiseksi taikka laiminlyönnin ja rikoksen selvittämisen edistämiseksi.[43]

---

[41] Näin myös Segerman s. 255. Ks. myös Lappi-Seppälä 2002 s. 441 sekä Nuutila 1997 s. 98, jonka mukaan esim. mainostoimiston syyllistyessä markkinointirikokseen (RL 30:1) myös se yhtiö, jonka tuotteista on annettu harhaanjohtavia tietoja, voidaan periaatteessa tuomita yhteisösakkoon.

[42] RL 9:7.

[43] Ks. Helsingin käräjäoikeus 7.11.2002, R 01/13963, [ns. TPO-tapaus], jossa yhteisösakon määräämistä harkitessaan oikeus otti huomioon sen, että rikoksen tapahduttua pankkiiriliikkeessä oli menettelyä muutettu siten, että sijoitussalkun hoitaminen oli erotettu varsinaisesta meklaritoiminnasta. Yhteisösakon määräämisen tarkoitus on ohjata yhtiön menettelytapoja oikeaan suuntaan, eikä sen määrääminen tästä syystä käräjäoikeuden mukaan enää ollut tarpeen. Ks. tapauksesta myös Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230, jossa hovioikeus lisäksi katsoi, että yhteisösakon tuomitseminen menettämisseuraamuksen ohella olisi kyseisessä tapauksessa muodostanut

> Yhdysvalloissa annetun erityisen tuomitsemisohjeen (the U.S. Sentencing Guidelines for Organisations) mukaan yrityksen laatima toimintaohjelma voi alentaa yritykselle tuomittavaa rangaistuksen määrää. Tämän edellytyksenä on, että yritys kykenee oikeudessa näyttämään yrityksellä olleen tehokas toimintaohjelma rikosten paljastamiseksi ja ehkäisemiseksi. Rikoksen tosiasiallinen tapahtuminen ei vielä itsessään tarkoita sitä, ettei kyseinen toimintaohjelma olisi ollut tehokkaasti laadittu. Tehokkaan toimintaohjelman tunnusmerkki on, että kyseinen organisaatio on harjoittanut kaikkea vaadittavaa huolellisuutta pyrkiessään paljastamaan ja ehkäisemään sen työntekijöiden tai edustajien rikollisen toiminnan.[44]

7.4 YHTEENVETO

Arvopaperimarkkinarikoksia koskevia yhteisösakkorangaistuksia ei Suomessa toistaiseksi ole annettu kertaakaan. Syyttäjäviranomaiset ovat esittäneet asiaa koskeneita rangaistusvaatimuksia vain muutamassa tapauksessa.[45] Oikeushenkilön rangaistusvastuuta on myös muiden rikostyyppien osalta sovellettu äärim-

---

poikkeuksellisen ankaran kokonaisuuden. Sen vuoksi yhtiön tuomitsemiseen yhteisösakkoon ei hovioikeuden mukaan ollut aihetta.

Ks. kuitenkin KKO 2002:39, jossa KKO katsoi yhteisösakon tuomitsemista puoltavan sen, että yhtiö oli vasta oikeudenkäynnin alkamisen jälkeen ryhtynyt toimiin rikoksen vaikutuksien ehkäisemiseksi ja poistamiseksi.

[44] US Sentencing Guidelines Manual § 8C2.5(f) (2002). Yhdysvalloissa organisaation huolellisuusvelvollisuuteen (organizational due diligence) sen toiminnassa tapahtuvien rikosten ehkäisemiseksi on katsottu sisältyvän seuraavat elementit: Kirjallisten ja yrityksen johdon hyväksymien toimintaohjeiden tulee olla kykeneviä ehkäisemään ja paljastamaan rikoksia, toimintaohjeiden noudattamisen valvonnan tulee kuulua yhtiön ylimpään johtoon kuuluvalle, toimintaohjeista tulee kommunikoida koko yrityksen henkilöstön keskuudessa, yrityksellä tulee olla sisäinen kurinpitojärjestelmä toimintaohjelman noudattamisen laiminlyöntejä sekä varsinaisia yrityksen toiminnassa tapahtuvia rikoksia varten. Yrityksen tulee rikoksen tapahduttua myös ryhtyä toimenpiteisiin vastaavanlaisten rikosten ehkäisemiseksi tulevaisuudessa ja tehdä tarpeellisia muutoksia toimintaohjelman sisältöön. Ks. esim. Bologna – Shaw s. 177–187 ja Podgor – Israel s. 419–420.

Ks. myös Van Cleef – Silets – Motz s. 57, joiden mukaan yhteisön rangaistuksen määrä riippuu rikkomuksen vakavuudesta sekä organisaation syyllisyydestä. Organisaation syyllisyys arvioidaan niiden toimenpiteiden perusteella, joita organisaatiossa ennen rikkomuksen tapahtumista on tehty rikkomuksen ehkäisemiseksi ja paljastamiseksi. Arvioinnissa otetaan huomioon myös organisaation käytössä olevan toimintaohjelman olemassaolo ja sen sisältö.

Ks. myös Walker s. 141–142, jonka mukaan toimintaohjelmat ovat Yhdysvalloissa lähes kaikilla yrityssektoreilla käytössä. Yhdysvaltojen oikeusministeriö ja SEC ovat myös antaneet kyseisille toimintaohjelmille huomattavaa käytännön painoarvoa harkitessaan mahdollisten syyteprosessien nostamista.

[45] Ks. esim. Helsingin käräjäoikeus 28.6.2002, R 01/7537, [ns. YIT-tapaus] ja Helsingin käräjäoikeus 7.11.2002, R 01/13963, [ns. TPO-tapaus].

mäisen harvoin.[46] Johtopäätös voi olla se, ettei viranomaistoiminnassa välttämättä olla oltu vielä riittävän kypsiä kyseisen vastuujärjestelmän tehokkaalle käyttöönotolle.[47] Yhteisösakon käyttö on kuitenkin pyritty tehostamaan poistamalla yhteisösakon tuomitsemiseen liittyvä harkinnanvaraisuus. Nykyisin yhteisösakkoon tuomitseminen on lähtökohtaisesti pakollista, jos sille laissa säädetyt edellytykset täyttyvät.[48]

Arvopaperimarkkinarikosten osalta yhteisövastuun tehokasta soveltamista puoltavat erityisesti kyseisten rikosten laajalle yhteiskuntaan ulottuvat haittavaikutukset. Yksittäisen arvopaperimarkkinarikoksen aiheuttama välitön taloudellinen vahinko voi sinällään olla usein vähäinen tai vaikeasti laskettavissa, mutta jo yksittäisenkin rikoksen aiheuttama haitta markkinoiden ja siellä toimivien osapuolien luottamukselle voi usein olla merkittävä.[49] Arvopaperimarkkinoilla toimivan yrityksen, sen johdon ja yksittäisten työntekijöiden vastuuta määriteltäessä tulee pyrkiä ratkaisuun, joka parhaiten edistäisi arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön yleisiä päämääriä ja tavoitteita.[50] Gilligan on katsonut yrityksillä olevan usein taipumus pitää markkinoilla paljastuneita rikkomuksia ja jopa skandaaleja lähinnä poikkeuksellisina yksittäistapauksina, eikä niinkään yritysten tai markkinoiden rakenteellisista tekijöistä johtuvina.[51] Samoin Larsson on katsonut ongelmalliseksi arvopaperimarkkinoilla ilmenevän transaktiorikollisuuden määrittelemisen lähinnä yksittäisten sijoittajien lainrikkomuksiksi. Hä-

---

[46] Ks. Lappi-Seppälä 2002 s. 435, jonka mukaan vuosina 1995–1999 syyttäjät esittivät kaikkiaan vain 10 asiaa koskenutta rangaistusvaatimusta. Osasyynä harvoille yhteisösakkoa koskeneille rangaistusvaatimuksille ja rangaistuksille Lappi-Seppälä piti lakiin aiemmin sisältyneitä joustomahdollisuuksia (RL 9:4 ja 9:7).

[47] Lahti on todennut oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevan säännöstön tehokkaan soveltamisen edellyttävän yhteisövastuun toteuttamisen nostamista valvonta-, esitutkinta- ja syyttäjäviranomaisten toiminnan painopistealueeksi. Ks. Lahti 1998 s. 1273–1274. Ks. myös Lahti 2004 s. 13, jonka mukaan oikeushenkilön rangaistusvastuun käytännöllinen merkitys on jäänyt Suomessa vähäiseksi, kun taas EU-maiden rikosoikeudellisessa lähentämisessä kyseiselle vastuumuodolle on annettu huomattava paino.

[48] Ks. HE 53/2002 s. 13–15.

[49] Vrt. Helsingin käräjäoikeus 28.6.2002, R 01/7537, [ns. YIT-tapaus], jossa oikeus yhteisösakon tuomitsemista harkitessaan viittasi RL 9:4 §:ään ja katsoi ehkä hieman kyseenalaisesti menettelyllä tavoitellun taloudellisen hyödyn olleen yhtiön kannalta merkityksetön.

[50] Ks. samoin Png s. 55.

[51] Gilligan 2000 s. 8. Tämä tulee myös huolestuttavasti esille Helsingin käräjäoikeuden tuomioissa 7.11.2002, R 01/13963, [ns. TPO-tapaus] ja 28.6.2002, R 01/7537, [ns. YIT-tapaus], joissa kummassakin tapauksessa oikeus harkitessaan yhteisösakkoon tuomitsemista viittasi RL 9:4:ään katsoen, että kysymyksessä oli ollut vain yksi sopimuskauppa, jonka valvonnassa ei ollut noudatettu vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta. Oikeushenkilön rangaistusvastuun soveltamisen edellytykseksi ei kuitenkaan ole tarkoitettu yhteisön toiminnassa tapahtuvien rikosten yleisyyttä. Toiseksi markkinoiden valvonnassa paljastuneet ja oikeuden arvioitavaksi lopulta päätyvät rikokset ovat myös lähes poikkeuksetta yksittäistapauksia.

nen mukaansa arvopaperimarkkinoilla ilmenevää rikollisuutta tulisi käsitellä nimenomaan yritysrikollisuuden muotona, jolloin sitä voitaisiin myös tehokkaammin ennaltaehkäistä.[52] Samoin Wesser näkee sisäpiiririkollisuuden olevan osoitus rakenteellisista ja organisatorisista ongelmista markkinaosapuolien keskuudessa.[53]

Markkinoiden toiminnan luotettavuuteen vaikuttaa markkinoilla toimivien yksittäisten sijoittajien menettelytapojen ohella keskeisesti se, kuinka luotettavana markkinoilla toimivien yhteisöjen toimintaa pidetään. Tästä näkökulmasta oikeushenkilön rangaistusvastuu tarjoaa mahdollisuuden nimenomaan markkinoilla toimivien yritysten vastuun määrittämiselle. Ratan nykyisin käytössä olevat hallinnolliset seuraamukset tarjoavat myös aiempaa paremmat edellytykset markkinoilla toimivien yhtiöiden vastuun korostamiseksi. Yhtiöön itseensä kohdistettavalla vastuulla kyetään luomaan yrityksille tehokas kannustin kehittää ennaltaehkäisykeinoja, joilla kyetään minimoimaan yritysten toiminnassa aiheutuvia väärinkäytöksiä.

---

[52] Larsson 2001a.
[53] Wesser s. 196.

8 Väärinkäytösten kontrollijärjestelmä

8.1 RIKOSOIKEUDELLISEN SÄÄNTELYN ONGELMIA

Ratan poliisille tekemien tutkintapyyntöjen lukumäärä kasvoi voimakkaasti 1990-luvun loppupuolella. Viime vuosina tutkintapyyntöjen määrä on tasaantunut ja kääntynyt osin jopa laskuun. Tutkintapyynnöt ovat kuitenkin verraten harvoin johtaneet epäiltyjen rankaisemiseen tai edes päätyneet tuomioistuimen käsiteltäväksi.[1] Syyttämättäjättämispäätösten lukumäärä on ollut huomattavan suuri.[2] Syyttämättäjättämispäätösten yleisyyttä verrattuna Ratan poliisille tekemiin tutkintapyyntöihin voi tulkita niin, ettei rikosvastuu arvopaperimarkkinarikosten osalta toteudu riittävän tehokkaasti.[3] Arvopaperimarkkinarikoksia koskeneet harvat syytteet ja tuomiot sekä näihin mahdollisesti liitettävä rikosoikeudellisen kontrollin tehottomuus ovat kuitenkin kansainvälisiä ilmiöitä. Rikosoikeus-

---

[1] AML:n voimassaolon aikana (voimaan 1989) sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on tuomittu 12 henkilöä. Tiedottamisrikoksista tuomioita on annettu viidessä tapauksessa. Kurssin vääristämisestä tuomioita on annettu neljässä tapauksessa. Rata on tehnyt vuosina 1998–2004 tutkintapyyntöjä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä 30 kpl, kurssin vääristämisestä 3 kpl ja tiedottamisrikoksista 10 kpl. Vuosittain tutkintapyyntöjen määrä on ollut 5–10. Yksi tutkintapyyntö on voinut sisältää useamman epäillyn henkilön. Lähde: Rata.

Ruotsissa nostettujen syytteiden ja langettavien tuomioiden määrä on lähellä vastaavia lukuja Suomessa. Vuosien 1985–2003 välisenä aikana Ruotsissa on kaikkiaan nostettu 16 syytettä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, joista 12 tapauksessa on annettu langettava tuomio. Kurssin vääristämisestä on nostettu vuosina 1997–2003 yhteensä 4 syytettä, joista on annettu 3 tuomiota.

Ruotsin valvontaviranomainen (FI) on kuitenkin tehnyt Rataa huomattavasti enemmän tutkintapyyntöjä esitutkintaviranomaiselle. FI on lähettänyt vuosina 1999–2004 esitutkinta- ja syyttäjäviranomaisen (Ekobrottsmyndigheten, EBM) tutkittavaksi 83 sisäpiirintiedon väärinkäyttö- ja kurssimanipulaatiotapausta. FI:n tekemien tutkintapyyntöjen määrä on viime vuosina ollut myös jatkuvassa nousussa. Vuoden 2005 marraskuuhun mennessä FI oli kyseisenä vuonna tehnyt yhteensä jo 29 tutkintapyyntöä, kun tutkintapyyntöjen määrä vuonna 2004 oli ollut 19 ja vuonna 2003 22. Ks. SOU 2004:47 s. 381–382 ja www.fi.se. Keskeinen syy on, ettei FI erityisesti tutki havaitsemiaan väärinkäytösepäilyjä, vaan lähettää ne suoraan EBM:n tutkittavaksi.

[2] Näin myös Rautio s. 1492. Ks. myös Vuorinen s. 29–30, jossa tutkimusaineistona olleissa poliisin tutkimissa arvopaperimarkkinarikoksissa (3 kpl) ei yhdessäkään nostettu syytteitä. Vuorisen mukaan tutkitut jutut osoittavat arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn ja epäiltyjen rikosten toteennäyttämiseen liittyvän vaikeuksia.

[3] RL:n kokonaisuudistuksen yhteydessä sisäpiirisäännöksiä ”tiukennettiin” laajentamalla tekijäpiirin käsitettä, lisäämällä ilmoitusvelvollisuuden laajuutta sekä koventamalla rangaistusmaksimeja. Kyseiset toimet eivät kuitenkaan tuoneet ratkaisua sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan kriminalisoinnin ja sitä koskevan rikosoikeudellisen vastuun toteuttamisen perusongelmiin.

järjestelmä ei arvopaperimarkkinarikollisuuden osalta ole toiminut useimmissa maissa toivotulla tavalla.[4]

Rikosoikeudellisen vastuujärjestelmän osittaiseen tehottomuuteen voidaan esittää useita syitä. Suomessa arvopaperimarkkinarikoksia on tuomioistuimissa käsitelty yhä varsin harvoin. Oikeuskäytännön vähäisyydestä sekä kyseisiin rikoksiin liittyvistä erityispiirteistä johtuen niitä koskeneiden syytteiden ajaminen on ollut vaikeaa. Aiemmin on jo käsitelty itse rikossäännösten sisällöllisestä tulkinnanvaraisuudesta johtuvia ongelmia rikosvastuun toteutumiselle. Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen ja rikossäännösten tulkinnanvaraisuuden on yhdessä katsottu voivan käytännössä johtaa siihen, ettei kaikkiin markkinoiden luottamusta sinänsä heikentäviin, mutta tunnusmerkistöjen ulottumattomiin tai niiden ”raja-alueille” jääviin menettelytapoihin voida liittää rikosoikeudellista vastuuta, vaikka tätä rikossäännösten tavoitteiden näkökulmasta voitaisiinkin pitää perusteltuna.

Arvopaperimarkkinarikoksiin liittyvien tulkinnanvaraisten oikeuskysymysten ohella liittyy kyseisiin rikoksiin myös usein huomattavaa näyttökysymyksiä koskevaa epävarmuutta. Erityisenä ongelmana näyttää niin Suomessa kuin myös kansainvälisesti tarkasteltuna olevan rikosprosessissa vaadittavan riittävän näytön saaminen syytteiden nostamiseksi tai tuomitsemiskynnyksen ylittämiseksi.[5] Erityisesti sisäpiirisyytteiden hylkäämisen syynä on usein niin meillä kuin kansainvälisesti ollut pelkkien aihetodisteiden (epäsuoran näytön) riittämättömyys rikosprosessissa vaadittavaksi näytöksi.[6] Sisäpiiritapauksissa näyttö perustuu

---

[4] Ks. Gale et al. s. 89, Gilligan 1999 s. 363–365 ja Kurenmaa s. 338–339. Ks. myös Rider 2000 s. 237, jossa nimenomaan sisäpiiririkoksia koskevien tuomioiden vähäisyyden sekä arvopaperimarkkinarikoksien kontrolliin liittyvien rikosoikeuden käytön ongelmien katsotaan yleisemmin johtaneen yleisön luottamuksen heikentymiseen markkinoita kohtaan.

Ks. Rider 2003 s. 338, jonka mukaan Yhdysvallat on lähes ainoa poikkeus tässä suhteessa. Yhdysvaltojen rikosoikeusjärjestelmän tehokkuus ei kuitenkaan ole perustunut perinteisen rikosoikeuden keinoihin, vaan uusien tehokkaampien rikosoikeudellisten sovellusten ja keinojen kehittämiseen ja käyttöönottoon, joita vasta nykyisin ollaan omaksumassa myös Euroopassa. Esimerkkinä Yhdysvaltojen rikosoikeusjärjestelmän tehokkuudesta voidaan pitää sitä, että Yhdysvalloissa vuosina 1978–2002 tiedonantovelvollisuuksien rikkomisista nostetuista 341 rikossyytteestä ainoastaan kolmessa tapauksessa tuomio oli vapauttava. Ks. myös Karpoff et. al. s. 2

[5] Ks. esim. Kurenmaa s. 341, Jones – Johnstone s. 121, Larsson 2001a ja 2001b, Wesser s. 125 ss., de Graaff s. 173, Gilligan 1999 s. 363–365 ja Reichman 1993 s. 83–88. Ks. hyvänä esimerkkinä näytön saamisen ongelmista Valtakunnansyyttäjänviraston päätökset (00/1035–1039) syyttämättä jättämisestä 12.12.2000.

Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 176 ss. ja sama 2003a s. 873, joka kritisoi sisäpiiritorjunnan tehokkuutta Ruotsissa. Syynä Sandeberg pitää valvojan vähäisiä resursseja, tunnusmerkistöjen tiukkuutta sekä tahallisuuden toteennäyttämiseen liittyviä näyttöongelmia. Ks. kritiikistä myös Löfmarck 1987 s. 376.

[6] Ks. esim. Newkirk – Robertson s. 8–9 ja Langevoort 2001 s. 254, jonka mukaan useat maat käyttävät yhä rikosoikeudellisia seuraamuksia ensisijaisena keinona sisäpiiririkoksia vastaan, vaikka niiden käyttö aiheuttaa käytännössä huomattavia syyttämiseen liittyviä ongelmia näytön

usein juuri aihetodisteisiin, joilla on kyettävä näyttämään sekä epäillyn hallussa olleen sisäpiirintiedon olemassaolo että sen hyväksikäyttäminen.[7] Erityisen korkeaa näyttöä on syyttämättäjättämispäätösten perusteella edellytetty tilanteissa, joissa sisäpiiriläinen on mahdollisesti vuotanut tietoa ulkopuoliselle. Sisäpiiritapauksiin liittyvistä tuomioista voi tehdä johtopäätöksen, että sisäpiirintiedon väärinkäytön valvonta on tehokkaimmillaan ja kiinnijäämisen todennäköisyys sekä sanktiovarmuus korkeimmillaan silloin, kun yhtiön pysyvä sisäpiiriläinen käy kauppaa yhtiön osakkeilla omissa nimissään.[8]

Riittävän näytön hankkimista vaikeuttaa erityisesti rikosprosessin hitaus. Epäiltyä rikosta ryhdytään esitutkintaviranomaisten toimesta usein selvittämään vasta muutaman vuoden kuluttua sille tehdyn tutkintapyynnön tekemisestä. Mahdollisen oikeusprosessin alettua voi teon tekemisestä olla kulunut jo huomattavan pitkä aika.[9] Syitä rikosprosessin hitaudelle ovat olleet poliisin rajalliset resurssit, mutta osin myös selvitettävinä olevien rikosepäilyjen laajuus ja erityispiirteet, joiden edellyttämää erityisasiantuntemusta ei esitutkinta- ja syyttäjäviranomaisissa mahdollisesti kyetä riittävästi ottamaan huomioon.[10]

---

perustuessa juuri aihetodisteisiin. Muiden kuin aihetodisteiden saaminen on sisäpiiritapauksissa kuitenkin äärimmäisen harvinaista.

[7] Tekijän syyllisyyttä koskevan näytön arvioimista havainnollistaa Yhdysvalloissa käsitelty rikosprosessi, jossa listayhtiön päätilintarkastaja vapautettiin sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeneesta syytteestä. Tapauksessa esitetyt sinänsä vahvat aihetodisteet (mm. osakkeiden myynti muutama päivä ennen yhtiön antamaa tulosvaroitusta) eivät oikeuden mukaan olleet riittävä näyttö syytetyn tarkoituksellisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Ratkaisuun osallistunut valamies, joka alun perin oli pitänyt epäillyn syyllisyyttä selvänä, perusteli vapauttavaa päätöstä jälkikäteen seuraavasti: ”*In the instructions to the jury, Judge pointed out that we would have to conclude he had used the preliminary report in his decision to sell. And, of course, that's an impossility. I mean how can we presuppose what went on in his mind? A prerequisite for a guilty finding was something that couldn't be reached. It was asking us for a smoking gun and there was no such thing possible.*” Ks. tapauksesta Szockyj s. 233.

[8] Ks. Häyrynen 2002 s. 173 ja samoin Kurenmaa s. 339. Ks. vastaavasti af Sandeberg 2003a s. 877, jonka mukaan Ruotsissa ns. toissijaisten sisäpiiriläisten kauppoihin kohdistuneet tutkimukset ja tuomiot ovat olleet harvinaisia. Ks. myös Wesser s. 190–191, jonka mukaan Ruotsissa syyttäjälle lähetetyistä sisäpiiritapauksista on 75 %:ssa ollut epäiltynä yhtiön pysyvään sisäpiiriin kuulunut henkilö. Syyttäjälle lähetetyistä tapauksista kuitenkin vain 40 %:ssa epäillyt kaupat oli ollut mahdollista havaita FI:n ylläpitämästä julkisesta sisäpiirirekisteristä. Suurimpina syinä olivat olleet sisäpiiriläisten väärät ilmoitukset sekä se, etteivät henkilöt olleet edes ilmoittautuneet sisäpiiriläisiksi.

[9] Tämä on ongelmallista jo PL 21.1:n näkökulmasta, jonka mukaan jokaisella on oikeus saada asiansa käsitellyksi asianmukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä lain mukaan toimivaltaisessa tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa.

[10] Alan asiantuntemuksen keskittymiseen esitutkinta- ja syyttäjäviranomaisissa sekä tuomioistuimissa hyvin harvoille henkilöille kiinnitti huomiota myös eduskunnan lakivaliokunta (LaVM 28/1998) arvopaperimarkkinarikossäännöksiä uudistettaessa. Ks. viranomaisten erityisasiantuntemuksen tarpeellisuudesta myös Häyrynen 1999 s. 43 ja Ohisalo s. 43–45, jonka mukaan talousrikosprosessin laadun parantamisessa keskeistä on prosessiin osallistuvien asiantuntemuksen ja erikoistumisen korostaminen.

Saadun näytön riittämättömyyteen on myös voinut vaikuttaa osin se, että arvopaperimarkkinarikosten osalta poliisi on käyttänyt pakkokeinoja verraten harvoin. Esimerkiksi televalvontatiedoilla ja kotietsinnöillä voisi tietyissä tilanteissa olla olennaista merkitystä näytön hankkimisessa.[11] Eräänä näytön arviointiin liitettävänä ongelmana voidaan osin pitää myös rikosprosessissa esiintyvien todistajien uskottavuutta. Näytön yksipuoliseen tai puutteelliseen arviointiin on omiaan johtamaan se käytännön tosiseikka, ettei esitutkinnassa tai oikeudessa tyypillisesti ole kuultavina rikoksen välitöntä uhria tai asianomistajia. Arvopaperimarkkinarikoksissa todistajina niin esitutkinnassa kuin itse oikeudenkäynnissäkin ovat lähes yksinomaan epäillyn intressipiiriin kuuluvat tahot.[12]

Ks. myös Rider 1999 s. 230 ja sama 2000 s. 230–232, joka korostaa tavallisten poliisiviranomaisten ongelmia arvopaperimarkkinoita koskevien rikosten tutkimisessa. Hänen mielestään poliisiviranomaisilla ei ole riittävästi kyseisen alan asiantuntemusta. Markkinoiden valvontaviranomaisilla puolestaan asiantuntemusta olisi mutta puutteelliset tutkinta- ja sanktiovaltuudet heikentävät näiden mahdollisuuksia toimia riittävän tehokkaasti. Riderin mukaan esim. Yhdysvaltojen valvontaviranomainen SEC on halukkaampi viemään väärinkäytöstutkimukset loppuun asti itse sen sijaan, että antaisi asian oikeusministeriön käsiteltäväksi rikosprosessuaalisessa järjestyksessä. Syynä tähän Rider pitää syyttäjien asiantuntemattomuutta ja tehottomuutta jutun läpiviemisessä.

Vastaavasti Ruotsissa arvopaperimarkkinarikosten tutkintaprosessia on kritisoitu tehottomaksi ja hitaaksi, koska siitä ovat vastuussa sekä FI että Ekobrottsmyndigheten. Esityksen mukaan Ekobrottsmyndighetenin selvitysvastuun sisäpiiri- ja kurssimanipulaatioepäilyistä tulisi alkaa aiempaa aiemmin. Ks. prop. 2004/05:142 s. 104–110.

Ks. myös Sandeberg, jonka mukaan rikossääntelyä vastaan puhuu se, että arvopaperimarkkinoilla tapahtuvat rikokset ovat usein monimutkaisia ja taloudellista erityisosaamista vaativia, eikä tuomareilla ole taloudellista erityisosaamista arvopaperimarkkinoista. Ks. af Sandeberg 2002 s. 178 ja sama 2003a s. 873. Ks. myös Löfmarck 1988 s. 101, jonka mukaan arvopaperimarkkinarikoksia koskevien oikeudenkäyntien vähäisyys voi johtua osin syyttäjien haluttomuudesta nostaa syytteitä, koska heillä ei ole tarvittavaa erityisosaamista. Ks. myös SOU 2004:47 summary p. 72, jossa Ruotsin talousrikostorjuntaviranomaista on mm. ehdotettu vahvistettavaksi perustamalla yksikköön erityinen arvopaperimarkkinoihin, pankkeihin ja vakuutusyhtiöihin liittyvien rikosten asiantuntijaryhmä.

[11] Ks. Vuorinen s. 51–54, jossa tutkimusaineistona oli n. 50 KRP:n tutkimaa talousrikosta v. 1990–1995. Tutkituista tapauksista vain 15:ssä ei oltu käytetty lainkaan pakkokeinoja. Yleisimmin aineiston jutuissa käytetty pakkokeino oli ollut kotietsintä. Kotietsintää oli käytetty yli puolessa aineiston jutuista ja yhtä juttua kohden etsintöjä oli tehty n. neljä. Myös epäiltyjen pidättäminen oli ollut melko yleisesti käytetty pakkokeino, sillä joka kolmannessa aineiston jutuista vähintään yksi epäilty oli ollut pidätettynä. Vuorisen mukaan poliisi ei sen sijaan uskonut, että kotietsinnällä voitaisiin arvopaperimarkkinarikosten osalta saada tutkinnan kannalta merkityksellistä tietoa.

[12] Ks. esim. Helsingin käräjäoikeus 24.10.2003, R 03/3410, missä käräjäoikeus katsoi erityisesti todistajien kertomuksin tapauksessa näytetyksi sen, ettei vastaaja ollut tietoinen yhteistyöneuvottelujen sisällöstä tavalla, joka olisi merkinnyt tietoisuutta sisäpiirintiedosta. Vastaajan mukaan häntä ei oltu informoitu hankkeesta jälkikäteen (24.9.1999) laaditun sisäpiirilistan mukaisesti 9.8.1999. Vastaaja myönsi tienneensä ainoastaan, että joitain neuvotteluja oli käynnissä toisen yhtiön kanssa, mutta hän ei ollut tiennyt neuvottelujen sisällöstä. Vastaajan mukaan hän sai tiedon 13.9.1999 annetun pörssitiedotteen sisällöstä vasta sen julkistamispäivän aamuna. Oikeus viittasi päätöksessään erityisesti jälkikäteen laaditun sisäpiirilistan luotettavuudesta saatuihin ristiriitaisiin todistajankertomuksiin ja katsoi, ettei todistajana kuullun yhtiön silloisen vt. toimitusjohtajan kertomusta tapahtumien kulusta ja erityisesti vastaajan tietoisuudesta yhteistyöneuvotteluista ollut pidettävä niin uskottavana kuin muiden todistajien kertomuksia.

Sijoittajien rikosprosessuaalinen asianomistaja-asema muodostaa oman arvopaperimarkkinoiden rikosoikeudelliseen vastuujärjestelmään liittyvän ongelman. KKO katsoi asiaa koskevassa ennakkoratkaisussaan (ns. ”Kansallisanti-tapauksessa)[13], että arvopaperimarkkinarikos[14]: ”kohdistuu luonteenomaisesti laajaan, tarkasti määrittelemättömään joukkoon. Sillä pyritään ensi sijassa suojaamaan arvopaperimarkkinoiden toimivuutta ja luotettavuutta. Vaikka arvopaperimarkkinalain rangaistussäännöksillä suojataan välillisesti kaikkia arvopaperimarkkinoiden asiakkaita, heillä ei ole tällä perusteella syyteoikeutta. Arvopaperimarkkinarikoksen tunnusmerkistöön ei kuulu se, että teosta olisi aiheutunut jollekulle vahinkoa tai vahingonvaaraa. Rikos täyttyy pelkästään säännöksessä viitattujen määräysten rikkomisella. B:n ja hänen myötäpuoltensa kärsimäkseen väittämä vahinko ei siten ollut voinut aiheutua välittömästi arvopaperimarkkinarikoksen tunnusmerkistön mukaisesta teosta.” KKO katsoi siten, ettei kyseisillä sijoittajilla ollut asiassa asianomistaja-asemaa, eikä näin ollen oikeutta esittää rangaistusvaatimusta.

Ratkaisua voidaan arvioida kriittisesti. KKO:n perusteluja ei ensinnäkään tule tulkita liian yleispätevästi, vaan niiden on katsottava koskeneen ainoastaan kyseisen tapauksen kaltaisia tilanteita.[15] Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos voi kohdistua myös ennalta määriteltävään joukkoon. Esimerkiksi suunnatussa osakeannissa tai julkisessa ostotarjouksessa markkinointitoimenpiteet ja tiedonantovelvollisuus kohdistuvat tarkasti määriteltävään joukkoon. Vastaavasti välittäjän jättäessä kertomatta asiakkaanaan olevalle ei-ammattimaiselle sijoittajalle kaupan kohteena olevaan arvopaperiin liittyvän olennaisen tiedon, ei liene olemassa vahvoja perusteita olla pitämättä kyseistä sijoittajaa asianomistajana.

Toiseksi rikossäännöksen suojelukohteena voi olla samanaikaisesti ja välittömästi useampi kuin yksi oikeushyvä. Vaikka rikoksen katsottaisiinkin ensisijassa kohdistuvan julkiseen intressiin, niin sille voidaan siitä huolimatta osoittaa myös yksityinen asianomistaja.[16] Arvopaperimarkkinoilla rangaistussäännöksillä suojeltavat yksilölliset oikeushyvät liittyvät ennen kaikkea markkinoilla toimivien sijoittajien oikeuteen saada liikkeeseenlaskijasta oikeat ja riittävät tiedot sijoituspäätöstensä perusteeksi sekä sijoittajien keskinäiseen tiedolliseen tasa-arvoisuuteen. Arvopaperimarkkinarikoksilla suojattavat oi-

---

[13] KKO 2000:82. Ks. tapauksen aiemmista päätöksistä Helsingin käräjäoikeus 27.11.1996, R 96/5057 (äänestysratkaisu) ja Helsingin hovioikeus 18.8.1998, R 97/76, R 97/254.

[14] Ratkaisu koski tapahtuma-aikana voimassa ollutta arvopaperimarkkinarikossäännöstä (26.5.1989/495) ja nimenomaan sen 1 kohtaa (AML 8:2.1), jossa todettiin: ”Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta markkinoi tai hankkii arvopapereita antamalla 2 luvun 1 §:ssä mainitun tiedon…”

[15] Ks. samoin Rautio s. 1506, joka katsoo ennakkoratkaisussa otetun kantaa siihen, onko osakkeita merkinneellä asianomistajan asema sellaisessa arvopaperimarkkinarikoksessa, jossa on kysymys arvopaperien markkinoinnista harhaanjohtavia tietoja antamalla. Ks. myös Tuomola s. 281.

[16] Ks. Vuorenpää 1999 s. 25, 29 ja 34 sekä Virolainen s. 186. Ks. myös Tapani 2004 s. 83, jonka mukaan rikosoikeusjärjestelmän tehokkuus tuskin lisääntyy, jos rikossäännöksillä suojeltavien oikeushyvien abstrahoitumisen seurauksena on, että rikosprosessissa on vaikea määritellä ja selvittää, ketä pidetään asianomistajina.

keushyvät liittyvät siten viime kädessä perusoikeuksista johdettavaan omaisuudensuojaan.[17] Tästä näkökulmasta KKO:n ratkaisun perusteluille voidaan esittää myös vastakkainen näkemys. AML:n rangaistussäännöksillä pyritään ensisijaisesti suojaamaan markkinoilla toimivien sijoittajien oikeushyviä, kuten tiedollista tasa-arvoisuutta ja omaisuutta ja tätä kautta välillisesti arvopaperimarkkinoiden yleistä toimivuutta ja luotettavuutta.

Nähdäkseni sijoittajien arvopaperimarkkinarikosten johdosta kärsimä vahinko voi ainakin tietyissä tapauksissa aiheutua myös välittömästi rikoksen tunnusmerkistön mukaisen toiminnan tai laiminlyönnin seurauksena. Välittömän yksityisoikeudellisen vaateen osalta asianomistajakysymys aktualisoituu tapauksissa, joissa rikoksen väitetään tosiasiassa johtaneen sijoittajien kärsimiin vahinkoihin. Esimerkiksi listayhtiön antaessa markkinoille totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa, voivat sijoittajat perustaa sijoituspäätöksensä juuri kyseisiin tietoihin. Ilman totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja markkinoilla toimivat sijoittajat eivät välttämättä olisi olleet valmiita tekemään sijoituspäätöksiään joko lainkaan tai ainakin ne olisi tehty eri ehdoin. Markkinoille annettu totuudenvastainen informaatio voi myös olla omiaan houkuttelemaan (erehdyttämään) sijoittajia tekemään sijoituspäätöksiä.[18]

Tiedottamisrikoksissa sijoittajien taloudellinen vahinko aiheutuu siitä, että sijoittajien sijoituspäätökset eivät epäsymmetrisen informaation ja siitä aiheutuvan arvopaperin väärän hinnan vuoksi ole rationaalisia. Tiedottamisrikoksen asianomistajina tulisi voida pitää sellaisia sijoittajia, jotka teon tai laiminlyönnin aikana (virheellisen tai puutteellisen tiedon aikana) ovat myyneet tai ostaneet kyseisen yhtiön arvopapereita.[19] Sijoittajan puutteellisen tai virheellisen informaation vuoksi tyypillisesti kärsimät taloudelliset vahingot (arvopaperista tosiasiallisesti maksetun tai saadun ja arvopaperin ”oikean” hinnan välinen erotus) on nimenomaisesti katsottava kuuluvan arvopaperimarkkinarikossäännöksillä suojattuihin etuihin.

---

[17] Ks. samoin Kurenmaa s. 53.

[18] Vahingonkorvausoikeudellisen syy-yhteyden arvopaperimarkkinoilla ei ole katsottu edellyttävän sen toteamista, että sijoittaja olisi – tietoisesti tai implisiittisesti – luottanut esimerkiksi markkinoilla saatavaan informaatioon. Riskin lisääntymistä, normien suojantarkoitusta ja kollektiivista luottamusta koskevien aspektien vuoksi syy-yhteysedellytyksen on usein katsottu täyttyvän, vaikka informaatiolla tai sen virheellisyydellä ei todellisuudessa olisi ollut merkitystä sijoittajan päätöksenteon kannalta. Erityisesti Yhdysvalloissa kehitetyn ns. markkinavilppiteorian (market fraud theory) mukaan luottamusta informaatioon ei korvauksen edellytyksenä ole tarvinnut näyttää toteen. Se on korvattu kumottavissa olevalla olettamuksella, jonka mukaan sijoittajat luottavat markkinoiden oikeaan hinnanmuodostuskykyyn. Vahingonkärsijän on tarvinnut näyttää vain virheellisen tai puutteellisen informaation olevan hintavaikutteista markkinoilla. Ks. markkinavilppiteoriasta tarkemmin Rudanko 1998 s. 370–379, Samuelsson 1991 s. 94, 163–189, 263 ss. ja 313 ja Hidén s. 164–174.

[19] Ks. Tuomola s. 286, jonka mukaan niille sijoittajille tai osakkeiden merkitsijöille, jotka ovat toimineet virheelliseksi väitetyn markkinointitoimen johdosta ja ilmoittavat kärsineensä sen johdosta vahinkoa, olisi perusteltua aihetta varata tilaisuus käyttää asianomistajan puhevaltaa väitetyn arvopaperimarkkinarikoksen johdosta. Tuomolan mukaan s. 287–288 tilanteissa, joissa on osoitettavissa, että arvopaperimarkkinarikoksella on aiheutettu todellista vahinkoa, voidaan kyseisen oikeushyvän haltijaa pitää asianomistajana.

Vastaavin perustein myös kurssin vääristäminen tai sen edellyttämät harhaanjohtavat toimenpiteet voivat vaikuttaa sijoittajien tekemiin sijoituspäätöksiin. Vaikka kyseisillä seikoilla ei tällaista vaikutusta olisikaan, ovat sijoittajat joka tapauksessa kärsineet vahinkoa arvopaperin hinnanmuodostuksen ollessa vääristynyt. Kurssin vääristämisen osalta asianomistaja-asema tulisi antaa niille, jotka ovat myyneet tai ostaneet yhtiön arvopaperia aikana, jolloin sen kurssin on katsottava olleen vääristynyt.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön konkreettisena kohteena ja siten asianomistajina voidaan puolestaan pitää sisäpiiriläisen vastapuolena toimineita sijoittajia. KKO:n perustelut siitä, ettei vahinko voi aiheutua välittömästi tunnusmerkistön mukaisesta teosta, soveltuvat heikoiten juuri sisäpiirintiedon väärinkäyttö -rikokseen. Toisin kuin lainvastaisen markkinoinnin tai tiedottamisen osalta, joissa tiedottamisrikoksen tunnusmerkistö ei edellytä osakkeiden merkitsemistä, ostamista tai myymistä, edellyttää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tunnusmerkistön täyttyminen kaupan toteutumista.[20] Sisäpiirintietoa hyödyntävän kaupankävijän vastapuolille mahdollisesti aiheutunut vahinko on siten aiheutunut välittömästi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tunnusmerkistön mukaisesta teosta.

Kyseisten säännösten rikkomisesta sijoittajille mahdollisesti aiheutuvat vahingot johtuvat nimenomaisesti siitä, että kyseiset sijoittajat ovat ostaneet tai myyneet arvopapereita niiden hinnan ollessa rikkomusten seurauksena väärä. Kyseiset säännökset on laadittu myös sijoittajien oikeushyvien suojelemiseksi ja heidän kärsimien taloudellisten vahinkojen välttämiseksi.[21] Asianomistaja-aseman määrittelyyn ja sen käytännön toteuttamiseen liittyvät ongelmat voivat edellyttää myös vaihtoehtoisten oikeussuojakeinojen kehittämistä.[22] Tulevaisuudessa voi olla syytä harkita esimerkiksi sitä, tulisiko sijoittajien kollektiivisia etuja valvomaan perustetuilla järjestöillä, yhdistyksillä tai Ratalle olla oikeus esiintyä asianomistajana arvopaperimarkkinarikoksiin liittyvissä rikosprosesseissa. Vastaavasti vahinkoa kärsineiden sijoittajien ryhmäkannemahdollisuus voisi tuoda osittaisen ratkaisun ongelmaan.[23] Tällaisten vaihtoehtojen kehittämistä puoltaa erityisesti se, että tiedottamisrikoksiin liittyvissä oikeusprosesseissa vahingonkorvausvaatimuksia esittävien sijoittajien lukumäärä voi muodostua huomattavaksi. Tällöin prosessuaaliset tarkoituksenmukaisuusnäkökohdat voivat asianomistaja-asemaa määriteltäessä helposti ohittaa mahdollisten asianomistajien oikeussuojaintressit.[24]

---

[20] Kyseinen edellytys koskee kuitenkin ainoastaan tunnusmerkistön ensimmäistä tekotapaa eli arvopaperien luovuttamista tai hankkimista sisäpiirintietoa hyväksikäyttäen.

[21] Vrt. ns. normin suojatarkoitusopista vahingonkorvausvastuun rajoitusperiaatteena Hemmo s. 127, 134, 160 ss. ja Rudanko 1998 s. 323, 371, 377 ja 389 sekä Rudanko 1995 s. 258.

[22] Ks. siviilioikeudellisista sääntelykeinoista arvopaperimarkkinoilla Rudanko 1998 s. 353 ss.

[23] Ks. ryhmäkanteesta OM:n työryhmämietintö 2005:3.

[24] Syyttäjä voi ROL 3:9:ään vedoten olla edustamatta asianomistajaa myös esimerkiksi tilanteissa, joissa korvauksen peruste tai määrä ei ole riidaton.

Käytännössä vaatimuksia esittävien sijoittajien lukumäärää rajoittanee kuitenkin se, että asianomistajien yksityisoikeudelliset vaatimukset on esitutkinnassa selvitettävä vain, jos asianomistaja on pyytänyt syyttäjää ajamaan ko. vaatimuksia. ETL 5.1,2. Ks. myös Tuomola s. 289.

Rikosvastuun toteutumiseen liittyvät vaikeudet voivat aiheuttaa ongelmia eri näkökulmista. Ensinnäkin jos sanktiovarmuuden todennäköisyys on pieni, voi se olla omiaan lisäämään markkinoilla toimivien osapuolten kiellettyä riskinottoa tai tietoista toimimista ”lain rajamailla”. Syyttämättäjättämispäätösten suuri lukumäärä voi myös johtaa Ratan ylivarovaisuuteen, jonka seurauksena kynnys tutkintapyyntöjen tekemiseen nousee. Syyttämättäjättämispäätösten suhteellisen suurta lukumäärää voi tosin tulkita myös niin, että Ratan kynnys tutkintapyyntöjen tekemiselle on ollut liian alhainen. Myös tästä tulkinnasta on kuitenkin tehtävissä johtopäätös, ettei vastuu- ja seuraamusjärjestelmää arvopaperimarkkinoilla ilmenevien väärinkäytösten osalta ole voitu pitää täysin toimivana. Valvontaviranomaisen tekemät tutkintapyynnöt osoittavat, ettei tutkintapyyntöjen kohteina olleita tekoja ja laiminlyöntejä ole voitu markkinoiden luotettavan toiminnan näkökulmasta pitää hyväksyttävinä.

Sääntöjen ohjausvaikutuksen ja toisaalta niiden ennaltaehkäisevyyden edellytyksenä on markkinaosapuolien tietty varmuus siitä, että sääntöjen rikkomiseen käytännössä puututaan. Luottamus ei perustu sääntöjen olemassaoloon, vaan niiden noudattamisen tehokkaaseen valvontaan ja toimeenpanoon. Markkinoiden toimintakyvyn perustana oleva luottamus edellyttää, että säännösten toimeenpano ja väärinkäytöksiin puuttuminen näyttää myös ulospäin tehokkaalta. Luottamuksen saavuttaminen edellyttää, että sääntöjä rikottaessa on todellinen riski jäädä kiinni ja joutua riittävien seuraamusten kohteeksi.[25]

Kiinnijäämisriskin voidaan erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäytön ja kurssin vääristämisen osalta olettaa olevan alhainen. Arvopaperimarkkinarikoksista annetut tuomiot ovat myös painottuneet voimakkaasti rangaistusasteikkojen alapäähän.[26] Kyseiset seikat yhdessä voivat heikentää sijoittajien ja yleisön luotta-

---

[25] Toisaalta arvopaperimarkkinarikosten syyttämiseen liittyvistä käytännön ongelmista huolimatta on esitutkinta- ja syytetoimenpiteillä jo sinällään (niiden lopputuloksesta huolimatta) oma tehokas ennaltaehkäisevä merkityksensä markkinoiden luotettavuuden turvaamisessa. Ks. Coleman s. 229 ja de Graaff s. 173.

[26] Suomessa arvopaperimarkkinarikoksista on annettu vain yksi (ehdollinen) vankeustuomio, muiden seuraamusten ollessa sakkorangaistuksia.

Sisäpiirirangaistukset ovat myös Ruotsissa olleet pääosin pieniä ja vain yksi sisäpiiritapaus on johtanut vankeustuomioihin. Ruotsissa maksimirangaistus sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on 4 vuotta vankeutta. Törkeästä huolimattomuudesta tehdyn tekomuodon maksimirangaistus on yksi vuosi vankeutta. Ks. af Sandeberg 2002 s. 104 ja 176–177 sekä Afrell – Klahr – Samuelsson s. 292 ja 298.

Tanskassa enimmäisrangaistus sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on myös 4 vuotta vankeutta. Keskimääräiset rangaistukset ovat olleet sen sijaan 2–3 kuukauden vankeustuomioita. Vakavammissa tapauksissa on tuomittu 5–6 kuukauden vankeustuomioita. Myös kurssin vääristämistapauksissa on yleensä annettu vankeustuomioita. Ks. Lau Hansen 2003b s. 114 ja 121–124.

Norjassa maksimirangaistus sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on 6 vuotta vankeutta ja kaikki (2 kpl) annetut tuomiot ovat olleet (6–12 kk.) vankeusrangaistuksia. Ks. Aarum s. 246–247.

musta markkinoiden valvonnan tehokkuuteen. Rikosoikeudellisen järjestelmän legitimiteetti arvopaperimarkkinoiden suojajärjestelmänä edellyttää riittävän korkeaa kiinnijäämisriskiä ja sanktiovarmuutta mutta myös riittäviksi koettavien rangaistusten tasoa.[27] Vaikka rikosoikeusjärjestelmän keskeisenä tavoitteena onkin asenteisiin ja moraalikäsityksiin vaikuttaminen, voi vaarana olla, että rikosoikeuden symbolisuus ylikorostuu markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten torjunnassa. Esimerkiksi pelkällä rangaistusasteikkojen korotuksella – sen symbolisesta merkityksestä huolimatta – lienee lähinnä poliittisena voimannäyttönä hyvin rajallinen ennaltaehkäisevä vaikutus.[28]

On myös esitetty näkemys, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan sääntelyn tiukentuminen Suomessa vuonna 1998 ei johtanut sillä tavoiteltuun rikoksia ennaltaehkäisevään lopputulokseen. Tätä on perusteltu sillä, että säännösten tiukentamisesta huolimatta, Ratan poliisille tekemien tutkintapyyntöjen määrä ei ole laskenut.[29] Näkemyksen osalta on syytä esittää muutama huomio. Markkinoilla ilmitulleiden rikosten määrää ja siinä tapahtuvia

---

Vrt. sen sijaan esim. tiedonantovelvollisuuksien laiminlyömisestä annettujen seuraamusten suuruutta Yhdysvalloissa Karpoff et. al. s. 1 ss. Vuosina 1978–2002 listayhtiöiden johtohenkilöille yhtiön tiedonantovelvollisuuksien ja kirjanpitosäännösten rikkomisista annettujen maksuseuraamusten keskimääräinen suuruus oli 270 000 dollaria. SEC:n tai Yhdysvaltojen oikeusministeriön antama keskimääräinen sakkorangaistus yrityksille oli 750 000 dollaria. Keskimääräinen sovittelukorvaus (settlement) joukkokanteiden johdosta oli 22,7 miljoonaa dollaria. Listayhtiön johtohenkilöille oli kyseisenä ajanjaksona annettu yhteensä myös 190 vankilatuomiota, joiden keskimääräinen pituus oli yli neljä vuotta.

[27] Ks. Lahti 1994 s. 7, jonka mukaan yleispreventio saavutetaan parhaiten virallisen valvontakoneiston tehokkuudesta huolehtimalla ja varmistumalla siitä, että rikosoikeusjärjestelmän toiminta säilyttää hyväksyttävyytensä ja uskottavuutensa. Ks. myös Croall s. 51 ja Vuorenpää 2003 s. 306.

[28] Ks. myös Virta s. 13, jossa finanssimaailman rikoksiin liittyvät ongelmat esitetään ratkaistavan usein erilaisilla symbolisilla toimilla, kuten säätämällä sinänsä näyttäviä mutta todellisuudessa vähän vaikuttavia lakeja.

Ks. myös Schmidt s. 31–32, jossa tuodaan esiin Yhdysvalloissa 1980-luvulla tehdyt tutkimukset ja niissä tehdyt havainnot, joiden mukaan rangaistusten koventamisella ei sinällään ollut merkitystä sisäpiirikaupankäynnin yleisyyteen.

Ks. myös Gilligan 1999 s. 363–365, jonka mukaan rikosoikeudellisen järjestelmän pääasiallinen heikkous arvopaperimarkkinoilla ilmenevän rikollisuuden torjunnassa on nimenomaan rikosoikeusjärjestelmän lähinnä poliittis-symbolinen asema ja sen tästä aiheutuva heikko ennaltaehkäisevyys.

Vastaavasti Yhdysvalloissa säädettyä SOX-lainsäädäntöä on kritisoitu sen painottumisesta rikosoikeudellisiin sanktioihin ja siten sen symbolisuudesta. Ks. esitetystä kritiikistä esim. Brickey s. 3 ja Ribstein. s. 1 ss. Ks. kuitenkin toisin esim. Coffee s. 44 ss., joka pitää kyseistä lainsäädäntöä pääosin onnistuneena.

Larsson 2001a on nostanut esimerkiksi rikosoikeudellisen sääntelyn symbolisuudesta Norjassa hylätyn ehdotuksen käännetystä todistustaakasta sisäpiiririkosten osalta. Ehdotuksen hylkäämistä perusteltiin lähinnä juuri samaan aikaan kovennetuilla rangaistusasteikoilla.

Ks. myös aiemmin luvussa 2.4.3 valvonnan kustannustehokkuudesta esitettyä.

[29] Ks. Oker-Blom 2003 s. 243 ja 249. Ks. samantyyppisestä huomiosta myös Ruotsin osalta af Sandeberg 2002 s. 52.

muutoksia on hyvin vaikea selittää osaksikaan pelkillä rangaistusjärjestelmässä tapahtuneilla muutoksilla.[30] Ensinnäkin vuonna 1998 tehdyssä lakiuudistuksessa arvopaperimarkkinoita koskevien rikossäännösten ”tiukentaminen” oli lähinnä muodollista. Rangaistussäännökset ainoastaan siirrettiin AML:sta RL:iin ja säädettiin erillisiä törkeitä tekomuotoja. Toiseksi rikosten määrällisiä muutoksia arvioitaessa keskeinen ongelma on piilorikollisuus. Koska arvopaperimarkkinoilla piilorikollisuuden määrä – erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäytön ja kurssin vääristämisen osalta – on oletettavasti merkittävä, ei rikoslainsäädäntöön tehtyjen muutosten vaikutusta rikollisuuden tosiasialliseen määrään voida luotettavasti arvioida. Arvopaperimarkkinarikollisuuden määrässä tapahtuvat vaihtelut – esim. tutkintapyyntöjen perusteella laskettuna – heijastavat todennäköisesti ennemminkin kyseisten rikosten ilmitulo-osuuden vaihtelua.

Arvopaperimarkkinarikollisuuden ilmitulon määrään ja kiinnijäämisriskiin vaikuttavat puolestaan keskeisesti Ratan valvontakäytännöt ja sen käytettävissä olevat resurssit. Ratan suorittamien sisäpiiritutkimusten ja sen poliisille tekemien tutkintapyyntöjen määrän voidaan katsoa riippuvan ennen kaikkea sisäpiirivalvonnan tehokkuudesta ja sen priorisoinnista, eikä niinkään sisäpiiririkosten tosiasiallisesta määrästä. Vuonna 1998–1999 tehdyn lakiuudistuksen voidaan tosin katsoa vaikuttaneen ennaltaehkäisevästi siten, että tuolloin Rata ainakin tilastojen perusteella panosti sisäpiirisäännösten tosiasialliseen valvontaan. Ennen vuotta 1998 Rata ei tehnyt poliisille sisäpiirikaupankäyntiä koskevia tutkintapyyntöjä lähes lainkaan. On myös syytä ottaa huomioon se, että Ratan tutkintapyyntöjen määrässä vuosina 1998–2004 tapahtuneet vaihtelut ovat olleet lähinnä marginaalisia.

Rikosoikeudella ja rikoslain muutoksin rikoksia voidaan vähentää ainoastaan rajallisesti.[31] Mikäli rikosoikeusjärjestelmä ei yksinään pysty turvaamaan säännösten tavoitteena olevaa markkinoiden luotettavuutta, on sen saavuttamiseen ja ylläpitämiseen pyrittävä muilla keinoin. Arvopaperimarkkinarikokset eivät eroa muusta rikollisuudesta siten, ettei niiden torjunnassa tarvittaisi eri keinojen kokonaisvaltaista kehittämistä. Kansainvälisesti näihin rikosoikeusjärjestelmän aiheuttamiin ongelmiin on pyritty vastaamaan kehittämällä erilaisia hallinnollisia ja siviilioikeudellisia vastuujärjestelmiä.[32] Myös Suomessa rikosoikeudelliseen

---

[30] Ks. yleisestävän vaikutuksen arvioimisen vaikeudesta Lappi-Seppälä 1994 s. 62–65.

[31] Lahti 1994 s. 7 ja 13 sekä Lahti 1995 s. 941 ss. Ks. myös Ashworth s. 250 ja 254, joka tuo esiin rikosoikeuden ennaltaehkäisevään tehoon tyypillisesti liittyvän yliluottamuksen.

[32] Siviilioikeudellisten seuraamusten merkitystä voidaan suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla pitää vähäisenä. Suomessa toistaiseksi nostetut arvopaperimarkkinaoikeudelliset vahingonkorvaus- tai pätemättömyyskanteet ovat olleet hyvin harvinaisia.

Vahingonkorvausseuraamusten soveltamista arvopaperimarkkinoilla heikentää se, ettei väärinkäytösten johdosta usein ole osoitettavissa välitöntä taloudellista vahinkoa tai sen osoittaminen on erityisen vaikeaa. Lisäksi yksittäiset sijoittajat eivät välttämättä edes tiedosta kärsineensä vahinkoa säännösten rikkomisen seurauksena. Vahinkoa kärsineillä sijoittajilla ei myöskään välttämättä ole halua tai taloudellisia resursseja nostaa vahingonkorvauskanteita, joiden lopputulokseen liittyy

vastuujärjestelmään liittyvät ongelmat ovat antaneet aiheen arvioida kriittisesti rikosoikeudelliseen sääntelyyn vahvasti perustuvan kontrollijärjestelmän tehokkuutta sekä tarkoituksenmukaisuutta markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten torjuntakeinona.[33] Ratan käyttöön vuonna 2003 tulleet hallinnolliset seuraamukset julkisesta huomautuksesta ja varoituksesta sekä MAD:n implementoinnin yhteydessä vuonna 2005 säädetyt rike- ja seuraamusmaksu ovat kuitenkin täydentäneet rikosoikeudellista seuraamusjärjestelmää.[34]

Edellä esitetty rikosoikeusjärjestelmän osittainen tehottomuus arvopaperimarkkinoilla ilmenevien rikosten kontrollissa ei kuitenkaan tarkoita sitä, että rikosoikeudellisen vastuujärjestelmän merkitystä pitäisi väheksyä. Rikosoikeuden merkitys arvopaperimarkkinoiden toiminnalle asetettujen keskeisimpien tavoitteiden toteutumisen suojaamisessa on keskeinen. Rikosoikeusjärjestelmä on ainoa kanava, jolla voidaan riittävän tehokkaasti osoittaa tiettyjen moitittavimmiksi katsottujen menettelytapojen yhteiskunnallinen paheksuttavuus. Rikosoikeuden tärkeä tehtävä on antaa symbolinen signaali markkinoille tiettyjen toimintatapojen paheksuttavuudesta ja sitä kautta vaikuttaa myös ennaltaehkäisevästi markkinoilla toimivien käyttäytymiseen ja asenteisiin.[35] Moitittavimpien tekojen ja laiminlyöntien kohdalla on oltava mahdollisuus tukeutua myös rikosoikeudellisiin seuraamuksiin. Erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäytön ja osin myös kurssin vääristämisen osalta kiinnijoutumisen todennäköisyys on verraten alhainen, jonka vuoksi seuraamusten on ennaltaehkäisevyyden näkökulmasta oltava tarvittaessa riittävän ankaria. Väärinkäytöksillä saavutettuun hyötyyn voidaan

---

merkittäviä riskejä. Kyseistä ongelmaa on tosin ainakin osittain parantanut toimintansa muutamia vuosia sitten aloittanut arvopaperilautakunta, jonka ratkaistavaksi sijoittajat voivat saattaa tietyt epäilemänsä sääntörikkomukset. Lautakunta ei kuitenkaan käsittele esim. liikkeeseenlaskijoita koskevia kysymyksiä ja lisäksi se voi ainoastaan suositella hyvityksen maksamista.

[33] Ks. Häyrynen 1999 s. 42 ja Kurenmaa s. 362–363.

[34] Tulkintakäytäntöä Ratan hallinnollisista seuraamuksista on ehtinyt muodostua vasta vähän. Rata on toistaiseksi antanut vain kaksi julkista huomautusta.

[35] Ks. myös Friedrichs s. 341 ja Croall s. 51, jonka mukaan markkinoiden rikosoikeudellisella sääntelyllä tulisi pyrkiä nimenomaan asenteiden ja moraalin ylläpitämiseen.

Ks. myös Koponen s. 12–13, jonka mukaan taloudelliset seuraamukset eivät voi yhtä tehokkaasti täyttää yleispreventiivisiä tavoitteita kuin rikosoikeudellisten sanktioiden käyttö. Rikosoikeuden mahdollistama vapausrangaistus ja syyksiluetun teon mukanaan tuoma moraalinen paheksunta muodostaa talousrikosten kaltaisissa suunnitelmallisissa teoissa tietyn pidäkkeen. Tekojen jäädessä rikosoikeudellisen käsittelyn ulkopuolelle voisi potentiaalisen tekijän motivaatiotilanne muistuttaa Koposen mukaan yhä selvemmin taloudellisia seurauksia koskevaa riskianalyysiä ilman erityisiä moraalipainotuksia.

Ks. myös Lahti 1995 s. 942–943, jonka mukaan rikosoikeudella on vahva symboliarvo, ja rikosoikeus osaltaan osoittaa, mitä tekoja yhteiskunnassa pidetään hylättävinä ja kuinka vahvasti paheksuttaviksi ne katsotaan.

myös puuttua riittävän tehokkaasti ainoastaan rikosoikeudellisella menettämisseuraamuksella.[36]

8.2 HALLINNOLLISET SEURAAMUKSET

Rikosoikeudellisen ultima ratio -periaatteen mukaisesti rikosoikeuteen tulisi turvautua vasta viimeisenä keinona, haluttaessa puuttua ei-toivottuun käyttäytymiseen yhteiskunnassa. Rikosoikeuden käyttö on oikeutettua ainoastaan silloin, kun millään muulla keinolla ei päästä haluttuun tavoitteeseen ja kun rikosoikeudella pystytään tosiasiallisesti ja tehokkaasti torjumaan rikollisuutta.[37] Arvioinnin kohteeksi on otettava se, millaisin keinoin markkinoilla ilmeneviin väärinkäytöksiin voidaan tehokkaimmin puuttua ja siten ohjata markkinoilla noudatettavia menettelytapoja toivottuun suuntaan.[38] Kriminalisointiperiaatteeksi lukeu-

---

[36] Ks. myös Knuts s. 561 ja 585–586, jonka mukaan hallinnolliset sanktiot eivät yksistään ole riittäviä kurssimanipulaatioon ja sillä mahdollisesti saavutettavaan hyötyyn puuttumiseksi mm. seuraamusten alhaisuuden sekä menettämisseuraamuksen käyttömahdollisuuden puuttumisen vuoksi.

[37] Ks. Lappi-Seppälä 1994 s. 33 ss. ja Tapani 2004 s. 19–21, joiden mukaan rikosoikeus on kriminaalipolitiikan järein työkalu, jota tulisi käyttää ainoastaan tärkeimpien intressien suojaamiseen ja silloinkin vain, jos ei ole käytettävissä kohtuullisin kustannuksin muuta moraalisesti yhtä hyväksyttävää ja rikosoikeutta teholtaan lähestyvää järjestelmää.

Ks. Virolainen – Pölönen 2003 s. 6–7, joiden mukaan perusoikeuksien rajoitusedellytyksistä seuraa, että kriminalisoinnin on oltava välttämätön suojelutavoitteen saavuttamiseksi ja laajuudeltaan hyväksyttävässä suhteessa kriminalisoinnilla suojeltavaan oikeushyvään ja tämän suojelutavoitteen yhteiskunnalliseen painoarvoon nähden.

Ks. rikosoikeudellisen suojan ehdoista ja ultima ratio -periaatteesta myös Tolonen 2000 s. 33–36 ja Tolvanen 2002 s. 197, jonka mukaan ultima ratio -periaatteen pitäisi toimia jopa niin, että rikosoikeuteen turvaudutaan vasta sitten, kun muita keinoja pidetään jokseenkin varmasti riittämättöminä. Ks. kriminalisointiperiaatteista laajemmin esim. Lappi-Seppälä 1994 s. 33 ss., Nuutila 1997 s. 38–46 ja Nuotio 1998a s. 502–503.

Ks. myös Frände 2005 s. 25–26, jonka mukaan lainsäätäjä ei aina ota ultima ratio -periaatetta vakavasti. Pääosin vanhasta tottumuksesta rangaistusuhka liitetään useimpiin lakeihin. Päämääränä pitäisi Fränden mukaan olla rikosoikeusjärjestelmä, jota kiinnostavat vain vakavimmat hyökkäykset oikeushyviä vastaan.

Ks. myös Nuutila 1998 s. 169, jonka mukaan kysymys, joka meillä esitetään liian harvoin, koskee rikossäännöksen kanssa vaihtoehtoisia käyttäytymisen ohjaamismuotoja. Nuutilan mukaan olisi kysyttävä, miksi juuri rikosoikeus eikä jokin muu yhteiskunnallisen ohjaamisen menetelmä.

[38] Ks. myös Lahti 1991 s. 265, jossa rikosoikeuden tehokkuuden varmistamiseksi ja sen pelkän symbolisuuden torjumiseksi tulisi rikosoikeudellisia, hallinnollisia ja rakenteellisia rikoksen torjuntakeinoja kehittää samanaikaisesti ja toisiaan täydentäen.

Ks. myös Friedrichs s. 255–256 ja 339, jonka mukaan hallinnolliset ja siviilioikeudelliset prosessit ovat yleisesti tulleet suosituksi vaihtoehdoksi talousrikoksia koskevien syytteiden ajamisessa.

Ks. myös Mäkelä s. 112–116, jossa rikosoikeuden ja muiden oikeudellisten ohjauskeinojen käyttämisen rinnakkain katsotaan voivan tarjota kriminaalipoliittisesti hyväksyttävimmän keinon

tuva suhteellisuusvaatimus ja ultima ratio -periaate edellyttävät punnintaa valittavissa olevien keinojen välillä. Valinnassa tulee ottaa huomioon vaihtoehtoisten – siis ei-rikosoikeudellisten – keinojen toimivuus ja niiden mahdolliset haittavaikutukset.[39]

Kaikkia niitä toimintamuotoja tai menettelytapoja, joiden osalta rikosvastuun toteutuminen voi olla käytännössä epätodennäköistä tai joita ei selkeästi voida pitää rikosoikeudellisesti rangaistavina, ei voida siitä huolimatta pitää hyväksyttävinä tai sallittavina. Kuten jo edellä tuotiin esiin, esitutkinta- ja syyttäjäviranomaisten rajallisten resurssien sekä rikosprosessiin liittyvien ongelmien seurauksena Ratan kynnys tutkintapyyntöjen tekemiselle voi nousta suhteellisen korkeaksi. Tutkintapyyntöjen voidaan katsoa kohdistuvan vain sellaisiin tekoihin, joiden voidaan selkeästi olettaa täyttävän rikoslaissa säädetyn tunnusmerkistön. Yhtäältä AML:ssa säädetyt arvopaperimarkkinarikkomuksia koskevat sanktiopykälät ovat jääneet lähes kuolleiksi lain kirjaimiksi. Syynä tähän on se, ettei ainoastaan kyseisten säännösten vastaista menettelyä ole tarkoituksenmukaista viedä hitaan ja kustannuksiltaan kalliin rikosprosessin käsiteltäväksi. Toiseksi kyseisten rikkomusten vanhentumisajat olisivat usein jo kuluneet umpeen ennen esitutkinnan aloittamista. Ratan jättäessä siirtämättä poliisitutkintaan vähäiset lainrikkomukset, voi käytännössä huomattava osa markkinoilla ilmenevistä väärinkäytösepäilyistä jäädä tutkimatta ja siten myös sanktioimatta. Puuttumiskynnyksen markkinoilla ilmeneviin väärinkäytöksiin olisi kuitenkin ennaltaehkäisevyyden saavuttamiseksi oltava riittävän alhainen. Mikäli vähäisemmille, mutta sinänsä markkinoiden luottamusta heikentäville menettelytavoille ei ole omaa vastuu- ja seuraamusjärjestelmää, menettävät säännökset ja niiden suojatavoitteet osin merkityksensä.

Rikosoikeudellisten keinojen vaihtoehtona markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten ennaltaehkäisylle ja sanktioinnille voidaan pitää erityisesti hallinnollisia ja siviilioikeudellisia seuraamusjärjestelmiä.[40] Hallinnollisia sanktioita on

---

ehkäistä talouselämän rikollisuutta. Mäkelän s. 133 mukaan kirjanpidon laiminlyönteihin olisi parempi puuttua varhaisemmassa vaiheessa esimerkiksi juuri hallinnollisin sanktioin.

Ks. myös Koponen s. 11–12, jonka mukaan Suomessa on turvauduttu eurooppalaisessa katsantokannassa poikkeuksellisen voimakkaasti rikosoikeudelliseen järjestelmään talouselämän epätoivottujen ilmiöiden sanktioinnissa. Koposen mukaan vaihtoehtoisena reagointitapana voisivat tulla kysymykseen lähinnä hallinnolliset sanktiot. Nämä seuraukset toteuttaisivat myös Koposen mukaan rikosoikeuden viimesijaisuutta ultima ratio -periaatteen mukaisesti.

Ks. myös OM:n työryhmämietintö 2003:4 s. 275, jonka mukaan osakeyhtiöoikeudessa ei rangaistussäännöksiin tulisi turvautua ilman painavia syitä. Mietinnön mukaan rangaistussäännökset tulevat kysymykseen lähinnä silloin, kun siviilioikeudellisia sanktioita, ennen kaikkea vahingonkorvausta, ei voida pitää riittävän tehokkaina.

[39] Ks. Lappi-Seppälä 1994 s. 35 ja Melander 2002 s. 953.

[40] Vaihtoehtona hallinnollisen seuraamusjärjestelmän kehittämiselle olisi se, että seuraamusjärjestelmää kehitettäisiin perinteisen rikosprosessuaalisen järjestelmän, kuten esimerkiksi rangais-

kansainvälisesti pidetty tehokkaimpana tapana ehkäistä markkinoilla ilmeneviä väärinkäytöksiä. Eräänä keskeisenä syynä sisäpiiririkkomuksiin liittyvien sanktioiden vähäisyydelle on pidetty osaltaan juuri hallinnollisten ja siviilioikeudellisten sanktioiden puuttumista.[41]

Hallinnollisten sanktioiden käyttöä voidaan perustella useilla eri syillä. Hallinnollisella sanktiojärjestelmällä voidaan ensinnäkin pyrkiä täyttämään vastuujärjestelmässä olevaa aukkoa, joka jää rikosoikeudellisesti rangaistavien tekojen ja toisaalta sallittujen menettelytapojen välimaastoon.[42] Hallinnollisia sanktioita voidaan siten käyttää etenkin tilanteissa, joissa rikosprosessiin turvautuminen ei ole tarkoituksenmukaista, mutta kyseistä menettelyä tai laiminlyöntiä ei kuitenkaan voida pitää arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden turvaamisen näkökulmasta hyväksyttävänä.

Hallinnollisten sanktioiden etuna on, ettei niiden käyttö ole samassa määrin riippuvainen rikosoikeudelle ominaisista rajoituksista. Hallinnollisen seuraa-

---

tusmääräysmenettelyn puitteissa. Ks. tästä esimerkiksi tieliikennerikkomusten osalta Tolvanen 2002 s. 206–208.

Esimerkiksi Ruotsissa markkinoiden väärinkäytöksiin katsottiin olevan hallinnollisten seuraamusten sijaan tarkoituksenmukaisempaa puuttua rikosoikeudellisten seuraamusten soveltamisalaa laajentamalla. Ks. prop. 2004/05:142 s. 41–47.

[41] Ks. IOSCO 2003 ja IOSCO 2002, joissa edellytetään markkinoiden valvojalla tai muulla toimivaltaisella viranomaisella olevan käytössään myös hallinnollisia seuraamuksia.

Yhdysvalloissa siviilioikeudellisten ja hallinnollisten sisäpiirisäännösten soveltaminen ja täytäntöönpano on osoittautunut äärimmäisen hyödylliseksi ja vain hyvin harva sisäpiirisäännösten rikkominen käsitellään rikosoikeudellisen järjestelmän piirissä. Rikosprosessiin turvaudutaan lähinnä silloin, kun muiden vaihtoehtoisten menettelyjen ei katsota olevan riittävän tehokkaita muuttamaan rikkomuksen tekijän tulevaa toimintaa tai toimintaympäristöä. Ks. Newkirk – Robertson s. 8–10 sekä Reichman 1993 s. 87. Ks. myös Shapiro s. 190–193, jonka mukaan Yhdysvalloissa jo vuosina 1937–1977 ainoastaan 14 % niistä arvopaperirikkomuksista, joista oli mahdollisuus antaa rikosoikeudellinen seuraamus, annettiin oikeusministeriölle syytetoimia varten.

Yhdysvalloissa on myös kritisoitu eurooppalaista rikosoikeuteen painottuvaa sisäpiirisääntelyä ja sisäpiiridirektiiviä sen symbolisuudesta, joka ilmenee vähäisinä tuomioina. Ks. Newkirk – Robertson s. 7–8.

Ks. myös Rider 2000 s. 232–237, jossa kritisoidaan sitä, ettei esimerkiksi Englannissa kiinnitetty ollenkaan huomiota muihin kuin rikosoikeudellisiin sääntelykeinoihin sisäpiiririkoksia uudistettaessa vuonna 1993. Vuoden 2001 alussa voimaan tulleen lakiuudistuksen myötä myös Englannin valvontaviranomaisella (FSA) on nykyisin mahdollisuus antaa hallinnollisia sanktioita sekä myös itse nostaa rikossyytteitä.

Myös Kurenmaan s. 341 mukaan perinteinen rikosoikeuteen nojautuva lainvalvonta on harvassa valtiossa saanut aikaan merkittäviä tuloksia arvopaperimarkkinoiden valvonnassa, ainakaan rangaistuksilla mitattuna.

Ks. myös Lau Hansen 2003b s. 121, joka puoltaa rikossanktioiden korvaamista hallinnollisilla seuraamuksilla.

[42] Kurenmaan s. 363 mukaan hallinnolliset seuraamukset muodostaisivat varteenotettavan tavan käsitellä arvopaperimarkkinoilla ilmeneviä vähäisempiä rikkomuksia vakavampien tekojen jäädessä rikosoikeudellisten rangaistusten piiriin. Kyse olisi Kurenmaan mukaan nimenomaan rikosoikeudellisten keinojen täydentämisestä hallinnollisin keinoin eikä rikosoikeuden korvaamisesta niillä. Ks. samoin af Sandeberg 2003a s. 879.

musmenettelyn merkittävä ero rikosprosessiin nähden liittyy tekijän syyksiluettavuuden ja sen merkitykseen arviointiin. Huomattava osa markkinoilla ilmenevistä teoista ja laiminlyönneistä voi merkittävästi vahingoittaa markkinoiden luotettavuutta, vaikka kyseistä menettelyä ei yksittäistapauksessa voitaisi katsoa tarkoitukselliseksi. Vastuuarviointi voidaan hallinnollisten seuraamusten osalta suorittaa enemmän objektiivisten kriteerien nojalla, eikä vastuulta edellytettävän subjektiivisen syyksiluettavuuden tarvitse olla yhtä korkealla kuin rikosoikeudessa. Hallinnollisen seuraamusmenettelyn ominaispiirteenä verrattuna rikosprosessiin on myös matalampi näyttökynnys toiminnan syyksiluettavuudesta.[43]

Esimerkin rikosoikeudessa edellytetyn syyksiluettavuuden vaatimuksesta tarjoaa sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen uudistaminen RL:n kokonaisuudistuksen yhteydessä. Uudistuksen yhteydessä luovuttiin tekijäpiirin rajaamisesta, mutta tämän katsottiin samalla edellyttävän syyksiluettavuusedellytyksen tiukentamista.[44] Tekijän tietoisuutta tiedon sisäpiirintiedon luonteesta

---

[43] Rikosprosessissa edellytetään täyttä näyttöä eli niin vakuuttavaa näyttöä, ettei syyllisyydestä jää järkevää epäilyä (beyond any reasonable doubt). Virolainen – Pölönen 2003 s. 169.

Englannissa ns. market abuse -säännöksen laatimisen eräänä keskeisenä prosessuaalisena tavoitteena oli nimenomaan mahdollistaa rikosoikeudellista näyttöä matalamman näyttökynnyksen soveltaminen. Seuraamusprosessin oikeudenmukaisuudelle asetettavien vaatimusten ei hallinnollisessa prosessissa tarvitse vaadittavan näytön osalta olla yhtä korkeat kuin rikosprosessissa. Ks. Eadie s. 74–78 ja Jones – Johnstone s. 119–122.

Englannissa kyseiset markkinoiden väärinkäytökset (market abuse) on tosin luonteeltaan katsottu osin rikosoikeudellisiksi seuraamuksiksi. Tämän ei kuitenkaan ole katsottu tarkoittavan sitä, että näyttökynnys olisi niiden osalta yhtä korkea kuin rikosprosessissa. Markkinoiden väärinkäyttöä koskevissa prosesseissa on katsottu sovellettavan liukuvaa näyttökynnystä ja mitä vakavammasta väärinkäytöksestä on kyse, sitä korkeampaa näyttökynnystä tulee edellyttää. Alcock s. 29–30 ja 176. Ks. myös The Financial Services and Markets Tribunal Decision 29.3.2005 [Arif Mohammed and The FSA], jossa tuotiin esiin todennäköisyysnäytön riittävyys (”balance of probabilities”). Ratkaisun mukaan näyttövelvollisuus on sitä tiukempi, mitä vakavammasta väärinkäytöksestä on kyse (”sliding scale” principle).

Myös Yhdysvalloissa siviili- ja hallinnollisessa prosessissa näytöksi riittää, että syyllisyyttä voidaan pitää todennäköisempänä kuin syyttömyyttä (the preponderance of the evidence). Rikosprosessissa edellytettävä näyttö on sen sijaan asetettu huomattavasti korkeammalle (”beyond a reasonable doubt”). Ks. esim. Beatty et al. s. 158.

Ks. myös IOSCO 2003, jossa hallinnollisten sanktioiden yleisyyttä perustellaan juuri sillä, että arvopaperimarkkinoilla tapahtuvista väärinkäytöksistä on useimmiten lähes mahdotonta saada suoraa näyttöä (direct evidence). Hallinnollisen sanktioprosessin eduksi katsotaan nimenomaan se, että näytön arviointi voidaan suorittaa todennäköisyysarvioinnin perusteella (”balance of probabilities”).

[44] HE 254/1998 s. 11. Näin meneteltiin siitä huolimatta, että entisessä rangaistussäännöksessä ollut tekijäpiirin rajaus ei asiallisesti eronnut nykyisestä. Myös lainvalmisteluvaiheessa (HE 254/1998 s. 14) tämä otettiin huomioon toteamalla: ”Tekijäpiiriä koskeva muutos ei tosin ole kovin suuri. Jo nykyinen säännös koskee ketä tahansa sattumaltakin tiedon saanutta, jolla on syytä epäillä, että tieto on ilmaistu luvattomasti tai vahingossa.” Tästä huolimatta tekijäpiirin muodollisen laajentamisen katsottiin edellyttävän vastapainona syyksiluettavuuden tiukentamista, luopumalla sisäpiirin väärinkäytön tuottamuksellisesta tekomuodosta. Vielä Rikoslakiprojektin mietin-

haluttiin korostaa.[45] Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta ongelmallisena on kuitenkin voitu pitää juuri sitä, ettei lainsäädännössä ole kielletty ”tavallisesta” tuottamuksesta tehtyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä. Vaikka sisäpiirisäännösten rikkominen yksittäistapauksissa osoittaisikin ainoastaan ns. tavallista tuottamusta, on kyseinen menettely – etenkin markkinoiden sisäpiiriläisten osalta – omiaan heikentämään markkinoita kohtaan tunnettavaa luottamusta. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan kiellon suojelutarkoitus – markkinoiden luotettavuus ja puolueettomuus – edellyttää myös tavallisesta huolimattomuudesta tehdyn sisäpiirintiedon käytön ulottamista kielletyn menettelyn piiriin. MAD:n implementoinnin yhteydessä kyseinen ongelma poistui, sillä nykyisin myös tavallisesta huolimattomuudesta tehty sisäpiirintiedon käyttö on kielletty (AML 5:2).

Hallinnollisiin sanktiosäännöksiin liittyy myös muita etuja. Hallinnollisen sanktiosäännösten eräs olennainen etu verrattuna rikosoikeudellisiin seuraamussäännöksiin on mahdollisuus laatia hallinnolliset sanktiosäännökset riittävän joustaviksi. Rikostunnusmerkistöjen tavoitehakuista tulkintaa kaventavan laillisuusperiaatteen vuoksi liian joustavilla rikossäännöksillä ei usein yksittäistapauksissa kyetä riittävän tehokkaasti puuttumaan sinänsä rikossäännösten tavoitteiden vastaiseen toimintaan. Hallinnollisten seuraamussäännösten avoimuus ja tulkinnanvaraisuus eivät muodosta ainakaan yhtä merkittäviä ongelmia kuin rikosoikeudellisesta laillisuusperiaatteesta seuraa rikossäännösten soveltamisen yhteydessä.[46] Hallinnollisista sanktiosäännöksistä on niiden mahdollistaman joustavuuden vuoksi ainakin kahdenlaista etua suhteessa rikossäännöksiin. Ensinnäkin joustavilla hallinnollisilla sanktiosäännöksillä kyetään rikossäännöksiä paremmin turvaamaan säännösten tavoitteiden ja ”hengen” toteuttaminen, jota markkinoiden luotettavuus edellyttää. Toiseksi niillä kyetään paremmin ottamaan huomioon säännösten pysyminen markkinoiden nopean kehityksen perässä.[47]

---

nössä OLJ 3/1993 s. 37–38 tuottamuksellisten tekojen kriminalisointi katsottiin kuitenkin sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta perustelluksi siitä huolimatta, että rikoslainsäädännössä suhtaudutaan pidättyvästi tuottamuksellisten tekojen rangaistavuuteen. Perusteluina komitea esitti, että arvopaperimarkkinoilla toimitaan usein luottamukseen perustuvin toimeksiannoin, eikä aina ole jälkikäteen helppoa tai edes mahdollista selvittää toimenpiteiden tarkoitusperiä. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on pahimpia uhkia arvopaperimarkkinoiden toimivuudelle, minkä vuoksi voidaan asettaa tavallista ankarammat uhat myös selvästä huolimattomuudesta tehtyjen tällaisten väärinkäytösten varalle.

[45] HE 254/1998 s. 14.

[46] Ks. Frände 2005 s. 31, jonka mukaan laillisuusperiaate esiintyy kaikilla oikeudenaloilla, mutta sen toteutus on tiukinta rikosoikeudessa.

[47] Esimerkiksi Englannissa uusien markkinoiden väärinkäyttösäännösten tarkoituksena oli täyttää ne oikeusjärjestelmässä olleet aukot, joita entiset sisäpiirikaupankäyntiä ja markkinoiden manipulointia koskeneet rikossäännökset eivät – osin juuri niiden tulkinnanvaraisuudesta johtuen – olleet kattaneet. Väärinkäyttösäännösten laatimisen keskeisenä tavoitteena oli juuri pyrkimys säännösten mahdollisimman suureen joustavuuteen. Ks. Jones – Johnstone s. 121.

Hallinnollisen seuraamusjärjestelmän etuna suhteessa rikosprosessiin on myös prosessin nopeus.[48] Hallinnollinen seuraamusprosessi voidaan käynnistää nopeammin väärinkäytöksen tapahtumisen jälkeen ja myös ratkaista kohtuullisessa ajassa sen vireille tulosta. Prosessin nopeus on omiaan edistämään asian oikeaa ratkaisemista ja parantamaan asianosaisten oikeusturvaa.[49] Pitkittynyt rikosprosessi ja sen aiheuttama epävarmuus sekä kielteinen julkisuus voivat tutkinnan kohteena olevan henkilön ohella aiheuttaa tarpeetonta haittaa myös ulkopuolisille osapuolille ja markkinoille kokonaisuudessaan.

Markkinoiden tehokas toiminta edellyttää sanktiojärjestelmän kykyä reagoida kielteisiin menettelytapoihin mahdollisimman nopeasti. Sanktion välittömyys kuuluu läheisesti yhteen sanktiovarmuuden kanssa. Kansalaisten median välityksellä saama kuva pitkittyneestä rikosprosessista voi myös helposti johtaa kuvaan, ettei rikoksia ylipäätään selvitetä eikä tuomita.[50] Hallinnollista seuraamusjärjestelmää voidaan perustella myös sen kustannustehokkuudella.[51] Rikosjärjestelmän rinnalle otettava hallinnollinen seuraamusjärjestelmä säästää syyttäjän ja esitutkintaviranomaisten voimavaroja. Tämä puolestaan tehostaa kyseisten resurssien tarkoituksenmukaista suuntaamista vakavimpien tekojen selvittämiseen.[52]

---

[48] Ks. myös Koponen s. 11–12, jonka mukaan hallinnollisten seuraamusten käyttöä puoltavina ovat yleensä keskeisiä prosessuaaliset syyt. Rikosoikeudellisen järjestelmän toiminta kohtaa monimutkaisiin liiketaloudellisiin järjestelyihin perustuvissa teoissa lukuisia ongelmia. Koposen mukaan tällaisten tekojen selvittäminen esitutkinnassa on vaikeaa ja aikaa vievää. Samoin keskitetty käsittely suullisessa ja välittömässä pääkäsittelyssä on ongelmallista. Hallinnollisten sanktioiden sekä vahingonkorvausten ja rangaistusluonteen omaavien korvausten avulla voitaisiin Koposen mukaan päästä nopeampaan reagointiin ja parempaan kustannustehokkuuteen.

[49] Rikosprosessissa käsittelyn hitaudesta aiheutuvat epäkohdat ovat haitallisia sekä rikosvastuun toteutumisen ja asianosaisten oikeussuojan että prosessin käyttäytymistä ohjaavan funktion kannalta. Ks. prosessiekonomian periaatteesta Virolainen – Pölönen 2003 s. 176–178.

Ks. myös Frände 2004 s. 941, jonka mukaan etenkin silloin, kun valtio ei anna riittävästi resursseja talousrikosten tutkintaan muodostuvat vaikutukset rikoksesta epäillyille enemmän tai vähemmän kohtuuttomiksi. Fränden mukaan tällöin olisi ehkä parempi käyttää tehokasta hallinnollista toimenpidettä ilman todellisen oikeusturvan takeita.

Hallinnollisten sanktioiden eduksi on katsottu myös se, etteivät muut osapuolet kärsi menettelystä välttämättä samassa määrin kuin rikosprosessissa. Ks. Reichman 1993 s. 87.

[50] Frände 2005 s. 28.

[51] Ks. samoin af Sandeberg 2002 s. 126 ja af Sandeberg 2003 s. 879. Ks. myös Lappi-Seppälä 1998 s. 1297, jonka mukaan kriminaalipolitiikan yhtenä perustavoitteena oleva kontrollikustannusten minimointi edellyttää, että milloin muut näkökohdat sen sallivat, kriminaalipolitiikassa tulee pyrkiä taloudellisiin ja muutoinkin vähiten haittaa tuottaviin ratkaisuihin.

Ks. myös Asp s. 258–260, joka tuo esiin rikosseuraamusjärjestelmän kalleuden ja osittaisen tehottomuuden nyky-yhteiskunnassa.

[52] Ruotsissa sekä FI että Ekobrottsmyndigheten olisivat olleet valmiita luomaan rikosoikeusjärjestelmän rinnalle hallinnollisen seuraamusjärjestelmän sisäpiirintiedon väärinkäytön tehokkaaksi torjumiseksi. Tämä olisi niiden mukaan nopeuttanut rikkomuksiin puuttumista ja vapauttanut poliisi- ja syyttäjäviranomaisten resursseja. Ks. af Sandeberg 2003a s. 880–882.

Hallinnollista seuraamusjärjestelmää on arvioitava myös seuraamusten ennaltaehkäisevyyden näkökulmasta. Hallinnollisten sanktioiden ennaltaehkäisevä vaikutus suhteessa rikosprosessissa annettaviin seuraamuksiin ei välttämättä ole merkittävästi heikompi. Hallinnollisten sanktioiden käytön mahdollistaman kiinnijäämisriskin lisääntymisen ja sanktioiden julkisuuden luoman pelotevaikutuksen voidaan käytännössä usein jo olettaa riittävän normin rikkomisen ehkäisemiseen. Etenkin lievemmissä markkinoilla ilmenevissä väärinkäytöksissä hallinnollisilla sanktioilla ja niiden julkistamisuhalla voi olla riittävän tehokas ennaltaehkäisevä vaikutus markkinoilla ammattimaisesti toimivien osapuolten lainvastaisten menettelytapojen torjumiselle.[53]

Sanktioiden julkisuuden ennaltaehkäisevästä merkityksestä tarjoaa esimerkin tutkimus, jossa selvitettiin SEC:n suorittamien julkisten tutkimusten (investigations) vaikutusta tutkimusten kohteille. Tutkimuksen mukaan SEC:n listautumisantien järjestäjiin kohdistamilla julkisilla tutkimuksilla oli huomattavia välillisiä tai epäsuoria taloudellisia vaikutuksia listautumisantien järjestäjille sekä heidän asiakkailleen. SEC:n tutkimusten aiheuttamien välittömien selvitys- ja puolustuskustannusten lisäksi julkistetut tutkimukset aiheuttavat välillisiä kustannuksia järjestäjien heikkenevän maineen kautta. Tutkimusten kohteena olleiden järjestäjien entisten sekä niiden nykyisten asiakkaiden osakkeiden arvostuksen todettiin myös alenevan (julkistettujen) tutkimusten seurauksena. Erityisesti IPO-markkinoilla toimineiden järjestäjien tai merkintätakaajien (underwriter) ja niiden asiakkaiden maine oli altis vahingoittumaan SEC:n käynnistämien julkisten tutkimusten johdosta. SEC:n tutkimusten katsottiin lisäävän markkinoiden ja sijoittajien epävarmuutta listautuneesta yhtiöstä sekä listautumisen yhteydessä annetun että siitä tulevaisuudessa annettavan informaation oikeellisuudesta. SEC:n onkin katsottu käyttävän valvonnassaan

---

Ks. myös Pöysti s. 274, jonka mukaan hallinnolliset sanktiot systemaattisena järjestelmänä mahdollistavat rikosoikeuden vapauttamisen rikosoikeudellisen järjestelmän legitimiteettiä rasittavista ja siten sille huonosti sopivista tehostetehtävistä. Tällöin rikosoikeuden voimakasta symbolifunktiota ja siihen liittyviä preventiovaikutuksia voidaan käyttää tehokkaammin kuin mitä rikosoikeudellista järjestelmää ylikuormitettaessa olisi mahdollista saavuttaa.

[53] Rikkomusten ja niitä koskevien sanktioiden julkistamisen tehokkuus kohdistuu tehokkaammin markkinoilla ammattimaisesti toimiviin osapuoliin kuten pörssiyhtiöihin, sijoituspalveluyrityksiin tai suuriin ammattimaisiin sijoittajiin, eikä sen sijaan yksittäisiin sijoittajiin, joille julkisuuskuvan säilyttämisellä ei ole samanlaista merkitystä.

Ks. myös Eide s. 351, jonka mukaan epämuodollisilla sanktioilla, kuten kielteisellä julkisuudella ja henkilön sosiaalisen ympäristön reaktioilla voi usein olla suurempi merkitys kuin virallisilla seuraamuksilla. Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 179–180, joka korostaa sanktioiden julkistamisen merkitystä.

Ks. myös Suomen Pörssisäätiön kyselytutkimus, jonka mukaan kotitalouksien merkittävin valintakriteeri sijoitusrahaston valinnalle oli nimenomaan sijoitusrahaston hyvä maine. Kyseinen valintakriteeri oli siten mm. rahaston historiallista tuottoa, rahaston tunnettavuutta ja rahaston hallinnointipalkkioita merkittävämpi valintakriteeri. Suomen Pörssisäätiö 2003.

tutkimustensa julkistamista hyväksi ennaltaehkäisevänä keinona, johtuen lähinnä sen rajallisista resursseista.[54]

Toisessa tutkimuksessa selvitettiin puolestaan listayhtiöille ja niiden johtohenkilöille annettujen välittömien ja välillisten seuraamusten suhdetta. Vuosina 1978–2002 listayhtiöille ja niiden palveluksessa olleille johtohenkilöille annettujen välittömien taloudellisten seuraamusten kokonaissumma oli yhteensä ollut n. 25 miljardia dollaria. Tutkimuksen mukaan yhtiöiden mainekustannukset (yhtiön osakkeen arvon lasku) olivat kuitenkin olleet 12-kertaiset suhteessa välittömiin taloudellisiin sakko- ja vahingonkorvausseuraamuksiin. Tiedonantovelvollisuuksien rikkomisesta yhtiölle aiheutuvista kokonaiskustannuksista vain 5 % aiheutui välittömistä oikeudellisista seuraamuksista. Kirjanpitoon tehdyistä alaskirjauksista aiheutuvien kustannusten osuus oli 29 % ja mainekustannusten 66 %. Tutkinnan kohteeksi joutuneiden yhtiön keskimääräinen yhden päivän kurssilasku tutkimusten julkistamisen seurauksena oli 13 %. Tätä ennen yhtiöiden kurssi oli laskenut keskimäärin jo 25 %, jonkin tutkimusta ennakoivan tiedon julkistamisen seurauksena.[55]

Hallinnolliset seuraamusvaihtoehdot ovat saaneet kannatusta myös markkinaosapuolien keskuudessa. Suomalaisille pörssiyhtiöille ja sijoituspalveluyrityksille suunnatussa kyselytutkimuksessa vastaajia pyydettiin arvioimaan eri keinojen toimivuutta arvopaperimarkkinarikosten ehkäisyssä ja vähentämisessä. Annetuista vastauksista oli muodostettavissa selkeä johtopäätös, jonka mukaan Ratan mahdollisuuksia väärinkäytöksiin puuttumiseksi sekä sanktioiden käyttämiseksi tuli lisätä. Toimivimpina pidettyjen ennaltaehkäisykeinojen joukossa olivat Ratan valvonnan tehostaminen, taloudellisten ja hallinnollisten sanktioiden käyttöönotto, itsesääntelyn kehittäminen, Ratan valtuuksien ja sanktiomahdollisuuksien lisääminen sekä rikkomusten tehokkaampi julkistaminen. Vähiten kannatusta saivat sen sijaan rikoslain rangaistussääntöjen ankaroittaminen sekä syyttämiskynnyksen alentaminen.[56]

Useiden maiden valvontaviranomaisilla on käytössään hyvin laajat valtuudet käyttää hallinnollisia ja siviilioikeudellisia sanktioita.[57] Yhdysvalloissa sikäläisellä valvontaviranomaisella (SEC) on myös huomattavan itsenäinen harkintavalta eri seuraamusvaihtoehtojen valinnassa. SEC voi ensinnäkin vaatia

---

54 Ks. Beatty et al. s. 151 ss.

55 Ks. Karpoff et. al. s. 1 ss.

56 Ks. Häyrynen 2002 s. 167–180.

57 Siviilioikeudellisten sanktiovaltuuksien myöntämistä valvontaviranomaisille on perusteltu erityisesti sillä, ettei yksittäisten sijoittajien ole mielekästä ja kannattavaa ajaa vahingonkorvauskanteita omaan lukuunsa. Tämä johtuu siitä, että vahinkoa ovat usein kärsineet hyvin monet yksittäiset sijoittajat, eikä vahingonaiheuttajalla siten usein olisi edes mahdollisuutta maksaa kaikkien kärsimää vahinkoa. Maksettavaksi tuomittava korvaus jakaantuisi myös niin monelle sijoittajalle, että yksittäisen vahingonkärsijän tosiasiassa saama korvaus muodostuisi vähäiseksi. Vahingonkorvauskanteiden ajamisesta aiheutuvat kustannukset olisivat myös liian korkeita suhteessa mahdollisesti saataviin korvauksiin. Ks. IOSCO 2003.

oikeudessa sekä rikkomuksiin syyllistyneille luonnollisille henkilöille että oikeushenkilöille erityisiä siviilioikeudellisia kieltotuomioita (injunctions). Kyseisten kieltotuomioiden tavoite on toimia ennaltaehkäisevinä kieltoina ja varoituksina tulevia rikkomuksia silmällä pitäen. Mikäli kieltotuomion saanut henkilö myöhemmin rikkoo saamaansa kieltotuomiota, voi tästä olla seurauksena siviilioikeudellisia sakkoja tai rikosoikeudellinen seuraamus. Kieltotuomion saaneelle yritykselle voidaan myös asettaa velvollisuus tehdä tarvittavia muutoksia yrityksen organisaatiorakenteissa ja henkilöstössä. Lisäksi SEC voi velvoittaa yritystä ottamaan käyttöön menettelytapoja, joiden tarkoitus on ennaltaehkäistä tulevia väärinkäytöksiä. Siviilioikeudellisena rangaistuksena SEC voi myös velvoittaa säännösten rikkojaa palauttamaan saamansa laittoman hyödyn.[58]

Nimenomaan hallinnollisiksi sanktioiksi määriteltäviä seuraamuksia SEC voi puolestaan antaa ainoastaan silloin, jos rikkomuksen tekijä on markkinoilla toimiva ammattimainen ja rekisteröity osapuoli eli esimerkiksi arvopaperinvälittäjä. Kyseiset sanktiot tuomitaan erityisessä hallinnollisessa käsittelyssä, jossa SEC itse toimii kantajana. Hallintotuomari voi antaa vastaajalle julkisen moitteen, asettaa rajoitteita vastaajan toiminnalle tai peruuttaa vastaajan toimiluvan. SEC voi myös asettaa vastaajan maksettavaksi taloudellisia sakkoja.[59] Siviilioikeudellisten ja hallinnollisten sanktioiden lisäksi SEC voi luovuttaa tutkimuksensa oikeusministeriölle rikosoikeudellista syyteharkintaa varten.[60]

Käytännössä suurin osa (90 %) SEC:n käynnistämistä tutkimuksista ratkaistaan kuitenkin SEC:n ja epäillyn välisellä sopimuksella (settlement), jossa vastaaja hyväksyy SEC:n päätöksen ja sen sisältämän seuraamuksen myöntämättä tai kiistämättä syyllisyyttään itse lain vastaiseen menettelyyn.[61] SEC:n

---

58 Beatty et al. s. 159.

59 Newkirk – Robertson s. 9 ja Reichman 1993 s. 85–86.

60 Beatty et al. s. 159.

61 Ks. Szockyj s. 228–238. Käytännössä suuressa osassa myös rikosprosessissa käsiteltävistä sisäpiiritapauksissa epäilty solmii valtion kanssa erityisen sopimuksen (plea agreement). Sopimus edellyttää epäillyltä yhteistyötä valtion viranomaisten kanssa ja toisin kuin SEC:n kanssa tehdyssä sopimusratkaisussa (settlement) syyllisyyden ainakin osittaista myöntämistä. Sopimuksen seurauksena tekijän menettelyä arvioidaan tuomioistuimessa lievemmin. Yhdysvalloissa rikostutkinnan kohteena olevan luonnollisen tai oikeushenkilön rangaistusta voidaan alentaa, mikäli tutkinnan kohteena oleva osapuoli on mm. toiminut yhteistyössä rikoksen tutkinnassa sekä selkeästi myöntänyt vastuunsa tapahtuneesta rikoksesta. Kyseiset säännöt sisältyvät tuomioistuimille annettuun erityiseen tuomitsemisohjeeseen (The U.S. Sentencing Commission's guidelines). Yhdysvalloissa lähes kaikki varsinaiseen rikostuomioon johtaneet sisäpiirisyytteet ovat perustuneet ainakin osittain yhteistyöhön suostuneiden epäiltyjen ja todistajien antamiin todistajanlausuntoihin. Ks. Punch s. 149, Reichman 1993 s. 84, Bologna – Shaw s. 179–181 sekä Newkirk – Robertson s. 9.

Ks. myös FSA Report 2005 s. 9 ja 50–57, jonka mukaan Englannin FSA tekee sopimuksen (settlement) yli 80 %:ssa kurinpitoratkaisuistaan. FSA aikoo tulevaisuudessa ottaa käyttöön lisäksi erityisen alennusjärjestelmän, jonka mukaan vastaaja voi kyseisissä sopimusratkaisussa saada 5–30 %:n alennuksen tuomittavasta taloudellisesta seuraamuksesta. Annettavan seuraamuksen määrään vaikuttaa lisäksi vastaajan yhteistoiminta FSA:n tutkimuksissa. Järjestelmää FSA perustelee sen kustannustehokkuudella sekä FSA:lle että sen valvomalle toimialalle sekä sillä, että ratkaisut

pyrkimyksenä on lähes aina ennen julkisten ja virallisten tutkimusten käynnistämistä ja sanktioprosessiin ryhtymistä päästä tutkimuksen kohteen kanssa sopimukseen menettelyn seurauksista. SEC käynnistää virallisen ja muodollisen tutkimuksen ainoastaan silloin, jos SEC:ä tyydyttävään sopimukseen ei ole päästy tai mikäli SEC katsoo siihen muuten olevan aihetta. Virallisten tutkimusten aloittaminen on myös julkistettava. SEC voi myös luovuttaa tutkimustensa tulokset itsesääntelyelimille, kuten pörssille ja arvopaperivälittäjien yhdistykselle (NASD) mahdollisia jatkotoimenpiteitä varten. [62]

Myös Englannissa arvopaperimarkkinoiden valvojan (FSA) tutkinta- ja sanktiovaltuuksia uudistettiin merkittävästi vuonna 2000. Valtuudet muistuttavat jossain määrin SEC:n vastaavia oikeuksia. Englannissa voimassa olevan market abuse -säännöksen vastainen menettely on siviilioikeudellinen rikkomus. Kyseisen säännöksen soveltamisala kattaa sisäpiirintiedon väärinkäytön, kurssimanipulaation sekä harhaanjohtavien tietojen levittämisen markkinoille. FSA:lla on mahdollisuus hallinnollisina tai siviilioikeudellisina sanktioina määrätä julkinen moite, korvaava maksuseuraamus tai taloudellinen maksuseuraamus. Hallinnollisten sanktioiden suuruutta ei laissa ole rajoitettu. Lisäksi valvoja voi hakea tuomioistuimessa siviilioikeudellisten vahingonkorvausten tuomitsemista tai saadun hyödyn palauttamista. FSA voi myös nostaa ja ajaa itse rikosoikeudellisia syytteitä. Valvottavilleen se voi lisäksi langettaa kurinpidollisia seuraamuksia.[63]

FSA:n tutkimat ja etenkin sen seuraamusprosessiin viemät tapaukset ovat radikaalisti vähentyneet vuodesta 2000 vuoteen 2005 mennessä. Annettujen sakkojen suuruus on sen sijaan huomattavasti noussut. FSA korostaa heidän säännösten noudattamisen valvonnan (enforcement) painottuvan nykyisin riskiperusteiseen valvontaan ja säännösten toimeenpanoon. Rajallisista resursseista johtuen FSA keskittyy valvonnassaan ja säännösten toimeenpanossa valvontatavoitteidensa saavuttamisen kannalta vain keskeisimpiin kysymyksiin. Tämän seurauksena valvonnassa puututaan vakavimpiin tapauksiin tai tapauksiin, joilla halutaan ennaltaehkäistä samanlaisten tapausten uusiutumis-

---

saadaan annettua nopeammin. Tällöin myös vahinkoa mahdollisesti kärsineet sijoittajat voivat saada korvauksia entistä nopeammin.

Yhtenä riittävän näytön saamiseen vaikuttavana tekijänä Suomessa on se, ettei rikosprosessissamme ole yleisesti asetettu epäillyille tehokkaita kannusteita antaa asiaan liittyviä olennaisia tietoja esitutkintaviranomaisille. Rangaistuksen lieventämisperusteena on kuitenkin RL 6:6.1,3:ssa mainittu tekijän pyrkimys edistää rikoksensa selvittämistä. Ks. myös KKO 1998:162, jossa lieventämisperusteen todettiin koskevan vain tekijän oman rikoksen eikä muiden tekijäkumppanien osallisuuden selvittämistä. Ks. myös VKS 2000:1, jonka mukaan rikoksentekijän oma aktiivisuus rikoksensa selvittämisen edistämiseen voi vaikuttaa syyttäjän kokonaisharkintaan, vaikka tekijän pyrkimys edistää rikoksensa selvittämistä ei olekaan nimenomainen syyttämättä jättämisen peruste.

Ruotsissa on esitetty Yhdysvaltalaisessa oikeusjärjestelmässä käytetyn plea bargaining -menettelyn tyyppisen järjestelmän käyttöönottoa erityisesti talousrikosten osalta. Ks. SOU 2004:47 summary p. 71.

62 Beatty et al. s. 158–159.

63 Ks. esim Herbst et al. s. 128, Rider 2000 s. 243–244 ja Lomnicka s. 301.

ta taikka joilla muuten on keskeinen merkitys markkinoille tai siellä toimiville sijoittajille. Vuosina 2000–2001 FSA antoi vuosittain keskimäärin 70–80 sakkoseuraamusta, kun vastaava lukumäärä vuonna 2004 oli ainoastaan 31. Sakkojen yhteismäärä oli sitä vastoin vuonna 2000 n. 6 miljoonaa puntaa, kun se vuonna 2004 oli n. 22 miljoonaa puntaa.[64]

8.2.1 Ratan julkinen huomautus ja varoitus

Rahoitustarkastuksesta annettua lakia uudistettaessa (587/2003) Ratan valvontavaltuuksien katsottiin olevan suurelta osin jälkikäteiseen reagointiin painottuvia, peruuttamattomuutta korostavia ja käyttötavoiltaan raskaita. Ratalla ei katsottu olevan sellaisia valtuuksia, joita olisi voitu käyttää erityisesti pienempien rikkomusten kohdalla silloin, kun ne eivät olisi edellyttäneet esimerkiksi toimiluvan peruuttamista tai kun uhkasakon asettaminen ei olisi ollut tarkoituksenmukaista. Ratan toimivaltuuksia katsottiin olevan tarve kehittää.[65] Lakiin Rahoitustarkastuksesta lisättiin säännökset Ratan oikeudesta antaa julkisia huomautuksia ja varoituksia. Kyseisten seuraamusten kohteena olivat aluksi Ratan valvottavat, muut rahoitusmarkkinoilla toimivat yhteisöt sekä sellaiset rahoitusmarkkinoilla toimivat luonnolliset henkilöt, joille rahoitusmarkkinalainsäädännössä on asetettu erityisiä velvollisuuksia.

Julkista huomautusta koskevan RataL 25.1:n mukaan Rata voi antaa valvottavalle ja muulle rahoitusmarkkinoille toimivalle yhteisölle ja säätiölle julkisen huomautuksen, jos tämä tahallaan tai huolimattomuudesta menettelee rahoitusmarkkinoita koskevien säännösten tai niiden nojalla annettujen määräysten taikka toimilupansa ehtojen vastaisesti. Rahoitusmarkkinoita koskevilla säännöksillä tarkoitetaan RataL 1 §:n perusteluissa mainittuja lakeja ja niiden nojalla annettuja asetuksia.[66] Rahoitusmarkkinoita koskevien säännösten nojalla annetuilla määräyksillä tarkoitetaan Ratan antamia sitovia määräyksiä. Ratan uuteen määräyskokoelmaan sisältyvät standardit ovat lain tarkoittamia määräyksiä siltä osin, kuin ne ovat sitovia. Standardien suositus- ja perusteluosioita ei sen sijaan voida pitää sitovina.[67]

RataL 25.2:ssa säädetään julkisen huomautuksen antamisesta rahoitusmarkkinoilla toimivalle luonnolliselle henkilölle. Julkinen huomautus voidaan antaa

---

[64] Ks. FSA Report 2005 s. 7, Tiner sekä FSA Financial Penalties.

[65] HE 175/2002 s. 6, 24 ja 31.

[66] Ks. HE 175/2002 s. 38 ja 63. Lakimuutoksella (30.12.2004/1311) julkisen huomautuksen ja varoituksen soveltamisala laajennettiin koskemaan myös kansainvälisten tilinpäätösstandardien (IAS/IFRS-standardit) vastaista menettelyä. Ks. HE 209/2004 s. 17.

[67] Rata määräysten puutteena voitiin ennen uudistusta pitää juuri sitä, ettei niiden noudattamisen tehostamiseksi oltu säädetty seuraamuksia.

1 momentissa säädetyin edellytyksin RataL 6 §:ssä tarkoitetuille luonnollisille henkilöille, jos nämä menettelevät heitä henkilökohtaisesti velvoittavien rahoitusmarkkinoita koskevien säännösten tai niiden nojalla annettujen määräysten vastaisesti. RataL 6 §:ssä kyseisinä henkilöryhminä on mainittu meklarit ja arvopaperinvälittäjän palveluksessa olevat muut henkilöt, sisäpiirisäännöksissä mainitut ilmoitusvelvolliset, julkisen ostotarjouksen tekijät ja lunastusvelvolliset osakkeenomistajat, liputusvelvolliset sekä Ratan valvottavan omistuksesta ilmoitusvelvolliset.

Rahoitusmarkkinoilla toimivien luonnollisten henkilöiden osalta säännöksen ongelmana on osin ”henkilökohtaisten velvoitteiden” määrittely. Sanalla ”henkilökohtaisesti” velvoittava voidaan ensinnäkin katsoa tarkoitetun erottaa luonnollista henkilöä velvoittavat säännökset oikeushenkilöä koskevista säännöksistä. Esimerkiksi AML 2:7:ssä liikkeeseenlaskijalle asetettu velvollisuus julkistaa arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot on kohdistettu liikkeeseenlaskijalle oikeushenkilönä, eikä sen puolesta toimiville luonnollisille henkilöille. Näin tulkittuna julkinen huomautus tai varoitus voidaan antaa RataL 6 §:ssä tarkoitetulle luonnolliselle henkilölle häntä henkilökohtaisesti velvoittavien säännösten rikkomisesta riippumatta siitä, velvoittaako säännös muita luonnollisia henkilöitä. Julkista huomautusta koskevan säännöksen perusteluissa on toisaalta katsottu Ratalla olevan oikeus määrätä hallinnollisia seuraamuksia sellaisille rahoitusmarkkinoilla toimiville luonnollisille henkilöille, kuten meklareille, joille rahoitusmarkkinalainsäädännössä on asetettu *erityisiä* velvollisuuksia.[68] Kyseisestä perustelusta johdettavan supistavan tulkinnan mukaan Ratan julkista huomautusta tai varoitusta ei siten voitaisi antaa yleisten, kaikkia henkilöitä koskevien velvollisuuksien rikkomisesta, vaikka tekijänä olisikin RataL 6 §:ssä tarkoitettu meklari tai ilmoitusvelvollinen.[69]

MAD:n implementoinnin yhteydessä julkisen huomautuksen ja varoituksen soveltamisalaa laajennettiin. Julkista huomautusta koskevaan säännökseen lisättiin uusi momentti, jonka mukaan Rata voi määrätä julkisen huomautuksen myös muulle kuin valvottavalleen tai muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle. RataL 25.3 mukaan: ”*Julkinen huomautus voidaan antaa myös muulle henkilölle, joka laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa säädetyllä tavalla arvopaperimarkkinalain tai sen nojalla annettuja markkinoiden väärinkäyttöä taikka julkisen kaupankäynnin kohteena olevan tai sen kohteeksi haetun arvopaperin*

[68] Ks. HE 175/2002 s. 31 ja 63, jossa puhutaan sellaisten velvollisuuksien rikkomisesta, jotka lainsäädännössä on asetettu *suoraan* tällaiselle henkilölle.

[69] Esimerkiksi AML 4:1:ssä säädetty velvollisuus hyvän tavan noudattamisesta arvopaperien kaupassa koskee lähtökohtaisesti kaikkia markkinoilla toimivia osapuolia, eikä ainoastaan arvopaperinvälittäjiä ja heidän palveluksessaan olevia.

arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevia säännöksiä. Luonnolliselle henkilölle julkinen huomautus voidaan antaa, jos tämä menettelee häntä henkilökohtaisesti velvoittavien säännösten tai määräysten vastaisesti."

Uusi säännös ulottaa Ratan julkisen huomautuksen soveltamisalan siten kaikkiin luonnollisiin henkilöihin ja oikeushenkilöihin, jotka menettelevät kyseisten säännösten vastaisesti. Kyseisen muulle henkilölle annettavan huomautuksen soveltamisala on kuitenkin rajattu ainoastaan AML:n tai sen nojalla annettujen markkinoiden väärinkäyttöä taikka julkisen kaupankäynnin kohteena olevan tai sen kohteeksi haetun arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevien säännösten vastaiseen menettelyyn. Säännöksen soveltamisalan on siten tarkoitettu ulottuvan AML 2 ja 5 lukujen vastaiseen menettelyn.

Luonnolliselle henkilölle annettavan julkisen huomautuksen edellytyksenä on yhä se, että tämä menettelee häntä henkilökohtaisesti velvoittavien säännösten tai määräysten vastaisesti. Henkilökohtaisesti velvoittavia säännöksiä katsotaan lain perusteluissa olevan muun muassa AML 5:2:ssä säädetty kielto käyttää sisäpiirintietoa ja AML 5:12:ssä säädetty kielto vääristää arvopaperin kurssia.[70] Henkilökohtaisen velvoitteen käsitettä on siten katsottava tarkoitetun tulkita edellä käsitellyn laajemman tulkinnan mukaan. Julkinen huomautus tai varoitus voidaan antaa luonnolliselle henkilölle häntä henkilökohtaisesti velvoittavien säännösten rikkomisesta riippumatta siitä, velvoittaako kyseinen säännös myös muita luonnollisia henkilöitä.

Julkista huomautusta ei voida antaa, jos valvottava tai muu rahoitusmarkkinoilla toimiva on oma-aloitteisesti ja välittömästi virheen havaittuaan ryhtynyt asiassa korjaaviin toimenpiteisiin (RataL 25.4). Välittömyydeltä voidaan lähtökohtaisesti edellyttää sitä, että henkilö on ilman viivytystä ryhtynyt konkreettisiin toimenpiteisiin virheen korjaamiseksi. Korjaaviin toimenpiteisiin ryhtymistä ei puolestaan voida pitää oma-aloitteisina esimerkiksi enää sen jälkeen, kun Rata on menettelyn johdosta ollut yhteydessä säännöstä rikkoneeseen henkilöön. Vaikka korjaaviin toimenpiteisiin ryhtyminen säännöksen mukaan estää huomautuksen antamisen, rajoituksen ei voida katsoa soveltuvan tapauksiin, joissa henkilö on tietoisesti menetellyt säännösten vastaisesti.

Julkinen varoitus on tarkoitettu julkista huomautusta ankarammaksi seuraamukseksi. Rata voi RataL 26 §:n mukaan antaa RataL 25 §:ssä määritellyille tahoille julkisen varoituksen, mikäli 25 §:ssä tarkoitettu menettely tai laiminlyönti on ollut jatkuvaa tai toistuvaa taikka muuten niin moitittavaa, ettei julkista huomautusta ole pidettävä riittävänä seuraamuksena. Säännöksen perustelujen mukaan julkinen varoitus voi esimerkiksi edeltää toimiluvan peruuttamista tai toiminnan rajoittamista sellaisessa tilanteessa, jossa välitön toimiluvan peruuttami-

[70] Ks. HE 137/2004 s. 80.

nen tai toiminnan rajoittaminen vaikuttaa liian ankaralta toimenpiteeltä. Perustelujen mukaan varoitus voidaan antaa myös huomautuksen jälkeen esimerkiksi silloin, kun tilanne ei ole korjaantunut julkisen huomautuksen antamisesta huolimatta.[71] Julkisen varoituksen edellytykseksi ei kuitenkaan ole asetettu kohteelle jo aiemmin annettua julkista huomautusta.

Säännöksen perusteluissa ei ole lainkaan arvioitu menettelyn tai laiminlyönnin ”muulle moitittavuudelle” asetettavia edellytyksiä. Moitittavuuden arvioinnissa keskeisenä voidaan pitää huomion kiinnittämistä menettelyllä rikotun säännöksen tai määräyksen merkittävyyteen, tekijän asemaan sekä tekijän toiminnan moitittavuuteen. Säännöksen tai määräyksen merkittävyyden arvioinnissa voidaan keskittyä sen noudattamatta jättämisen aiheuttamiin riskeihin. Arvioinnissa voidaan kiinnittää huomio esimerkiksi menettelyllä tai laiminlyönnillä vaarannettujen etujen tärkeyteen sekä tosiasiallisten vahinkojen todennäköisyyteen. Huomiota voidaan kiinnittää myös siihen, kuinka merkittävästi menettely tai laiminlyönti on omiaan heikentämään tai vaarantamaan rahoitusmarkkinoiden sääntelylle asetettujen tavoitteiden toteutumista, kuten luottamuksen säilyttämistä markkinoihin.

Moitittavuuden arviointiin vaikuttavat myös tekijän asema ja se, miten tietoisesti tai huolimattomasti henkilö on tilanteessa toiminut. Tekijän toiminta voidaan katsoa sitä moitittavammaksi, mitä keskeisemmässä tai vastuullisemmassa asemassa hän on toiminut. Moitittavuutta osoittaa myös se, jos kyseinen menettely tai laiminlyönti on tehty tahallisesti taikka törkeästä huolimattomuudesta. Moitittavuuden arvioinnissa voidaan ottaa huomioon lisäksi se, onko menettelyllä tai laiminlyönnillä tavoiteltu hyötyä tai henkilökohtaista etua.

Ongelmallisena voidaan osin pitää sitä, ettei oikeushenkilön menettelyn moitittavuuteen liitettävistä seuraamusvastuun edellytyksistä ole säädetty selkeästi.[72] Julkinen huomautus ja varoitus sekä seuraavassa luvussa käsiteltävä seuraamusmaksu voidaan antaa yhteisölle, jos tämä tahallaan tai huolimattomuudesta menettelee säännösten vastaisesti. Julkista huomautusta ja varoitusta koskevan säännöksen perustelujen mukaan edellytyksenä on, että valvottavan johto on tiennyt tai sen olisi pitänyt tietää rikkomuksesta tai laiminlyönnistä, taikka että johto on laiminlyönyt valvontavelvollisuutensa.[73] Seuraamusmaksua koskevan säännöksen perusteluissa todetaan sen sijaan rikosoikeudellista yhteisövastuuta muistuttavasti oikeushenkilölle annettavan seuraamuksen edellytyksenä olevan,

---

[71] HE 175/2002 s. 31 ja 64.

[72] Säännöksen perustelut jättävät epäselväksi myös sen, pidetäänkö oikeushenkilöä rikkomuksen tai laiminlyönnin varsinaisena tekijänä toisin kuin oikeushenkilön rikosoikeudellisen rangaistusvastuun piirissä.

[73] HE 175/2002 s. 63

että teko tai laiminlyönti on tehty oikeushenkilön puolesta tai hyväksi ja tekijä on kuulunut oikeushenkilön johtoon tai on ollut työsuhteessa oikeushenkilöön taikka on toiminut oikeushenkilön edustajalta saamansa toimeksiannon perusteella. Seuraamusmaksun määrääminen edellyttää lisäksi, että oikeushenkilön johto on tiennyt tai sen olisi pitänyt tietää teosta tai laiminlyönnistä.[74]

Hallinnollisen seuraamuksen antamiselta oikeushenkilölle tulee edellyttää oikeushenkilön syyllisyyttä. Säännösten perusteluissa ilmaistua syyksiluettavuuden vaatimusta ”tiesi tai olisi pitänyt tietää” tulee tulkita siten, että syyllisyys perustuu johdon tekemiseen, osallisuuteen tai laiminlyöntiin teon ehkäisemiseksi. Oikeushenkilön seuraamusvastuu voi siten oikeushenkilön rikosoikeudellisen rangaistusvastuun tavoin perustua joko johdon välittömään myötävaikutukseen tai oikeushenkilön laiminlyöntiin perustuvaan tuottamusvastuuseen (ns. isännänvastuu). Tuottamusvastuun osalta tulee edellyttää myös sitä, että oikeushenkilön velvollisuuksien laiminlyönti on joko tehnyt säännösten rikkomisen mahdolliseksi tai ainakin olennaisesti lisännyt rikkomuksen mahdollisuutta. Velvollisuuksien rikkomista on tarkasteltava siitä näkökulmasta, olisiko laiminlyödyn velvollisuuden täyttämisellä ollut merkitystä juuri kyseisen säännöksen vastaisen menettelyn ehkäisemisessä.

8.2.2 Seuraamusmaksu

Ratan käytettävissä olevia seuraamuksia ei MAD:n implementoinnin yhteydessä kaikilta osin pidetty riittävinä tai seuraamusten ei katsottu olevan oikeassa suhteessa moitittavaan menettelyyn. Rikosoikeudellista seuraamusta tai toimiluvan peruuttamista pidettiin tietyissä tapauksissa liian ankarana seuraamuksena. Ratalta katsottiin puuttuvan ennen kaikkea välittömät taloudelliset seuraamukset. Lain perustelujen mukaan taloudellisilla seuraamuksilla voi olla ennaltaehkäisevä merkitys paitsi henkilöille, jotka eivät toimi ammattimaisesti rahoitusmarkkinoilla, myös markkinoilla ammattimaisesti toimiville osapuolille, joiden lain ja säännösten noudattamiseen vaikuttavat keskeisesti taloudelliset intressit. Uskottavan, yleisesti hyväksyttävän ja oikeamittaisen seuraamusjärjestelmän saavuttamiseksi pelkkien julkisten huomautusten ja varoitusten käyttöä ilman välitöntä taloudellisten seuraamusten uhkaa ei säännöksiä uudistettaessa katsottu riittäväksi.[75]

---

[74] HE 137/2004 s. 81.

[75] Ks. HE 137/2004 s. 34–35.
Seuraamusmaksun tehokkuus- ja tarkoituksenmukaisuusperustelujen voidaan katsoa olevan osin samat kuin kilpailunrikkomismaksun käyttöönoton yhteydessä aikanaan esitetyt. Hallinnollista maksuseuraamusta perusteltiin tuolloin mm. sillä, että tuomioistuimissa käsitellyt harvat kilpailunrajoitusrikokset olivat johtaneet vain lieviin sakkorangaistuksiin, joilla ei voitu katsoa olevan

Taloudellisten seuraamusten tarvetta voidaan perustella myös MAD:n asettamilla velvoitteilla. MAD 14 artiklan mukaan direktiivin nojalla annettujen säännösten rikkomisesta on säädettävä hallinnollisia seuraamuksia, joiden on oltava tehokkaita, oikeasuhteisia ja varoittavia. Seuraamusten on oltava oikeassa suhteessa rikkomuksen vakavuuteen ja saavutettuun hyötyyn. Hallinnollisten toimenpiteiden ja seuraamusten tulisi olla myös tietyssä määrin yhdenmukaisia eri jäsenvaltioissa.[76] MAD:n voidaan siten tulkita asettavan jäsenvaltioille velvollisuuden säätää hallinnollisia sanktioita mahdollisista rikosseuraamuksista riippumatta.[77]

Ruotsissa hallinnollisia seuraamuksia voidaan MAD:n implementoinnin jälkeenkin soveltaa vain tiettyihin väärinkäytöksiin. Tällaisia ovat mm. sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuuksien, sisäpiirirekisterin ylläpitovelvollisuuksien, listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuksien sekä sijoitusanalyysien esittämisvelvollisuuksien rikkominen. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ja kurssin vääristämiseen soveltuvat yhä ainoastaan rikosoikeudelliset seuraamukset.[78] Lakiesityksen mukaan hallinnollisesti sanktioitavat rikkomukset eivät saisi olla niin vakavia, että niihin puuttuminen edellyttäisi rikosseuraamuksia. Hallinnollisia sanktioita voidaan perustelujen mukaan käyttää vain selkeisiin tekoihin, joiden tunnusmerkistöt ovat selkeästi määritelty ja joiden osalta seuraamus voidaan helposti määrittää. Niiden tekojen osalta, joiden täyttyminen edellyttää tahallisuutta tai tuottamusta, tulee tuomioharkinnan tapahtua tuomioistuimessa. Erityisesti kyseisen vaatimuksen katsottiin korostuvan tilanteissa, joissa seuraamus annetaan luonnollisille henkilöille.[79]

---

paljoakaan yleisestävää vaikutusta. Edelleen todettiin lakiin sisältyvien kieltojen rikkomukset voitavan joustavimmin käsitellä hallinnollisessa järjestyksessä sellaisissa viranomaisissa, jotka ovat erikoistuneet kilpailuasioiden käsittelemiseen. Ks. HE 162/1991.

[76] Ks. MAD:n johdantolauseet 38 ja 39. MAD 14 artiklan 2 kohdan mukaan komissio laatii 17 artiklan 2 kohdassa tarkoitetun menettelyn mukaisesti suuntaa-antavan luettelon 1 kohdassa tarkoitetuista hallinnollisista toimenpiteistä ja seuraamuksista. Kyseistä luetteloa ei ainakaan toistaiseksi ole laadittu.

[77] MAD 14 artiklan 1 kohdan mukaan ”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.”

Ks. samoin af Sandeberg 2003 s. 870–871. Vrt. toisin Jacobson – Lycke s. 311, joiden mukaan MAD 14 art. voidaan tulkita siten, että se jättää jäsenvaltioille valinnanvapauden rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten suhteen.

[78] Ruotsin FI oli kuitenkin sitä mieltä, ettei MAD 14 art. sallisi pelkkiä rikosoikeudellisia seuraamuksia ja olisi halunnut laajentaa hallinnollisten seuraamusten soveltamisalaa entisestä. Ks. prop. 2004/05:142 s. 41–47.

[79] Tätä perusteltiin mm. EIS 6 art. vaatimuksilla ja sillä, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ja kurssin vääristämistä koskevat hallinnolliset seuraamukset todennäköisesti katsottaisiin EIS 6 art. soveltamisalaan. Ongelmaksi koettiin etenkin EIS 6.2 art. syyttömyysolettama ja sen sisältämä

> Lakiesityksen mukaan yhteiskunnan kannalta haitallisiin väärinkäytöksiin voidaan hallinnollisten seuraamusten sijaan puuttua myös laajentamalla rikosoikeudellisten seuraamusten soveltamisalaa. Tästä on esityksen mukaan osoituksena se, että sisäpiirintiedon väärinkäytön edellytys törkeästä huolimattomuudesta poistettiin. Toiseksi kurssin vääristämisen osalta uudistuksessa luovuttiin tarkoitustahallisuuden vaatimuksesta. Lakiesityksen mukaan kyseiset muutokset lisäävät riskiä tulla tuomituksi markkinoiden väärinkäytöstä, mutta se tapahtuu – toisin kuin todistustaakkaa alentamalla – avoimella tavalla, jota myös kansalaiset voivat valvoa.[80]

MAD:n implementoinnin yhteydessä RataL:iin otettiin uusi säännös seuraamusmaksusta. Seuraamusmaksu on tarkoitettu sovellettavaksi julkisen huomautuksen ja varoituksen tapaan sellaisten rikkomusten seuraamukseksi, jotka eivät anna aihetta rikosoikeudellisiin toimenpiteisiin. Seuraamusmaksu voidaan kuitenkin antaa ainoastaan julkisen varoituksen ohella. Seuraamusmaksun edellytyksenä on siten se, ettei varoitusta yksin voida pitää riittävänä seuraamuksena. Seuraamusmaksun edellytykseksi on myös asetettu menettelyn tai laiminlyönnin jatkuvuus, toistuvuus, suunnitelmallisuus tai muu erityinen moitittavuus.[81] Seuraamusmaksu poikkeaa muista hallinnollisista seuraamuksista siinä, ettei Rata määrää sitä itse, vaan Ratan on esitettävä seuraamusmaksun määräämistä markkinaoikeudelle.

RataL 26 a §
Seuraamusmaksu
”Valvottava ja muu rahoitusmarkkinoilla toimiva oikeushenkilö, joka tahallaan tai huolimattomuudesta
1) laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa tai arvopaperimarkkinalain 8 luvussa säädetyllä tavalla arvopaperimarkkinalain 2 luvun säännöksiä tai niiden nojalla annettuja säännöksiä arvopaperien markkinoinnista, liikkeeseenlaskusta tai tiedonantovelvollisuudesta,
2) laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa säädetyllä tavalla arvopaperimarkkinalain 5 luvun 2 tai 12 §:n säännöksiä taikka 15 §:n nojalla annettuja määräyksiä,
voidaan määrätä maksamaan julkisen varoituksen ohella seuraamusmaksu, jos menettely tai laiminlyönti on jatkuvaa, toistuvaa tai suunnitelmallista taik-

---

vaatimus siitä, ettei vastuuta voida asettaa automaattisesti pelkkien objektiivisten kriteerien perusteella. MAD:n kuitenkin katsottiin edellyttävän tekijän syyksiluettavudelta sisäpiirintiedon väärinkäytön ja kurssin vääristämisen osalta tahallisuutta tai huolimattomuutta. Jacobson – Lycke s. 311–312. Ks. myös prop. 2004/05:142 s. 41–47.

Hallinnollisten seuraamusten käyttöön liittyvän ongelman todettiin jo lakiuudistuksessa 1999–2000 koskevan tekojen subjektiivista syyksiluettavuutta, jonka arvioinnin katsottiin kuuluvan tuomioistuimille. Hallinnollisten seuraamusten käyttöönoton katsottiin edellyttävän ankaran vastuun omaksumista. Rikosseuraamusten käyttöä puollettiin myös sisäpiirintiedon väärinkäytön korkealla rangaistusasteikolla. Ks. af Sandeberg 2003a s. 880–882.

[80] Ks. prop. 2004/05:142 s. 41–47.

[81] Ks. tarkemmin HE 137/2004 s. 81.

ka muuten niin moitittavaa, ettei varoitusta yksin ole pidettävä riittävänä, eikä teko tai laiminlyönti kokonaisuutena arvioiden anna aihetta ankarampiin toimenpiteisiin.

Seuraamusmaksu voidaan määrätä myös muulle henkilölle, joka laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa säädetyllä tavalla tämän pykälän 1 momentissa tarkoitettuja arvopaperimarkkinalain tai sen nojalla annettuja sisäpiirintietoa, kurssin vääristämistä tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan tai sen kohteeksi haetun arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevia säännöksiä.

Seuraamusmaksua ei voi määrätä, jos asia on vireillä esitutkinnassa, syyteharkinnassa tai tuomioistuimessa rikosasiana.

Seuraamusmaksua määrättäessä on otettava huomioon menettelyn laatu, laajuus ja suunnitelmallisuus, menettelyllä tavoiteltu hyöty ja sillä aiheutettu vahinko. Oikeushenkilölle määrättävä seuraamusmaksu on vähintään 500 euroa ja enintään 200 000 euroa, kuitenkin enintään 10 prosenttia oikeushenkilön seuraamusmaksun määräämistä edeltävän tilikauden liikevaihdosta. Luonnolliselle henkilölle määrättävä seuraamusmaksu on vähintään 100 euroa ja enintään 10 000 euroa.

Seuraamusmaksun määrää Rahoitustarkastuksen esityksestä markkinaoikeus. Maksu määrätään maksettavaksi valtiolle.

Seuraamusmaksu voidaan säännöksen 1 momentin mukaan määrätä valvottavalle tai muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle oikeushenkilölle, jos nämä laiminlyövät tai rikkovat muulla kuin RL 51 luvussa tai AML 8 luvussa säädetyllä tavalla AML 2 luvun säännöksiä tai niiden nojalla annettuja säännöksiä arvopaperien markkinoinnista, liikkeeseenlaskusta tai tiedonantovelvollisuudesta. Seuraamusmaksu voidaan määrätä kyseisille oikeushenkilölle myös silloin, jos nämä laiminlyövät tai rikkovat muulla kuin RL 51 luvussa säädetyllä tavalla AML 5 luvun 2 tai 12 §:n säännöksiä taikka 15 §:n nojalla annettuja säännöksiä.

Yhdenmukaisesti julkista huomautusta ja varoitusta koskevien säännösten kanssa seuraamusmaksu voidaan säännöksen 2 momentin mukaan määrätä maksettavaksi myös muulle henkilölle, joka laiminlyö tai rikkoo muulla kuin RL 51 luvussa säädetyllä tavalla 1 momentissa tarkoitettuja AML:n tai sen nojalla annettuja sisäpiirintietoa, kurssin vääristämistä tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan tai sen kohteeksi haetun arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevia säännöksiä. Seuraamusmaksu voidaan myös määrätä sekä oikeushenkilölle että luonnolliselle henkilölle samasta teosta tai laiminlyönnistä. Pääsääntöisesti seuraamusmaksu tulee säännöksen perustelujen mukaan määrätä kuitenkin oikeushenkilölle. Kummallekin maksun määrääminen on lain esitöissä katsottu perustelluksi vain sellaisissa poikkeustapauksissa, joissa luonnollinen henkilö on toiminut erityisen moitittavasti.[82]

---

[82] HE 137/2004 s. 81–82.

RataL 24 b:ssä säädetään myös uudesta rikemaksusta.[83] Rikemaksu on lähtökohtaisesti tarkoitettu lievimmäksi Ratan käytössä olevista seuraamuksista ja sen soveltamisala on suppea. Rikemaksu voi tulla sovellettavaksi muun muassa sisäpiiriläisiä koskevan ilmoitusvelvollisuuden tai sisäpiirirekisterin ylläpitovelvollisuuden laiminlyömisestä. Rikemaksun soveltamisalaan kuuluvat teot ja laiminlyönnit olivat aiemmin sanktioitu rikosoikeudellisesti arvopaperimarkkinarikkomuksina ja sijoitusrahastorikkomuksina. Uudistuksen yhteydessä kyseiset rikkomussäännökset dekriminalisoitiin.[84]

8.2.3 Hallinnollisten seuraamusten suhde rikosseuraamuksiin

Julkisen huomautuksen ja varoituksen edellytykseksi Ratan valvottavien sekä muiden rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen ja luonnollisten henkilöiden osalta on asetettu se, ettei asia kokonaisuutena harkiten anna aihetta ankarampiin toimenpiteisiin. Lain perustelujen mukaan julkista huomautusta ja varoitusta ei lähtökohtaisesti voida antaa teosta, joka on muualla laissa säädetty rangaistavaksi. Julkinen huomautus ja varoitus on kuitenkin katsottu voitavan antaa rangaistavastakin teosta silloin, kun rikkomus on ilmeinen ja niin vähäinen, ettei Rata tee asiasta rikosilmoitusta. Lain perustelujen mukaan Rata voi kussakin tapauksessa harkita, onko rikkomus sellainen, että seuraamuksen yleis- ja erityisestävä vaikutus toteutuu tehokkaammin antamalla julkinen huomautus (tai varoitus) kuin tekemällä asiasta rikosilmoitus.[85] Ratalle on siten mahdollistettu tehdä valinta eri vaihtoehtojen välillä myös preventiivisistä lähtökohdista käsin.[86]

---

[83] RataL 24 b:n mukaan: ”Rahoitustarkastus voi määrätä sille, joka
1) laiminlyö arvopaperimarkkinalain 4 luvun 7 §:ssä säädetyn ilmoitusvelvollisuuden,
2) laiminlyö tai rikkoo arvopaperimarkkinalain 5 luvun 4—11 §:ssä taikka sijoitusrahastolain 99 tai 100 §:ssä säädetyn ilmoitusvelvollisuuden tai velvollisuuden pitää rekisteriä tai
3) rikkoo sijoitusrahastolain 11 luvussa säädettyjä tai sijoitusrahaston säännöissä määrättyjä varojen sijoittamista koskevia rajoituksia,
rikemaksun, joka määrätään maksettavaksi valtiolle.

Oikeushenkilölle määrättävä rikemaksu on vähintään 500 euroa ja enintään 10 000 euroa. Luonnolliselle henkilölle määrättävä rikemaksu on vähintään 50 euroa ja enintään 1 000 euroa.

Rikemaksua ei voida määrätä, jos ilmoitusvelvollinen tai rekisterinpitoon velvollinen on välittömästi virheen havaittuaan oma-aloitteisesti ryhtynyt asiassa korjaaviin toimenpiteisiin.

Se, jolle rikemaksu on määrätty, voi valittaa päätöksestä markkinaoikeuteen siten kuin hallintolainkäyttölaissa (586/1996) säädetään.”

Vrt. Ruotsin osalta lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 21 §, jonka mukaan sisäpiirirekisterin ylläpidon laiminlyönnistä seuraamusmaksu on vähintään 15 000 kruunua ja enintään 1 000 000 kruunua.

[84] Ks. rikemaksun perusteluista HE 137/2004 s. 79–80.

[85] HE 175/2002 s. 63.

[86] Ks. myös Kurenmaa s. 342–343, jonka mukaan hallinnollisten sanktioiden tarkoitus on ensisijaisesti ennaltaehkäisevä. Rikosoikeuteen verrattuna varsinainen rankaiseminen on hallinnollisissa seuraamuksissa vähemmän korostunut.

Muiden kuin Ratan valvottavien ja rahoitusmarkkinoilla toimivien henkilöiden osalta julkisen huomautuksen edellytykseksi on sen sijaan selkeämmin asetettu se, ettei menettely ole säädetty rikoslaissa rangaistavaksi. Julkista huomautusta koskevan uuden RataL 25.3:n mukaan julkinen huomautus voidaan antaa myös muulle henkilölle, joka laiminlyö tai rikkoo muulla kuin RL 51 luvussa säädetyllä tavalla AML:n tai sen nojalla annettuja markkinoiden väärinkäyttöä taikka julkisen kaupankäynnin kohteena olevan tai sen kohteeksi haetun arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevia säännöksiä.

Vastaavasti seuraamusmaksu voidaan määrätä valvottavalle tai muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle oikeushenkilölle, jos nämä laiminlyövät tai rikkovat muulla kuin RL 51 luvussa tai AML 8 luvussa säädetyllä tavalla pykälän 1 momentissa tarkoitettuja säännöksiä (RataL 26 a.1–2). Yhdenmukaisesti julkista huomautusta ja varoitusta koskevien säännösten kanssa seuraamusmaksu voidaan määrätä maksettavaksi myös muulle henkilölle, joka laiminlyö tai rikkoo muulla kuin RL 51 luvussa säädetyllä tavalla pykälän 1 momentissa tarkoitettuja säännöksiä (RataL 26 a.3). Seuraamusmaksu on siten mahdollista määrätä vain teosta tai laiminlyönnistä, jota ei ole säädetty rikosoikeudellisesti rangaistavaksi.

Aivan kuten julkista huomautusta koskevan RataL 25.3:n kohdalla, seuraamusmaksua koskevan säännöksen ratkaisevana erona suhteessa RL:n arvopaperimarkkinarikoksia koskeviin tunnusmerkistöihin on säännösten erilainen syyksiluettavuuden vaatimus. RL 51 luvussa sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuus edellyttää tahallisuutta tai törkeää tuottamusta sekä kurssin vääristäminen tahallisuutta. Lisäksi kummassakin tapauksessa edellytetään, että teko on tehty hyötymistarkoituksessa. AML 5 luvussa säädetty sisäpiirintiedon käyttö ja kurssin vääristäminen eivät edellytä tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Säännökset eivät myöskään edellytä hyötymistarkoitusta. Julkisen huomautuksen ja varoituksen sekä seuraamusmaksun antaminen edellyttävät sen sijaan menettelyn tahallisuutta tai huolimattomuutta. Kyseisen eron AML:n ja RL:n syyksiluettavuuden vaatimuksissa on katsottu määrittävän myös sen, milloin Rata voi antaa julkisen huomautuksen tai varoituksen taikka esittää markkinaoikeudelle seuraamusmaksun määräämistä.[87] AML 2 luvussa säädettyjen tiedonantovelvollisuuksien rikkomisen osalta ainoa ero RL:n tiedottamisrikossäännöksen ja RataL:n hallinnollisten seuraamusten välillä on tekojen tai laiminlyöntien syyksiluettavuudessa. Tiedottamisrikoksen edellytyksenä on tahallisuus tai törkeä huolimattomuus, kun RataL:n seuraamusten soveltamiseksi riittää teon tai laiminlyönnin huolimattomuus.

---

[87] Ks. HE 137/2004 s. 80–81.

Seuraamusmaksun soveltamisala on säännöksessä rajattu verraten ahtaaksi. Seuraamusmaksun edellytyksenä on, ettei julkista varoitusta yksin voida pitää riittävänä seuraamuksena. Lisäksi seuraamusmaksun edellytykseksi on asetettu menettelyn tai laiminlyönnin jatkuvuus, toistuvuus, suunnitelmallisuus tai muu erityinen moitittavuus. Käytännössä voivat muodostua harvinaiseksi tilanteet, joissa menettely ei lähtökohtaisesti täytä – tai sen ei ole syytä epäillä täyttävän – RL:ssa säädettyjen tunnusmerkistöjen edellytyksiä, mutta sitä on kuitenkin pidettävä niin moitittavana, ettei pelkkää julkista varoitusta voida pitää riittävänä seuraamuksena.

Hallinnollisen seuraamusmaksun käyttöönotto on merkittävä periaatteellinen ratkaisu arvopaperimarkkinoiden seuraamusjärjestelmän kehittämisessä. Tässä mielessä täysin uuden seuraamuksen soveltamisalan kapeus on perusteltua. Soveltamisalan muodollisesta ahtaudesta huolimatta, tulee seuraamusmaksua koskevan säännöksen soveltamiselle kuitenkin olla tosiasiallinen mahdollisuus. Oikeuskäytännön ja hallinnollisten seuraamusten soveltamiskäytännön lisääntyessä ja kehittyessä tulee mahdollisesti arvioitavaksi se, onko hallinnollisen seuraamusmaksun ja rikosoikeudellisten seuraamusten keskinäistä suhdetta syytä määritellä uudelleen.

> Seuraamusmaksua ei RataL 26a.3:n mukaan voi määrätä, jos asia on vireillä esitutkinnassa, syyteharkinnassa tai tuomioistuimessa rikosasiana. Säännöksen perustelujen mukaan tästä seuraamusmaksun määräämisen edellytyksestä seuraa myös, että jos syyttäjä on tehnyt asiassa syyttämättä jättämistä koskevan päätöksen oikeudenkäynnistä rikosasioissa annetun lain (689/1997) 7 tai 8 §:n nojalla, samasta teosta ei voi määrätä seuraamusmaksua. Tilanne on sama, jos tuomioistuin on jättänyt rangaistuksen tuomitsematta rikoslain 3 luvun 5 §:n (nyk. RL 6:12) nojalla.[88]

Käytännössä Rata suorittaa merkittävää vastuuarviointia arvopaperimarkkinoilla ilmenevien väärinkäytösten ja niitä koskevan seuraamusharkinnan osalta. Uusien hallinnollisten seuraamusten vuoksi voi seuraamuskäytännön yhdenmu-

---

[88] HE 137/2004 s. 82. Tätä voidaan pitää perusteltuna etenkin *ne bis in idem* -periaatteen näkökulmasta. Kyseinen periaate ei kuitenkaan välttämättä estäisi Ratan julkisen huomautuksen tai varoituksen antamista teosta tai laiminlyönnistä, joiden osalta syyttäjä on tehnyt seuraamusluontoisen syyttämättäjättämispäätöksen tai tuomioistuin on jättänyt tekijän RL 6:12:n perusteella rangaistukseen tuomitsematta. Tämä johtuu siitä, ettei julkista huomautusta tai varoitusta etenkään Ratan valvottavien osalta voida välttämättä EIS:n tarkoittamalla tavalla luonnehtia rikosoikeudellisiksi sanktioiksi. Ks. ne bis in idem -periaatteesta tarkemmin seuraavassa kappaleessa esitettyä.

RataL 37 a:n mukaan Valtiokonttori palauttaa hakemuksesta jo maksetun seuraamusmaksun, jos rikoslain 51 luvun 1–5 §:n perusteella tuomitaan rangaistus samasta teosta, jonka perusteella on jo aiemmin määrätty seuraamusmaksu. Vastaavasti ne bis in idem -periaatteen näkökulmasta voi kuitenkin tietyissä tapauksissa olla kyseenalaista, jos henkilö tuomitaan rikoslain nojalla rangaistukseen samasta teosta, josta markkinaoikeus on jo aiemmin määrännyt seuraamusmaksun.

kaisuus ja ennustettavuus muodostua vaikeaksi. Valvontaviranomaisen toiminnan ennakoitavuus ja valvonnan kohteena olevien osapuolien yhdenvertaisuus asettavat Ratan harkintavallan käytölle tiettyjä rajoja tilanteissa, joissa menettely mahdollisesti täyttää sekä rikostunnusmerkistön että hallinnollisen seuraamussäännöksen edellytykset. Ratan tulee voida legitimoida ratkaisunsa käsitellä asia joko hallinnollisessa menettelyssä tai saattaa asia poliisin esitutkittavaksi.[89]

Hallinnollisia seuraamuksia koskevissa säännöksissä sekä niiden perusteluissa ilmaistujen kriteerien ohella perusteita Ratan harkintavallan käytölle hallinnollisen tai rikosoikeudellisen seuraamusmenettelyn valinnassa voidaan ensinnäkin ottaa rikosoikeudellisista toimenpiteistä luopumista koskevista säännöksistä. Hallinnollisten seuraamusten käyttö voi olla perusteltua lähinnä tilanteissa, joissa rikkomusta on pidettävä siinä määrin vähäisenä, ettei rikosoikeudellisen vastuun soveltaminen ole perusteltua eikä tarkoituksenmukaista.[90] Arviointikriteerejä voidaan hakea seuraamusluontoisen syyttämättä jättämisen edellytyksinä olevista vähäisyys- tai kohtuusperusteista.[91] Kohtuusperuste kattaa esimerkiksi

---

[89] Ks. myös TaVM 4/2005 s. 3, jonka mukaan seuraamusjärjestelmän toimivuus on yksi niistä uusista periaatteellisista ratkaisuista, jotka edellyttävät erityisen tiivistä jatkoseurantaa.

Tällä hetkellä Ratalla ei ole laissa asetettua velvollisuutta ilmoittaa esitutkintaviranomaisille havaitsemistaan rikosepäilyistä. Käytännössä Rata on kuitenkin lähes ainoa taho, jolla on tehokkaat mahdollisuudet seurata markkinoilla ilmeneviä menettelytapoja. Rikoskontrollin käytännön toteutuminen riippuu olennaisesti valvontaviranomaisen omaksumasta toimintakulttuurista ja kyseisen organisaation – sille ulkoapäin asetetuista tai sen itse asettamista – tavoitteista.

Ruotsin FI:lle on sen sijaan asetettu laissa velvollisuus ilmoittaa syyttäjäviranomaisille rikosepäilyistään. Ks. Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 19 §: ”Finansinspektionen skall anmäla till åklagare när det finns anledning att anta att ett brott enligt denna lag har begåtts.”

[90] Vrt. esim. verotusmenettelystä annetun lain 86.2, jonka mukaan: ”Jos 1 momentissa mainittu rikos [veropetos] on veron määrä ja muut olosuhteet huomioon ottaen vähäinen, voi veroviranomainen, ottaen huomioon myös mahdollisesti määrätyn veronkorotuksen, jättää ilmoittamatta asian syyttäjälle.”

[91] ROL 1:7.1,1 kohdassa säädetyn ns. vähäisyysperusteen mukaan syyttäjä saa jättää syytteen nostamatta: ”Milloin rikoksesta ei ole odotettavissa ankarampaa rangaistusta kuin sakko ja sitä on sen haitallisuus tai siitä ilmenevä tekijän syyllisyys huomioon ottaen kokonaisuutena arvostellen pidettävä vähäisenä.”

Valtakunnansyyttäjänviraston antaman ohjeen (VKS 2000:1) mukaan teon haitallisuudella tarkoitetaan sen vahingollisuutta ja vaarallisuutta. Ohjeen mukaan haitallisuutta arvioitaessa otetaan huomioon paitsi toteutuneet vahinkoseuraukset myös se vahinko, joka teosta olisi ennalta arvioitaessa todennäköisesti voinut syntyä. Esimerkiksi osittaisen oikeuserehdyksen vallassa toimiminen vähentää sen sijaan ohjeen mukaan syyllisyyttä ja menettelyn moitittavuutta.

ROL 1:8.1,1 kohdan ns. kohtuusperusteen mukaan: ”Jollei tärkeä yleinen tai yksityinen etu muuta vaadi, virallinen syyttäjä saa sen lisäksi, mitä 7 §:ssä säädetään, jättää syytteen nostamatta, milloin oikeudenkäyntiä ja rangaistusta on pidettävä kohtuuttomina tai tarkoituksettomina ottaen huomioon tekijän ja asianomistajan välillä saavutettu sovinto tai muu tekijän toiminta rikoksensa vaikutusten estämiseksi tai poistamiseksi, hänen henkilökohtaiset olonsa, rikoksesta hänelle aiheutuvat muut seuraukset, sosiaali- ja terveydenhuollon toimet tai muut seikat.”

Ks. myös Kurenmaa s. 348–349, joka on hallinnollisten ja rikosoikeudellisten rajatapausten osalta esittänyt Ratan ja syyttäjien yhteistyötä.

tilanteet, joissa on tarkoituksenmukaista luopua rikosoikeudellisesta seuraamuksesta jonkin toisen kontrollijärjestelmän hyväksi.[92] Yhtäältä arviointikriteerejä voidaan hakea ETL:iin ja erityislainsäädäntöön sisältyvistä toimenpiteistä luopumista koskevista säännöksistä.[93]

Ratkaisu hallinnollisen ja rikosoikeudellisen seuraamusmenettelyn välillä on rajatapauksissa tehtävä kokonaisarvioinnin pohjalta. Valinnassa on erityisesti otettava huomioon teon haitallisuus ja tekijän syyllisyyden aste. Arviointikriteereinä voidaan pitää menettelyn aiheuttamia vaikutuksia markkinoita kohtaan tunnetulle luottamukselle, teolla tavoiteltua tai saatua hyötyä taikka sitä, vaatiiko yleinen tai yksityinen etu asian saattamista rikostutkintaan.[94]

Hallinnollisia seuraamuksia voitaisiin myös esimerkiksi AML:n tiedonantovelvollisuuksia rikottaessa soveltaa silloin, kun seuraamus on tarkoituksenmukaista antaa yhtiölle, eikä sen yksittäisille hallituksen jäsenille. Tällainen tilanne voi tulla kyseeseen silloin, kun yhtiön yksittäisten hallitusten jäsenten toimintaa ei voida pitää niin moitittavana, että se edellyttäisi rikosseuraamusten soveltamista.[95] Sisäpiirintiedon käyttötapauksissa merkitystä voidaan itse kaupan ja

---

[92] Ks. Lappi-Seppälä 2002 s. 345.

[93] Tällaisena esimerkkinä voidaan mainita ETL 2 §, jonka mukaan: ”Esitutkinta voidaan jättää toimittamatta sellaisen rikoksen johdosta, josta ei ole odotettavissa ankarampaa rangaistusta kuin sakkoa ja jota on kokonaisuudessaan pidettävä ilmeisen vähäisenä, mikäli asianomistajalla ei ole asiassa vaatimuksia. Poliisimies voi kuitenkin antaa tällaiseen rikokseen syyllistyneelle huomautuksen.”

Vastaavasti arviointikriteerejä voidaan hakea esitutkinnan toimittamatta jättämistä tai sen keskeyttämistä koskevasta ETL 4a §:stä, jonka mukaan: ”Syyttäjä voi tutkinnanjohtajan esityksestä määrätä, ettei esitutkintaa toimiteta tai että se keskeytetään, jos hän oikeudenkäynnistä rikosasioissa annetun lain (689/1997) 1 luvun 7 tai 8 §:n taikka muun vastaavan lainkohdan nojalla tulisi jättämään syytteen nostamatta eikä tärkeä yleinen tai yksityinen etu vaadi esitutkinnan toimittamista.”

Ks. myös VKS:n yleisohje (VKS 2000:3) esitutkinnan rajoittamisesta, jonka mukaan yleisen edun arvioinnissa on keskeisellä sijalla järjestelmää kohtaan tunnetun luottamuksen ylläpito. Ohjeen mukaan luottamuksen ylläpito saattaa vaatia esitutkintaa esimerkiksi tilanteessa, jossa ”rikosepäily on herättänyt julkista huomiota tai jos epäilty on yhteiskunnallisesti huomattavassa asemassa”.

[94] Englannin osalta FSA soveltaa syyttäjille annettua ohjetta (The Code for Crown Prosecutors) harkitessaan sitä, lähteekö se ajamaan rikosoikeudellisia syytteitä vai hallinnollisia seuraamuksia. Ohjeen mukaan rikosoikeudellisten syytteiden nostamisen pääedellytyksenä on ensinnäkin niin riittävän näytön olemassaolo, että tuomion langettaminen on todennäköistä (evidential test). Toisena pääedellytyksenä on, että teon vakavuus ja muut olosuhteet huomioon ottaen syytteiden nostaminen on julkisen edun mukaista (public interest test). Ks. FSA:n huomioon ottamista kriteereistä FSA Enforcement manual 15.5 ja 15.7 sekä kriteerien taustalla oleva ohje syyttäjille (The Code for Crown Prosecutors).

[95] Aspin s. 397–401 mukaan teon moitittavuutta korostava rangaistuksen luonne tai sen ankaruus ovat keskeisiä juuri rikosoikeudellisille rangaistuksille. Tällöin rangaistus voidaan osoittaa suoraan ainoastaan niille, joita voidaan pitää syyllisinä kyseiseen tekoon.

sillä mahdollisesti saavutetun hyödyn suuruuden lisäksi antaa sille, kuinka olennaista käytetty tieto on ollut. Rajatapauksissa prosessin valinnan voisivat tehdä myös Rata ja syyttäjä yhdessä.[96] Epäillyn yhteistoimintahalukkuus Ratan tutkimuksissa hänen oman menettelynsä selvittämiseksi tulisi myös rajoitetusti voida ottaa huomioon seuraamusprosessia koskevassa harkinnassa.[97]

Seuraamusprosessin valinnassa on myös otettava huomioon suhteellisuusperiaatteen asettamat vaatimukset. Seuraamuksen on oltava suhteellinen sillä tavoiteltavaan päämäärään.[98] Seuraamusvalinnassa on esimerkiksi punnittava sitä, edellyttääkö markkinoiden luottamuksen turvaaminen rikos- vai hallinnollisen seuraamuksen antamista vai olisiko tavoite saavutettavissa jopa ilman kyseisiin seuraamuksiin turvautumista esimerkiksi ei-julkisella huomautuksella tai Ratan antamalla yleisellä ohjeistuksella.[99]

---

[96] Ks. samoin Kurenmaa s. 348–349, jonka mukaan tärkeää eri menettelyjen valinnassa olisi kuitenkin oikeusvarmuuden ja oikeudenkäytön ennakoitavuuden turvaaminen.

[97] Tukea tälle on saatavissa esim. RL 6:6.1,3 kohdassa tarkoitetusta rangaistuksen lieventämisperusteesta, jossa otetaan huomioon tekijän pyrkimys edistää rikoksensa selvittämistä. Lisäksi ROL 1:8.1,1 kohdan mukaan syyttäjä voi tietyin edellytyksin jättää syytteen nostamatta, jos oikeudenkäyntiä ja rangaistusta on pidettävä kohtuuttomina tai tarkoituksettomina ottaen huomioon tekijän ja asianomistajan välillä saavutettu sovinto tai muu tekijän toiminta rikoksensa vaikutusten estämiseksi tai poistamiseksi.

[98] Raition 2005b s. 364 mukaan konkreettisen toimen suhteellisuutta voidaan arvioida esimerkiksi kolmen peruselementin suhteen: 1. Onko toimi hallinnon kannalta asianmukainen, tehokas ja sopiva suhteessa perusteltuun tavoitteeseen ja päämäärään, jota sillä pyritään toteuttamaan? 2. Onko toimi tarpeellinen ja välttämätön erityisesti sen kohteen etujen ja oikeuksien kannalta? 3. Ovatko toimet oikeasuhtaisia, eli sisältävätkö toimet enemmän yksityisen oikeussubjektin oikeuksien rajoituksia tai yksityiseen kohdistuvaa pakkoa kuin on välttämätöntä toimenpiteen tavoitteiden saavuttamiseksi? Kaikkien näiden kriteerien tulee toteutua yhtä aikaa, jotta toimenpide olisi suhteellisuusperiaatteen mukainen.

Ks. Asp s. 406–407, jonka mukaan hallinto-oikeudessa suhteellisuusperiaate suuntaa vaikutuksensa enemmänkin tulevien rikkomusten ehkäisyyn kuin menneiden tapahtumien ja tekijän syyllisyyden yksittäistapauksselliseen arviointiin, joka on tyypillistä rikosoikeudessa käytetylle suhteellisuusperiaatteelle. Hallinto-oikeudessa sanktioiden tulee olla suhteellisia verrattuna niille asetettuihin tavoitteisiin.

Ks. tästä myös Raitio 2005b s. 360, jonka mukaan tulkintaongelmia osaltaan aiheuttavat rikosoikeudellisen luonteen omaavat hallinto-oikeudelliset sanktiot. Epävarmuutta herättää se, arvioidaanko suhteellisuutta tulevaisuuden kehitykseen vai menneisiin tapahtumiin nähden.

[99] Ks. ultima ratio -periaattesta ja siihen rinnastuvasta suhteellisuusvaatimuksesta Melander 2002 s. 951–954.

Perustuslakivaliokunta on määritellyt suhteellisuusvaatimuksen seuraavasti: ”Rajoitusten tulee olla välttämättömiä hyväksyttävän tarkoituksen saavuttamiseksi. Jokin perusoikeuden rajoitus on sallittu ainoastaan, jos tavoite ei ole saavutettavissa perusoikeuteen vähemmän puuttuvin keinoin. Rajoitus ei saa mennä pidemmälle kuin on perusteltua ottaen huomioon rajoituksen taustalla olevan yhteiskunnallisen intressin painavuus suhteessa rajoitettavaan oikeushyvään.” Ks. PeVM 25/1994 s. 5.

8.2.4 Perus- ja ihmisoikeusnäkökulma

Hallinnollinen seuraamusjärjestelmä ei luonnollisesti ole ongelmaton.[100] Hallinnolliseen seuraamusjärjestelmään liittyy useita ongelmakohtia, jotka jo kyseisten säännösten valmisteluvaiheessa on tiedostettava.[101] Rikossäännöksiä lähtökohtaisesti suuremmasta joustavuudesta huolimatta voivat myös hallinnolliset sanktiosäännökset muodostua liian tulkinnanvaraisiksi. Säännösten huomattava tulkinnanvaraisuus voi muodostua ongelmalliseksi ensinnäkin niiden soveltamisen heikon ennakoitavuuden vuoksi. Esimerkiksi Englannissa markkinoiden väärinkäyttö (*market abuse)* -rikkomusta on kritisoitu sen yleisluontoisuudesta ja sen soveltamisalan vaikeasta ennakoitavuudesta. Säännöksen soveltamista rajoittavista ”safe harbour” -suojasäännöksistä huolimatta kyseisen säännöksen on katsottu olevan markkinaosapuolien oikeusvarmuuden kannalta yhä ongelmallinen.[102] Kyseistä säännöstä on sen epätäsmällisyydestä johtuen kritisoitu

---

[100] Hallinnollista seuraamusjärjestelmää voidaan jo lähtökohdiltaan pitää ongelmallisena, mikäli sillä korvataan rikosoikeusjärjestelmän soveltaminen valikoidusti ainoastaan tiettyjen tekojen tai menettelytapojen osalta. Ks. esim. Ashworth s. 244–251, jonka mukaan yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta ei ole perusteltua käsitellä tiettyjä tekoja rikosoikeusjärjestelmän piirissä ja toisia sen ulkopuolella esimerkiksi hallinnollisessa menettelyssä, mikäli kyseiset teot ovat vakavuudeltaan samanarvoisia. Erityisesti yhdenvertaisuusperiaatteen kannalta on Ashworthin mukaan ongelmallista, että tietyt yhteisöjen tekemät teot voivat olla huomattavasti haitallisempia ja vakavampia kuin esimerkiksi yksittäisten henkilöiden tekemät varkausrikokset, mutta siitä huolimatta vain jälkimmäisiin tekoihin sovelletaan rikosoikeusjärjestelmää ja sen vapauteen kohdistuvia rangaistuksia. Rikossäännösten toimeenpanojärjestelmien ei tule eriytyä, eikä rikosoikeusjärjestelmää saa (kustannus-)tehottomana syrjäyttää ainoastaan tiettyjen rikollisuuden muotojen torjunnassa. Ashworthin mukaan yhdenvertaisuus edellyttäisi, että vähäisempien tekojen osalta tulisi rikosseuraamusten sijaan käyttää yleisesti siviili- tai hallinto-oikeudellisia seuraamusjärjestelmiä. Rikosoikeutta tulisi käyttää vain vakavien tekojen osalta.

[101] Hallinnolliset seuraamukset yksilöiden toimintavapauksia ja oikeuksia rajoittavina ja niihin puuttuvina edellyttävät perusoikeuksien rajoitusedellytysten huomioon ottamista myös kyseisiä seuraamussäännöksiä tulkittaessa ja sovellettaessa.

Ks. Melander 2002 s. 938 ss., jonka mukaan perusoikeuksien rajoitusperiaatteita tai ns. kriminalisointiperiaatteita on sovellettava myös RL:n ulkopuolella. Eduskunnan perustuslakivaliokunnan käytännössä muotoilemia perusoikeuksien rajoitusedellytyksiä ovat lailla säätämisen vaatimus, täsmällisyys- ja tarkkarajaisuusvaatimus, rajoitusperusteen hyväksyttävyysvaatimus, perusoikeuden ytimen koskemattomuusvaatimus, suhteellisuusvaatimus, oikeusturvavaatimus sekä ihmisoikeusvelvoitteiden noudattamisen vaatimus. Ks. PeVM 25/1994 s. 5.

[102] Ks. market abuse -säännöksen sisällöstä FSMA (2000) section 118. Kyseisen säännöksen nojalla FSA on lisäksi laatinut erillisen menettelytapakoodin (The Code of Market Conduct), jonka tarkoitus on tarkentaa laissa annetun säännöksen soveltamisalaa. Lisäksi koodissa on säädetty erityisistä safe harbour -suojasäännöksistä, joita noudattamalla kyseiseen menettelyyn ei sovelleta markkinoiden väärinkäyttö -säännöstä. Vastaavasti FSMA section 64 mukaan FSA voi antaa valvottavilleen yleisiä ja periaatteellisia säännöksiä (statements of principles). Tällöin FSA:n on kuitenkin täsmennettävä kyseisiä periaatteita erityisillä soveltamisohjeilla (code of practices), joiden perusteella valvottavat voivat tarkemmin ennakoida sitä, noudattaako tietty menettely annettua periaatetta vai ei. Ks. Englannin market abuse -säännöksestä esim. Jones – Johnstone s. 121.

myös perus- ja ihmisoikeuksien ja erityisesti Euroopan ihmisoikeussopimuksen (EIS) 7 artiklan sisältämän rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen näkökulmasta.[103] Artikla 7(1) edellyttää, että rikkomus on riittävän selkeästi määritelty, jotta vastaaja on kohtuudella voinut ennakoida menettelynsä oikeudelliset seuraamukset. EIS 7 artikla voi tulla sovellettavaksi myös hallinnollisten seuraamussääntöjen osalta, jos seuraamukset ovat tosiasiassa luonnehdittavissa rikosoikeudellisiksi.[104]

Hallinnollisten sanktiovaltuuksien käyttö ja niiden perustana olevien joustavien ja tulkinnanvaraisten säännösten soveltaminen asettavat lisääntyviä vaatimuksia myös Ratan toiminnalle. Valvontajärjestelmän legitiimisyys edellyttää säännösten soveltamisen ennakoitavuutta ja tasapuolisuutta. Ratan seuraamusten yleisestävyyteen liittyvän harkintavallan vastapainona on oltava vaatimus, jonka mukaan Ratan seuraamuskäytännön on täytettävä PL 6.1:iin sisältyvä kansalaisten yhdenvertaisuuden vaatimus.

Laillisuusperiaatteen näkökulmasta voi myös osin olla ongelmallista, ettei Ratan hallinnollisista seuraamussäännöksistä ja arvopaperimarkkinarikoksia koskevista RL:n tunnusmerkistöistä riittävän selkeästi käy ilmi hallinnollisesti ja toisaalta rikosoikeudellisesti kielletyn ja sanktioidun menettelyn rajat. Lainkäytön ennakoitavuus edellyttää säännösten kohteen tietävän, mistä teosta voi tulla mikäkin rangaistus.[105] Laillisuusperiaatteen näkökulmasta ovat erityisen ongelmallisia juuri avoimet eli ns. blankorangaistussäännökset, jollaisiksi Ratan hallinnolliset seuraamussäännökset osin voidaan katsoa.[106] Laillisuusperiaatteen näkökulmasta AML:n kieltosäännöksissä tulisi viitata sekä RataL:n että erityisesti RL:n sisältämiin rangaistusuhkiin.

Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 126 ja af Sandeberg 2003a s. 884–885, jonka mukaan hallinnollisia sanktioita tulisi soveltaa vain teonkuvauksiltaan selkeiden sääntöjen rikkomiseen. Muissa tapauksissa Sandebergin mukaan epäiltyjen oikeusturvanäkökohdat puoltavat asian ratkaisemista ja tekijän syyllisyyden selvittämistä tuomioistuinprosessissa.

[103] Nimenomaan perus- ja ihmisoikeuskysymyksien katsottiin viivästyttäneen eniten FSMA:n voimaansaattamista ja lakiehdotukseen täytyi tästä syystä tehdä useita muutoksia sen valmistelun yhteydessä. Ks. Gray s. 378 ja Jones – Johnstone s. 121.

[104] Ks. esim. Alcock s. 27–28 ja Asp s. 398–399.

[105] Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen mukaan sekä rikoksen että rikoksesta tuomittavan rangaistuksen on perustuttava kirjoitettuun lakiin. Ks. HE 44/2002 s. 32.

[106] Niin sanotuissa avoimissa rangaistussäännöksissä (blanko-kriminalisoinnit) varsinainen rangaistussäännös (rangaistusuhan asettaminen) ja tunnusmerkistö (rangaistavan käyttäytymisen kuvaus) on erotettu toisistaan. Suoranaista ristiriitaa tällaisen tekniikan ja lakisidonnaisuusperiaatteen välillä ei kuitenkaan vallitse edellyttäen, että rangaistavuuden perusta edelleen selvästi ilmenee laista ja edellyttäen, että tuohon lakiin on otettu selkeä ja nimenomainen delegointisäännös. Ks. HE 44/2002 s. 33, jossa erikseen todetaan eduskunnan perustuslakivaliokunnan kirjanneen perusoikeusuudistukseen liittyvään mietintöönsä vaatimukset, joiden mukaan (1) hyväksyttävien blankorangaistussäännösten valtuutusketjujen tulee olla täsmälliset, (2) tekojen rangaistavuuden edellytykset ilmaisevien aineellisten säännösten tulee olla kirjoitetut rikossäännöksiltä vaadittaval-

Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate ei hallinnollisten seuraamussäännösten tulkinnan ja soveltamisen yhteydessä aseta kuitenkaan yhtä ehdottomia rajoitteita kuin rikossäännösten osalta. Hallinnollisten seuraamussäännösten on nimenomaan tarkoitettu olevan rikossäännöksiä joustavampia ja jättävän rikossäännöksiä enemmän harkintavaltaa niiden soveltajalle yksittäistapausten olosuhteet huomioon ottaen. Ratan ja markkinaoikeuden ratkaisukäytännön myötä säännösten sisältö tulee myös täsmentymään ja ratkaisut saavat myös oikeuslähdeopillista merkitystä hallinnollisten seuraamussäännösten tulkinnassa.[107] Hallinnollista seuraamusta ei kuitenkaan ole perusteltua antaa tilanteissa, joissa säännösten soveltamisessa kyse on todellisesta tulkintaongelmasta.[108]

Hallinnollisten seuraamusten soveltamisen yhteydessä on myös otettava huomioon tiettyjä muita perus- ja ihmisoikeuksista johtuvia velvoitteita, joita yksittäisten henkilöiden oikeuksista tai velvollisuuksista päätettäessä on noudatettava. Rikosprosessiin verrattuna menettelyllisesti yksinkertaistettu hallinnollinen prosessi ei luonnollisesti kykene takaamaan yhtä tehokasta menettelyllistä oikeusturvaa.[109] Ratan hallinnollisessa seuraamusprosessissa joudutaan kuitenkin rikosprosessin tavoin punnitsemaan väärinkäytösten ehkäisyn edellyttämää te-

---

la tarkkuudella, (3) nämä säännökset käsittävästä normistosta tulee käydä myös ilmi niiden rikkomisen rangaistavuus ja (4) kriminalisoinnin sisältävässä säännöksessä on jonkinlainen asiallinen luonnehdinta kriminalisoitavaksi tarkoitetusta teosta. Ks. blankorangaistustekniikkaan liittyvistä ongelmista laillisuusperiaatteen näkökulmasta myös Frände 2005 s. 37 ss.

[107] Ks. myös KKO 2004:46, jossa katsottiin, ettei rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen kanssa sinänsä ole ristiriidassa se, että rangaistussäännösten sisältö selkiytyy ja täsmentyy oikeuskäytännön kautta.

Ks. samoin Pellonpää s. 438, jonka mukaan rikosoikeudellisen vastuun sisällön täsmentäminen oikeuskäytännön kautta ei ole vastoin EIS 7 artiklaa edellyttäen, että näin tapahtuva kehitys on rikostunnusmerkistön olennaiset osat huomioon ottaen kohtuudella ennustettavissa.

[108] Ks. kilpailulainsäädännön osalta Määttä 2004 s. 318, jonka mukaan myös kilpailunrajoituslaki rakentuu joustavan sääntelyn varaan, mikä sellaisenaan on ristiriidassa tiukasti ymmärretyn laillisuusperiaatteen valossa. Määtän mukaan oikeustila useissa tapauksissa selkiintyy tällöin vasta kilpailuviranomaisten tekemien ennakkopäätösten kautta. Määtän mukaan seuraamusmaksuesityksen tekemättä jättämiseen on hyvät perustelut erityisesti olosuhteissa, joissa kilpailuviranomaiset ovat tekemisissä aidon tulkintaongelman kanssa.

[109] Ks. Knuts s. 562 ja 586, joka pitää vastaajien oikeusturvan kannalta ongelmallisena, jos rikosoikeudellisia oikeusturvatakeita voidaan kiertää hallinnollisen seuraamusprosessin avulla.

Ks. myös Koponen s. 11–12, jonka mukaan hallinnollinen kontrollijärjestelmä ei kykene kattamaan samaa menettelyllistä oikeusturvaa kuin rikosprosessi. Toisaalta yhtä kattavaan menettelylliseen oikeusturvaan ei Koposen mukaan hallinnollisessa kontrollijärjestelmässä olisi edes järkevää pyrkiä, sillä tällöin menetettäisiin sen tuomat nopeus- ja kustannusedut.

Ks. Nuotio 1998b s. 1354, jonka mukaan pidettäessä arvossa yksinomaan muodollisia ennakoitavuus-, yhdenvertaisuus- ja oikeusturvanäkökohtia, ei yhdyskuntapalvelu ja nuorisorangaistus -tyyppisten uusien rangaistusten kehittelylle jäisi oikeastaan lainkaan tilaa oikeudellisessa mielessä. Kyseiset rangaistukset voivat Nuotion mukaan olla esimerkkinä siitä, että uusiin tavoitteisiin tähtääminen voi perustellustikin edellyttää joskus muodollisten oikeusturvaperusteluiden joustamista.

hokkuusvaatimusta ja toisaalta asianosaisten (väärinkäytöksistä epäiltyjen) oikeusturvaa.[110]

Keskeisimmät perusoikeusvelvoitteet sisältyvät PL 21 §:ään[111] ja sen perustana olevaan EIS 6 artiklaan oikeudenmukaisesta oikeudenkäynnistä. EIS 6 artiklan 1 kohdan vaatimus jokaisen oikeudesta oikeudenmukaiseen oikeudenkäyntiin soveltuu siviilioikeudellisiin, hallinnollisiin ja rikosoikeudellisiin oikeudenkäyntiprosesseihin.[112] Kyseisten prosessien tulee niiden oikeudellisesta luonnehdinnasta huolimatta olla oikeudenmukaisia. Artiklan 2 ja 3 kohta sen sijaan soveltuvat lähtökohtaisesti ainoastaan rikosoikeudellisiin prosesseihin.[113] Kyseiset sopimuskohdat voivat kuitenkin tulla sovellettavaksi myös siviilioikeudellisissa, hallinnollisissa sekä kurinpidollisissa menettelyissä määrättyjen seuraamusten osalta, mikäli kyseiset seuraamukset tai oikeudelliset toimenpiteet tosiasiassa ovat luonnehdittavissa ”rikosoikeudellisiksi” tai ”rangaistuksen luonteisiksi”.[114]

Ks. myös Pöysti s. 274, jonka mukaan asianosaisen oikeusturva EIS:ssa edellytetyllä tavalla on mahdollista järjestää myös hallinto-oikeudellisessa menettelyssä.

[110] Ks. Jonkka 1998 s. 1262–1263, jonka mukaan rikosprosessin tehtävä voidaan tiivistää aineellisen rikosoikeuden toteuttamiseksi huolehtimalla samalla yksilön oikeusturvasta ja menettelyn oikeudenmukaisuudesta. Lainsoveltamisessa erityisesti harkintavallan käyttötilanteissa on kyse rikosvastuun toteuttamistavoitteen ja yksilön oikeusturvavaatimusten optimoinnista.

[111] PL 21 §:n mukaan: ”Jokaisella on oikeus saada asiansa käsitellyksi asianmukaisesti ja ilman aiheetonta viivytystä lain mukaan toimivaltaisessa tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa sekä oikeus saada oikeuksiaan ja velvollisuuksiaan koskeva päätös tuomioistuimen tai muun riippumattoman lainkäyttöelimen käsiteltäväksi. Käsittelyn julkisuus sekä oikeus tulla kuulluksi, saada perusteltu päätös ja hakea muutosta samoin kuin muut oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin ja hyvän hallinnon takeet turvataan lailla.”

[112] EIS 6 artiklan 1 kohdan ensimmäisen lauseen mukaan ”jokaisella on oikeus kohtuullisen ajan kuluessa oikeudenmukaiseen ja julkiseen oikeudenkäyntiin laillisesti perustetussa riippumattomassa ja puolueettomassa tuomioistuimessa silloin, kun päätetään hänen oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan tai häntä vastaan nostetusta rikossyytteestä”.

[113] Eadie s. 76 ja Alcock s. 27–28. EIS 6 artiklan 2 kohdan mukaan: ”Jokaista rikoksesta syytettyä on pidettävä syyttömänä, kunnes hänen syyllisyytensä on laillisesti näytetty toteen.”

Artiklan 3 kohdan mukaan: ”Jokaisella rikoksesta syytetyllä on seuraavat vähimmäisoikeudet:
a) oikeus saada viipymättä yksityiskohtainen tieto häneen kohdistettujen syytteiden sisällöstä ja perusteista hänen ymmärtämällään kielellä;
b) oikeus saada riittävästi aikaa ja edellytykset valmistella puolustustaan;
c) oikeus puolustautua henkilökohtaisesti tai itse valitsemansa oikeudenkäyntiavustajan välityksellä, ja jos hän ei pysty itse maksamaan saamastaan oikeusavusta, hänen on saatava se korvauksetta oikeudenmukaisuuden niin vaatiessa;
d) oikeus kuulustella tai kuulustuttaa todistajia, jotka kutsutaan todistamaan häntä vastaan, ja saada hänen puolestaan esiintyvät todistajat kutsutuiksi ja kuulustelluiksi samoissa olosuhteissa kuin häntä vastaan todistamaan kutsutut todistajat;
e) oikeus saada maksutta tulkin apua, jos hän ei ymmärrä tai puhu tuomioistuimessa käytettyä kieltä.”

[114] Ks. Eadie s. 74–78 ja Jones – Johnstone s. 119–122, joissa käsitellään Englannin market abuse -säännöksen luonnehdintaa joko siviili- tai rikosoikeudelliseksi sanktioksi sekä tästä johtuvia eroja ja ongelmia EIS 6 ja 7 artiklan kannalta. Market abuse -rikkomus ja sen yhteydessä sovellettava

Arvioitaessa EIS 6 artiklan 2–3 kohtien soveltuvuutta erityyppisiin oikeudenkäyntiprosesseihin on Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen (EIT) oikeuskäytännössä kiinnitetty huomiota lähinnä kolmeen pääkriteeriin. Ensimmäisenä arviointikriteerinä on pidetty rikkomuksen ja siitä seuraavan sanktion oikeudellista määrittelyä kansallisen lainsäädännön mukaan. Tietyn säännöksen rikkomisesta seuraavien sanktioiden ollessa jäsenvaltiossa määritelty esimerkiksi hallinnollisiksi eikä rikosoikeudellisiksi, ei tämä kuitenkaan välttämättä ole esteenä artiklan säännösten soveltumiselle myös kyseisiin oikeudenkäyntiprosesseihin.[115]

Toisena kriteerinä oikeudellisten toimenpiteiden (proceedings) määrittelemiseen rikosoikeudellisiksi vaikuttaa itse rikkomuksen tosiasiallinen luonne. Rikkomuksen luonnetta arvioitaessa on otettu huomioon, (a) onko kyseinen sääntö suunnattu laajalle yleisölle, (b) rikkomuksen vakavuus, (c) kyseisen rikkomuksen luokittelu muissa valtioissa, (d) ”rikkomus”-sanalle annettava tavanomainen merkitys, (e) normin suojatarkoitus sekä (f) kyseiseen rikkomukseen soveltuvat menettelytapasäännöt.[116] Kyseen ollessa esimerkiksi vain rajattuun kohde- tai ammattiryhmään kohdistettavista seuraamuksista, on prosessi ja sanktiot luonnehdittavissa ennemminkin siviilioikeudellisiksi.[117] Merkitystä voi olla myös

---

menettely on sinänsä määritelty siviilioikeudelliseksi (tai hallinnolliseksi), mutta käytännössä kyseistä rikkomusta on luonnehdittu ennemminkin rikosoikeudelliseksi. Valvontaviranomaisen (FSA) oikeuden määrätä sopivaksi katsomiaan mutta määrältään rajoittamattomia sakkoja ja muita rangaistuksia [FSMA section 123(1)] on katsottu tekevän säännöksestä vähintäänkin ”kvasi” -rikosoikeudellisen. Ennen FSA:lle myönnettyjä uusia sanktiovaltuuksia ja uutta market abuse -rikkomusta rajanveto siviili- ja rikosoikeudellisten toimenpiteiden välillä oli hyvin selvä eri valvontaviranomaisten ja itsesääntelyelinten (regulatory bodies) käyttäessä siviilioikeudellisia sanktioita, rikosoikeudellisten sanktioiden käsittelyn kuuluessa Serious Fraud Office:n ja syyttäjäviranomaisten toimivaltaan. Nykyisin FSA:n toimivaltuuksiin kuuluu siviilioikeudellisten sanktioiden määräämisen lisäksi oikeus myös rikosoikeudellisten syytteiden nostaminen.

[115] Ks. esim. Jones – Johnstone s. 120–121.

[116] Asp s. 31 ss.

[117] Eadie s. 75–76, Alcock s. 28, Virolainen – Pölönen 2003 s. 3 ja Pellonpää s. 385.

Englannin FSA:n markkinoiden väärinkäytöstä antamien sakkojen rikosoikeudellista luonnehdintaa on sakkojen suuruuden lisäksi perusteltu sillä, että kyseisten seuraamusten kohteena voivat olla ketkä tahansa henkilöt. Ks. Alcock s. 29 ja 176.

Vrt. Gray s. 377–378, joka analysoi englantilaisen hallintotuomioistuin päätöstä, missä katsottiin, ettei valvontaviranomaiseen kuuluvan kurinpitotuomioistuimen ratkaisemassa asiassa kyseessä ollut rikosoikeudellisesta tai sellaiseksi luonnehdittavissa olevasta asian käsittelystä, koska ratkaisun kohteena oli erityisen valvonnan ja sääntelyn alainen toiminta. Ratkaisussa oli kyse arvopaperivälittäjän ja sen palveluksessa olevan henkilön kurssin vääristämistä koskevasta menettelystä.

Ks. myös EIT:n tuomio Öztürk v. Germany (8544/79) [1984] ECHR 1, jossa EIS 6.1 artiklan katsottiin soveltuvan ns. ordnungswidrigkeit-kategoriaan siirrettyihin liikennerikkomuksiin mm. sen vuoksi, että rangaistussäännös koski luonteensa vuoksi kaikkia kansalaisia. Ks. samoin EIT:n tuomio Palaoro v. Austria (16718/90) [1995] ECHR 37, jossa hallinnollisessa menettelyssä määrätty ylinopeussakko katsottiin EIS 6 artiklan soveltamisalan piiriin kuuluvaksi asiaksi.

sillä, onko asiaa käsittelevä oikeusistuin tai valitusinstanssi toimivaltainen käsittelemään rikosoikeudellisia asioita.[118]

Kolmantena kriteerinä on pidetty mahdollisen sanktion luonnetta ja ankaruutta. Seuraamuksen ennemminkin ennaltaehkäisevä ja varoittava (deterrent) kuin rangaistuksenomainen (punitive) luonne voi olla osoitus ei-rikosoikeudellisesta luonnehdinnasta. Mahdollisen maksimirangaistuksen suuruudella on myös katsottu olevan merkitystä, mutta merkittävänkään taloudellisen sanktion ei välttämättä yksistään ole katsottu riittävän luonnehtimaan sanktiota rikosoikeudelliseksi.[119] Jos yksikin edellä mainituista pääkriteereistä tunnistaa sanktion rangaistukseksi, EIS 6 artiklan 2–3 kohtien säännökset tulevat pääsääntöisesti sovellettaviksi.[120]

---

[118] Ks. esim. Air Canada v The United Kingdom (18465/91) [1995] ECHR 15.

Ks. myös LaVL 1/2003 koskien valtioneuvoston kirjelmää ehdotuksesta neuvoston puitepäätökseksi ne bis in idem -periaatteen soveltamisesta rikosasioissa (U 2/2003 vp). Puitepäätösehdotuksen mukaan ne bis in idem -vaikutus koskisi toisessa jäsenvaltioissa rikoksen tai hallinnollisen rikkomuksen johdosta annettuja päätöksiä. Rangaistavalla teolla tarkoitetaan myös hallinnollisia rikkomuksia, joista hallintoviranomaiset määräävät sakkorangaistuksen, edellyttäen, että ne kuuluvat hallintoviranomaisten toimivaltaan ja asianosaisella on mahdollisuus viedä asia käsiteltäväksi rikostuomioistuimeen.

[119] Ks. Ashworth s. 252–253, jonka mukaan EIS soveltamista edellyttäviksi seuraamuksiksi on katsottu pääasiassa vain vapausrangaistukset. Ashworthin mukaan EIS 6 artikla ei todennäköisesti tule sovellettavaksi viranomaisten antamiin hallinnollisiin seuraamuksiin, ellei niillä ole käytössään vapausrangaistuksia tai erittäin huomattavia taloudellisia seuraamuksia. Ks. Asp s. 31 ss., jonka mukaan jo muutaman päivän ylittävä vankeusrangaistus yleensä aiheuttaa EIS 6 artiklan soveltumisen.

Toisaalta jopa hallinnollisia lisämaksuja on EIT:n oikeuskäytännössä tietyissä tapauksissa luonnehdittu niiden ennaltaehkäisevän mutta samalla rankaisevan luonteen vuoksi rikosoikeudellisiksi. Ks. esim. Bendenoun v. France (12547/86) [1994] ECHR 7 ja tapauksesta Jones – Johnstone s. 120 sekä Asp s. 332.

Samoin tietyt hallinnolliset veroprosessit on katsottu EIT:n ratkaisukäytännössä EIS 6 artiklan mukaisiksi syyteasioiksi. Ks. esim. EIT:n tuomio Janosevic v. Sweden 34619/97 [2002] ECHR 618 § 68, jossa ruotsalaisen veronkorotusmenettelyn katsottiin merkitsevän rikossyytteen käsittelyä. Harkinnassa otettiin huomioon, että veronkorotussääntely koski yhtäläisesti kaikkia kansalaisia, sekä veronkorotussääntelyn luonne, jota pidettiin sekä yleisestävänä että rankaisevana. Ks. myös Koponen s. 53 ja 63, Ervo s. 255 ja Virolainen – Pölönen 2004 s. 324 ss.

Ks. myös Siitari-Vanne s. 523, joka pitää veronkorotuksia ja laiminlyöntimaksuja viimeaikaisessa lainsäädäntötyössä esitetyistä kannanotoista huolimatta hallinnollisina sanktioina ja siten syyteasioihin rinnastuvina. Kyseisten asioiden käsittelyyn tulisi näin soveltaa mahdollisimman pitkälle EIS 6(3):sta johdettavia menettelyllisiä oikeuksia.

Vrt. kuitenkin EIT:n päätös Morel v. France 3.6.2003, no 54559/00, jossa valitus jätettiin tutkittavaksi ottamatta, koska veronkorotusta pidettiin rahasummana (4450 frangia) niin pienenä, että kyseessä ei katsottu olevan rikossyyte.

Pellonpään s. 389–391 mukaan veronkorotusseuraamus saatetaan katsoa ”rikosoikeudelliseksi” sanktioksi EIS 6(1) tarkoittamassa mielessä, vaikka veron määräämistä koskevat asiat selvän pääsäännön mukaisesti jäävätkin sopimusmääräyksen ulkopuolelle. Pellonpään mukaan oikeustila ei ole täysin selvä.

[120] Ks. Asp s. 31 ss., jonka mukaan EIT on arvioinut yksittäistapauksia myös kokonaisuutena, eikä yksinomaan kyseisten kolmen kriteerin perusteella. Ks. myös Tolvanen 2002 s. 212, Virolainen –

Ratan on valvontatyössään huomioitava EIS 6 artiklan vaatimukset oikeudenmukaisesta oikeudenkäynnistä kokonaisuudessaan erityisesti sellaisissa tilanteissa, joissa Ratan suorittamat tutkimukset voivat johtaa tosiasiallisesti rikosoikeudellisiksi luonnehdittaviin hallinnollisiin seuraamuksiin. Ratan antamien seuraamusten kohteena olevien henkilöiden oikeusturvaa on MAD:n implementoinnin yhteydessä pyritty turvaamaan ensinnäkin sillä, että julkisen huomautuksen tai varoituksen kohde voi valittaa kyseistä seuraamusta koskevasta päätöksestä markkinaoikeuteen. Toiseksi seuraamusmaksun määrää jo ensi asteena Ratan esityksestä markkinaoikeus. Markkinaoikeuden antamaan päätökseen voidaan hakea muutosta KHO:lta. RataL 26 b–26 e §:ssä on lisäksi annettu hallinnollisten seuraamusten vireillepanosta ja valmistelusta sekä asian selvittämisestä, käsittelystä ja muutoksenhausta tarkempia säännöksiä.

Ratan on hallinnollisia seuraamuspäätöksiä valmistellessaan ja antaessaan otettava huomioon myös hallintolaissa (HL) viranomaistoiminnalle asetetut vaatimukset. HL 31 §:n selvittämisvelvollisuus edellyttää, että Rata huolehtii asian riittävästä ja asianmukaisesta selvittämisestä hankkimalla asian ratkaisemiseksi tarpeelliset tiedot ja selvitykset. Asianosaisen kuulemista koskevien HL:n säännösten (34–37 §:t) perusteella asianosaiselle on muun muassa ennen asian ratkaisemista varattava tilaisuus lausua mielipiteensä sellaisista vaatimuksista ja selvityksistä, jotka saattavat vaikuttaa asian ratkaisuun. Asianosaiselle on ilmoitettava kuulemisen tarkoitus ja tarvittaessa yksilöitävä, mistä seikoista selvitystä pyydetään. Seuraamusta koskevasta päätöksestä on myös ilmettävä päätöksen perustelut ja yksilöity tieto siitä, miten asia on ratkaistu.[121]

Pölönen s. 291 ja Pellonpää s. 386, joiden mukaan toinen ja kolmas kriteeri ovat toisilleen vaihtoehtoisia, mutta se ei estä kokonaistarkastelua. Ks. kyseisistä kriteereistä myös Siitari-Vanne s. 536–537.

[121] Esimerkiksi Englannin FSA:n seuraamusprosessi on hyvin monivaiheinen. FSA:n käynnistettyä virallisen tutkintansa, se lähettää kohteelle selvityspyynnön, johon tutkinnan kohde voi antaa vastineensa. Vastineen saatuaan FSA voi lopettaa tutkimuksen tai antaa sen kohteelle suoraan ei-julkisen varoituksen taikka viedä asian edelleen erillisen komitean jatkokäsiteltäväksi (FSA Regulatory Decisions Committee, RDC). Kyseisessä komiteassa on jäseninä sen puheenjohtajaa lukuun ottamatta FSA:n ulkopuolisia ja julkisia intressejä edustavia asiantuntijoita. Tarkoituksena on ollut varmistaa se, etteivät asiaa tutkineet henkilöt ole itse mukana seuraamuksen määräämistä koskevassa päätöksentekoprosessissa. Komitea kuuluu hallinnollisesti FSA:n alaisuuteen ja sen jäsenet ovat FSA:n nimittämiä, mutta komitea on kuitenkin päätöksenteossaan FSA:sta riippumaton. Komitean katsottua asian vaativan jatkotoimenpiteitä se lähettää vastaajalle varoitusmuistutuksen (warning notice), johon tämä voi antaa vastineensa. Tämän jälkeen RDC voi päättää asian antamalla julkisen sanktion (decision notice). Vastaaja voi kuitenkin saattaa asian edelleen erillisen ”markkinatuomioistuimen” (Financial Services and Markets Tribunal) ratkaistavaksi. Tribunal käsittelee asian uudelleen ja yleensä julkisesti. Tribunalin antamasta ratkaisusta vastaajalla on edelleen valitusmahdollisuus valitustuomioistuimeen (the Court of Appeal). Viimeisenä käsittelyinstanssina asian voi vielä ottaa käsiteltäväksi House of Lords. FSA:lla on prosessin jokaisessa vaiheessa laajat mahdollisuudet myös neuvotella vastaajan kanssa asian ratkaisemisesta (settle-

Keskeinen mielenkiinnon kohde perus- ja ihmisoikeusnäkökulmasta on, voidaanko samasta teosta tai laiminlyönnistä antaa tekijälle sekä hallinnollinen seuraamus että rikosoikeudellinen tuomio.[122] Kyseinen mahdollisuus muodostaa ilmeisen ongelman saman menettelyn monenkertaisesta rankaisemisesta. Kansainvälisen rikosoikeuden periaatteisiin kuuluu, ettei ketään tule uudelleen tutkia, asettaa syytteeseen tai tuomita sellaisen rikoksen johdosta, josta on jo tuomio annettu. Kyseinen *ne bis in idem* -periaate kuuluu vakiintuneesti kansainvälisin sopimuksin varmistettuihin prosessuaalisiin ihmisoikeuksiin.[123]

Lähtökohtaisesti Ratan tai markkinaoikeuden aiemmin antaman hallinnollisen seuraamuksen estämättä voidaan sama menettely käsitellä myöhemmin myös

---

ment discussions). FSA:n antamista taloudellisista seuraamuksista n. 80 % perustuu sovitteluratkaisuihin. Englannissa osapuolet voivat lisäksi neuvotella säännösrikkomusten sopimisesta erillisesti asetetun sovittelijan myötävaikutuksella. Erilliseen sovitteluun voidaan viedä FSA:n tutkimia muita kuin rikosoikeudellisesti rangaistavia menettelytapoja. Ks. FSA 2003, FSA Report 2005, FSA Mediation Scheme sekä Ryley s. 219–227.

[122] Periaatteessa samasta teosta aiemmin annettu hallinnollinen seuraamus voitaisiin rikosasian yhteydessä ottaa huomioon rangaistuksen kohtuullistamisperusteena. RL 6:7:n mukaan rangaistusta lieventävänä seikkana on otettava huomioon myös tekijälle rikoksesta johtunut tai hänelle tuomiosta aiheutuva muu seuraus.

Ks. myös Mäenpää s. 396, jonka mukaan hallinnollinen sanktio ja rikosoikeudellinen rangaistus ovat määrättävissä myös toisiaan täydentävästi. Sanktion määrääminen hallinnollisessa menettelyssä ei sinänsä estä saman menettelyn lainvastaisuuden arvioimista vielä tuomioistuimessakin, rikosoikeudelliselta kannalta. Rikoslain 6:4:n (nykyisin 6:7) mukaan samasta teosta aikaisemmin määrätty hallinnollinen sanktio on kuitenkin Mäenpään mukaan otettava kohtuuden mukaan huomioon rikosoikeudellista rangaistusta määrättäessä. Mäenpään mukaan viranomainen voi yleensä myös määrätä hallinnollisen seuraamuksen, vaikka teosta on jo tuomittu rikosoikeudellinen rangaistus. Tällöin suhteellisuusperiaate kuitenkin edellyttää tuomitun rangaistuksen huomioon ottamista hallinnollista sanktiota määrättäessä.

[123] Kyseinen periaate on ilmaistu EIS 7 lisäpöytäkirjan 4 artiklassa. Kyseisen artiklan 1 kohdan mukaan: ”Ketään ei saa saman valtion tuomiovallan nojalla tutkia uudelleen tai rangaista oikeudenkäynnissä rikoksesta, josta hänet on jo lopullisesti vapautettu tai tuomittu syylliseksi kyseisen valtion lakien ja oikeudenkäyntimenettelyn mukaisesti.” Periaate on ilmaistu myös Kansalaisoikeuksia ja poliittisia oikeuksia koskevassa yleissopimuksessa (14.7 art), jonka mukaan: ”Syytetyn itseisarvoisiin oikeuksiin kuuluu kielto tutkia ja tuomita syytetty uudestaan rikoksesta, josta hänet on jo oikeusvoimaisella päätöksellä vapautettu tai tuomittu.” Erona kyseisten kieltojen välillä on erityisesti se, että EIS:n ne bis in idem -kielto on rajattu koskemaan vain valtionsisäistä kahteen kertaan rankaisemista. Ks. myös Koponen s. 63. Ne bis in idem -kiellon kansainvälisestä soveltamisalasta on säädetty myös RL 1:13:ssä.

Ks. Lahti 2003 s. 904–905, jonka mukaan ne bis in idem -periaate ei Suomessa rangaistusluonteisen hallinnollisen lainsäädännön (penal administrative law) rajallisen roolin vuoksi ole saanut hallinnollisten rangaistusten osalta samaa merkitystä kuin rikosoikeusjärjestelmissä perinteisesti.

Koposen s. 65 mukaan pohjoismaiden ulkopuolella käytetään erilaisia hallinnollisia sanktioita ja sovintoja rikosprosessin korvikkeena huomattavan laajasti. Esim. Englannissa verorikoksia ja velallisen rikoksia ei kovin laajalti käsitellä rikosprosessissa. Vastaavasti Saksassa rikosasioita sovitaan laajassa mitassa. Koska vakavampikin rikosepäily voidaan käsitellä loppuun tällaisissa muissa menettelyissä, on Koposen mukaan ymmärrettävää, että myös ne bis in idem -kiellon osalta hallinnolliset menettelyt ja sovinnot saatetaan rinnastaa rikosprosessiin.

rikosprosessia. Edellytyksenä on kuitenkin se, ettei aiemmin annettu hallinnollinen seuraamus ole tosiasiassa luonnehdittavissa rikosoikeudelliseksi seuraamukseksi ja etteivät kummatkin seuraamussäännökset koostu olennaisesti samoista tunnusmerkistötekijöistä.[124]

> Koposen mukaan ei ole perusteltua syytä luopua vaatimasta teolta samanlaista identiteettiä hallinnollisessa ja rikosprosessuaalisessa menettelyssä. Identiteettiarviointi koskee erityisesti menettelyn subjektiivisia tunnusmerkkejä. Koposen mukaan ne bis in idem -kiellon toteuttavan hallinnollisen sanktion tulisi perustua tekijän menettelyyn, jolta edellytetään edes suurin piirtein vastaavaa moitittavuutta kuin kysymykseen tulevassa rikostunnusmerkistössä. Muutoin Koposen mukaan rikosoikeudenkäynnin voi estää hallinnollinen prosessi, jossa langetettu sanktio ei ole missään suhteessa rikosoikeudelliseen seuraamukseen.[125]
>
> Esimerkiksi EIT:n tuomiossa Ponsetti and Chesnel v. France (14.9.1999) kaksoisrangaistuksen kieltoa ei katsottu loukatun, kun veronkorotuksen ja veropetoksen tunnusmerkistöt erosivat toisistaan jälkimmäisen edellyttäessä tahallisuutta.[126] Vastaavasti esimerkiksi Ruotsissa ei ole nähty estettä syyttää

---

[124] Ks. EIT:n tuomio Franz Fischer v. Austria (37950/97) [2001] ECHR 348, jossa EIT katsoi rikotun EIS 7 lisäpöytäkirjan 4 art. ne bis in idem -periaatetta. Tapauksessa henkilö oli tuomittu päihtyneenä ajamisesta ensin hallinnollisoikeudelliseen sakkorangaistukseen ja 20 päivän vankeusrangaistukseen sekä myöhemmin 6 kk rikosoikeudelliseen vankeusrangaistukseen. EIT:n mukaan olennaista periaatteen rikkomisessa oli se, että henkilöä oli syytetty ja rangaistu saman teon nojalla sekä hallinnollisen että rikosoikeudellisen seuraamussäännöksen mukaisesti, vaikka kumpikin rangaistussäännös koostui olennaisesti samoista tunnusmerkistötekijöistä. Sillä ei ollut merkitystä, että rikkomukset olivat nimellisesti erilaisia. EIT katsoi, että mikäli teko täyttää sekä hallinnollisoikeudellisen että rikosoikeudellisen rikkomuksen tunnusmerkistön, voi valtio sinällään vapaasti päättää kumman säännöksen nojalla henkilöä syytetään.

Ks. myös EIT:n tuomio Gradinger v. Austria (15963/90) [1995] ECHR 36. Tapauksessa henkilö tuomittiin rikosprosessissa kuolemantuottamuksesta hänen aiheutettuaan autoa ajaessaan polkupyöräilijän kuoleman. Vakavampaa tekoa koskeva syyte hylättiin, koska tuomioistuimen mielestä ei ollut näytetty, että henkilön veren alkoholipitoisuus olisi yltänyt 0,8 promilleen. Varsinaisen rikosprosessin jälkeen kyseinen henkilö tuomittiin samojen tosiseikkojen perusteella myös hallinnollisessa menettelyssä alkoholin vaikutuksen alaisena ajamisesta. Hallintoviranomaiset katsoivat tulleen näytetyksi, että henkilön veren alkoholipitoisuus oli tapahtumahetkellä ollut ainakin 0,95 promillea. EIT totesi, että sovelletut säännökset sinänsä erosivat sekä tarkoituksensa että rikosnimikkeiden osalta, mutta katsoi lisäpöytäkirjan 4 artiklaa kuitenkin loukatun, koska molemmat rangaistukset perustuivat samaan käyttäytymiseen.

[125] Koponen s. 65–66. Vrt. toisin Frände 2004 s. 948, jonka mukaan toimenpiteiden kohteena ollessa sama historiallinen tapahtuma, tahallisuudella tuskin voi olla merkitystä arvioitaessa sitä, onko kyse samasta asiasta. Ks. myös Virolainen – Pölönen 2004 s. 331, joiden mukaan argumenttia tahallisten ja tuottamuksellisten rikosten erottelusta kaksoisrangaistuksen kiellon näkökulmasta voidaan pitää mahdollisena.

[126] Ks. myös Pellonpään s. 604 viittaamaan Ranskaa koskeneeseen tapaukseen (valitukset 36855/97 ja 41731/98, päätös 1999), jossa EIT ei pitänyt EIS 7. lisäpöytäkirjan 4 artiklan vastaisena sitä, että valittajille oli ensin määrätty hallinnollisessa menettelyssä veronkorotusta tuloja koskevan ilmoittamisvelvollisuuden laiminlyönnistä, minkä jälkeen heidät oli tuomittu rikosprosessissa samojen

ja tuomita veropetoksesta sen jälkeen, kun henkilölle on määrätty veronkorotus. Kaksoisrangaistuksen kiellon on kuitenkin katsottu soveltuvan, jos kyse on vain tuottamuksellisesta veropetoksesta, joka muistuttaa tunnusmerkistöltään läheisemmin veronkorotussäännöksiä.[127]

RataL:iin sisältyvien uusien hallinnollisten seuraamusten luokittelemista tosiasiassa ”rikosoikeudellisiksi” puoltaa osin se, että niillä joiltain osin korvattiin AML:iin aiemmin sisältyneet rikosoikeudelliset rikkomussäännökset. Arvopaperimarkkinarikoksia koskevat tunnusmerkistöt sekä hallinnolliset seuraamussäännökset koostuvat markkinoiden väärinkäyttöä tarkoittavien tekojen ja laiminlyöntien osalta – subjektiivisen syyksiluettavuuden edellytyksiä lukuun ottamatta – olennaisesti myös samoista tunnusmerkeistä. Tässä mielessä kyse voi EIS:n näkökulmasta olla samasta asiasta.[128]

Esimerkiksi seuraamusmaksua voidaan ainakin osittain luonnehtia myös rangaistuksen luonteiseksi seuraamukseksi. Tätä puoltaa se, että erityisesti sisäpiirintiedon käyttöä ja kurssin vääristämistä koskevat kiellot kohdistuvat kaikkiin markkinoilla toimiviin henkilöihin, eivätkä vain rajattuun kohderyhmään. Erityisesti luonnollisille henkilöille annettava seuraamusmaksu voi olla luonnehdittavissa rangaistuksen luonteiseksi, joka EIS:n perusteella estäisi samaa asiaa koskevan rikossyytteen käsittelyn. Seuraamusmaksun suuruus huomioon ottaen

---

laiminlyöntien perusteella ehdolliseen vankeuteen ja sakkoihin. Kysymys ei ollut samasta rikoksesta eikä siten myöskään pöytäkirjan 4 artiklan loukkauksesta, koska hallinnollinen seuraamus oli mahdollinen pelkän – objektiivisesti todettavissa olevan – ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönnin perusteella, kun taas tuomitseminen verorikoksesta edellytti tuottamusta.

[127] Ks. SOU 2001:25 s. 211–215. Ks. ruotsalaisesta oikeuskäytännöstä sekä verorikokseen että veronkorotukseen tuomitsemisesta saman teon osalta Siitari-Vanne s. 519–520. Oikeuskäytännössä kyse ei ole katsottu olevan samasta asiasta, kun verorikokset ovat edellyttäneet tahallisuutta. Siitari-Vanne s. 521 kiinnittää huomion siihen, että eikö päättely hallinnollisen sanktion subjektiivisen viitekehyksen puuttumisesta ole juuri se ydinkysymys, minkä vuoksi hallinnollisesta sanktiosta ja rikosoikeudellisesta sanktiosta muodostuu käytännössä päällekkäisiä ja usein kohtuuttomia seuraamuksia. Siitari-Vanteen mukaan hallinnollisen sanktion määräämisen jälkeen esille tulevassa rikosoikeudenkäynnissä tulisi tarkastella sitä, onko henkilölle todellisuudessa jo määrätty ”rangaistus” syytteessä tarkoitetusta teosta sen johdosta, että henkilö on toiminut tahallisesti.

Siitari-Vanteen esittämää voidaan pitää perusteltuna siltä osin, että sanktioista päätettäessä on otettava huomioon tekijälle mahdollisesti jo aiemmin samasta teosta annettu sanktio. Aiemmin asiassa annettu hallinnollinen sanktio ei kuitenkaan saa estää rikossyytteen nostamista, jos tunnusmerkistöt eroavat toisistaan syyksiluettavuuden vaatimusten osalta, eikä aiemman sanktion määräämisessä ole voitu ottaa huomioon teon moitittavuutta.

[128] Toisaalta viimeinen valitusaste RataL:n hallinnollisista seuraamuksista on KHO, joka ei ole toimivaltainen käsittelemään rikosasioita. Tämä puoltaisi tulkintaa, jonka mukaan kyseiset hallinnolliset seuraamukset eivät olisi luonnehdittavissa rikosoikeudellisiksi.

EIS 6 artiklan näkökulmasta voisi olla perustellumpaa, että valitusoikeus olisi rikosasioiden käsittelyyn toimivallan omaavaan KKO:een. Ks. esim. EIT:n tuomiot Engel and others v. The Netherlands (5100/71;…) [1976] ECHR 3 sekä Özturk v. Germany (8544/79) [1984] ECHR 1.

Ratan valvottavalle tai muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle yhteisölle annettavaa seuraamusmaksua ei sen sijaan välttämättä ole katsottava rangaistuksen luonteiseksi. Ratan julkisen huomautuksen ja varoituksen voidaan selkeimmin katsoa täyttävän ennaltaehkäisevän ja varoittavan seuraamuksen kriteerit. Näin erityisesti silloin, kun julkinen huomautus tai varoitus annetaan Ratan valvottavalle tai muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle yhteisölle.

Ongelma ei kuitenkaan käytännössä ole ilmeinen, koska hallinnollisista seuraamussäännöksistä ja niiden perusteluista ilmenee, että hallinnolliset seuraamukset ja rikosoikeudelliset seuraamukset on tarkoitettu toisilleen vaihtoehtoisiksi seuraamuksiksi. Rata ei siten käytännössä antane julkista huomautusta tai varoitusta taikka esitä markkinaoikeudelle seuraamusmaksun määräämistä, mikäli sillä on syytä epäillä menettelyn täyttävän RL:n tunnusmerkistön.[129] Tällöin Rata tekee asiasta tutkintapyynnön poliisille. Ne bis in idem -periaate voi kuitenkin aktualisoitua tilanteissa, joissa jokin muu taho on saattanut asian poliisin esitutkintaan, ja Rata tai markkinaoikeus on jo aiemmin antanut samasta asiasta hallinnollisen seuraamuksen.

Seuraamusmaksu voidaan lain perustelujen mukaan määrätä myös sekä oikeushenkilölle että luonnolliselle henkilölle samasta teosta tai laiminlyönnistä.[130] Ne bis in idem -periaatteen vastaiseksi ei myöskään ole katsottu sitä, että sekä oikeushenkilöä että luonnollista henkilöä syytetään samasta teosta samojen tosiseikkojen perusteella.[131] Esimerkiksi Ratan tai markkinaoikeuden listayhtiölle

---

[129] Seuraamusmaksua ei RataL 26a.3:n mukaan voi määrätä, jos asia on vireillä esitutkinnassa, syyteharkinnassa tai tuomioistuimessa rikosasiana. Säännöksen perustelujen HE 137/2004 s. 82 mukaan tästä seuraamusmaksun määräämisen edellytyksestä seuraa myös, että jos syyttäjä on tehnyt asiassa syyttämättä jättämistä koskevan päätöksen oikeudenkäynnistä rikosasioissa annetun lain (689/1997) 7 tai 8 §:n nojalla, samasta teosta ei voi määrätä seuraamusmaksua. Tilanne on sama, jos tuomioistuin on jättänyt rangaistuksen tuomitsematta rikoslain 3 luvun 5 §:n (nyk. RL 6:12) nojalla.

Kyseisiä perusteluja voi tulkita siten, että poliisin tehdessä asiassa esitutkinnan lopettamispäätöksen tai syyttäjän tehdessä muun kuin seuraamusluonteisen syyttämättäjättämispäätöksen taikka tuomioistuimen jättäessä rangaistuksen tuomitsematta muulla kuin RL 6:12:n perusteella, voisi seuraamusmaksu tulla määrättäväksi. Seuraamusmaksun määrääminen kyseisissä tilanteissa voi kuitenkin olla kyseenalaista ne bis in idem -periaatteen näkökulmasta, jonka mukaan ketään ei saa uudelleen tutkia tai asettaa syytteeseen sellaisesta rikoksesta, josta hänet on jo lopullisesti vapautettu tai tuomittu. Periaatteeseen sisältyvän kiellon asian uudelleen tutkimiselle ja syyttämiselle voidaan siten katsoa olevan voimassa myös muiden kuin ns. syyksilukevien syyttämättäjättämispäätösten ja RL 6:12:n perusteella annettujen tuomioiden osalta. Seuraamusmaksu tulisi kuitenkin voida määrätä poliisin esitutkinnan lopettamispäätöksen jälkeen tilanteissa, joissa tutkintapyyntö on tehty ainoastaan tarkoituksena estää asiaa koskevan seuraamusmaksuprosessin käynnistäminen.

[130] Pääsääntöisesti seuraamusmaksu tulee perustelujen mukaan määrätä kuitenkin oikeushenkilölle. Kummallekin maksun määrääminen on katsottu perustelluksi vain sellaisissa poikkeustapauksissa, joissa luonnollinen henkilö on toiminut erityisen moitittavasti. HE 137/2004 s. 81–82.

[131] De La Cuesta s. 710–711.

antaman hallinnollisen seuraamuksen estämättä voidaan listayhtiön johtohenkilöitä vastaan käynnistää myös rikosoikeudellinen prosessi. Kyseistä mahdollisuutta vähentää kuitenkin käytännössä se, ettei hallinnollisia seuraamuksia ainakaan pääsääntöisesti tule antaa teoista ja laiminlyönneistä, jotka mahdollisesti täyttävät RL:ssa säädetyn rikoksen tunnusmerkistön.

Vastaavasti pörssin arvopaperinvälittäjille tai listayhtiöille antamien kurinpitoseuraamusten ei voida katsoa olevan ongelmallisia suhteessa rinnakkaisiin hallinnollisiin tai rikosoikeudellisiin seuraamuksiin, koska pörssin kurinpitoseuraamukset annetaan tyypillisesti yhteisöille ja niitä voidaan luonnehtia lähinnä sopimusoikeudellisiksi seuraamuksiksi. Tarkoituksenmukaisena ei sen sijaan voida ainakaan kaikissa tapauksissa pitää sitä, että sekä pörssi että Rata antavat samasta menettelystä oman seuraamuksensa.

Ne bis in idem -periaatteen lisäksi hallinnollisia seuraamuksia voidaan arvioida myös EIS 6(2) mukaisen syyttömyysolettaman näkökulmasta.[132] Syyttömyysolettaman ydin on syyttäjän todistustaakka eli syyttäjälle asetettu velvollisuus näyttää syyllisyys toteen.[133] Ongelmalliseksi voi muodostua esimerkiksi ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta AML:ssa omaksuttu ankaraa vastuuta muistuttava sääntelymuoto sisäpiirintiedon käyttökiellon osalta. Vastaava jännite on olemassa AML:ssa säädetyn kurssin vääristämiskiellon osalta.[134] Ongelmaa kuitenkin vähentää se, että RataL:ssa hallinnollisten seuraamusten soveltamiselta edellytetään tuottamusta. Toisaalta vahvaakaan presumptiota syyllisyydestä ei ole EIT:n ratkaisukäytännössä pidetty syyttömyysolettaman vastaisena, kunhan tuomioistuimella on tietty mahdollisuus tapauskohtaiseen harkintaan.[135]

Hallinnollisen seuraamusvastuun edellytyksenä tulee kuitenkin olla syyllisyysperiaate ja toisintoimimismahdollisuus.[136] Syyllisyysperiaate edellyttää Ra-

---

[132] Syyttömyysolettama ilmenee EIS 6(2) artiklasta mutta on myös yksi EIS 6(1) artiklan oikeudenmukaisuusvaatimuksista. Syyttömyysolettaman on toisinaan katsottu soveltuvan myös erilaisiin hallinnollisiin mutta rikosoikeudellisiksi luonnehdittaviin prosesseihin. Virolainen – Pölönen 2004 s. 282 ja 291. Ks. myös Lau Hansen 2003a s. 57.

[133] Virolainen – Pölönen 2004 s. 283–284.

[134] Ks. HE 137/2004 s. 70, jonka mukaan MAD ei edellytä tekijältä tarkoitusta vääristää kurssitasoa ja kiellettynä kurssin vääristämisenä on pidettävä kurssin vääristämistä osoittavien harhaanjohtavien toimenpiteiden suorittamista sinänsä.

[135] Ks. esim. EIT:n tuomio Janosevic v. Sweden 34619/97 [2002] ECHR 618 § 100–104 ja Virolainen – Pölönen 2004 s. 327–329. Ks. myös Koponen s. 72 ja Ervo s. 144.

Ks. myös Asp s. 185–186, jonka mukaan EY-oikeudessa on osittain hyväksytty jopa rikosseuraamuksiin liittyvä ankara vastuu edellyttäen, että kyseinen järjestelmä on suhteellisuusperiaatteen mukaisesti tarpeellinen ja sopiva kyseisellä sääntelyllä tavoiteltujen päämäärien saavuttamiseksi.

[136] Ks. Asp s. 398–399, jonka mukaan rikosoikeudellisia periaatteita, kuten syyllisyysperiaatetta, tulee varsinaisten rikosoikeudellisten seuraamusten osalta soveltaa ehdottomammin kuin rangaistusluonteisten hallinnollisten seuraamusten osalta.

Ks. syyllisyysperiaatteesta ja toisintoimimismahdollisuudesta ihmisarvon loukkaamattomuuden periaatteina esim. Melander 2002 s. 943.

tan ja markkinaoikeuden esittävän perustelut menettelyn tahallisuuden tai huolimattomuuden osalta. Perusteluvelvollisuuden voidaan katsoa korostuvan tilanteissa, joissa seuraamuksen kohde on luonnollinen henkilö tai jos kyseessä on ennemminkin rikosoikeudelliseksi luonnehdittava hallinnollinen sanktio.[137]

8.3 RATAN VALVONTAEDELLYTYKSET JA TUTKINTAVALTUUDET

Markkinoiden tehokas valvontajärjestelmä on keskeinen edellytys markkinoiden luotettavalle toiminnalle. Ratan asemaa ja sen käytettävissä olevia keinoja markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten havaitsemiseksi ja niiden tutkimiseksi on syytä korostaa.[138] Toteuttaakseen lain asettaman velvollisuuden arvopaperimarkkinoiden valvomiseksi on Ratalla oltava siihen tarvittavat toimintaedellytykset ja -valtuudet.[139] Ratan riittävän tehokkaita valvonta- ja tutkintavaltuuksia voidaan pitää perusteltuina useasta eri syystä.[140]

---

[137] Ks. myös EIT:n tuomio Janosevic v. Sweden 34619/97 [2002] ECHR 618 § 104, jossa EIT katsoi veronkorotusmenettelyn luonteen rikossyytteenä edellyttävän tarkkaa yksittäistapauksellista teon subjektiiviset elementit huomioon ottavaa harkintaa siitä, onko tapauksessa perusteita jättää veronkorotus määräämättä.

[138] Arvopaperimarkkinarikoksia koskeneen lakiuudistuksen yhteydessä yleisön luottamusta kaupankäynnin rehellisyyteen ja tasapuolisuuteen katsottiin olevan syytä lisätä uusien rangaistussäännösten ohella myös tehostamalla Ratan toimintaa. Ilman tehokasta valvontaa rangaistussäännösten merkityksen todettiin jäävän vähäiseksi. Ks. LaVM 28/1998.

Ks. myös Kurenmaa s. 335–336, joka korostaa valvontaviranomaisten tehokkaan sisäpiirivalvonnan edellyttämien riittävien tutkintavaltuuksien merkitystä.

[139] Ratan riittäviä valvonta- ja tietojensaantivaltuuksia voidaan perustella myös HL 31 §:ään perustuen, jonka mukaan viranomaisen on huolehdittava asian selvittämisestä. Riittäviä valtuuksia voidaan perustella myös PL 22 §:ään sisältyvän julkisen vallan perusoikeuksien turvaamisvelvollisuuden näkökulmasta.

[140] Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) suositti vuonna 2001 tekemässään selvityksessä Ratalle laajempia tietojensaanti- ja sanktiovaltuuksia markkinoiden väärinkäytöstapauksissa sekä tiedonantovelvollisuuksien rikkomistapauksissa. Ks. HE 175/2002 s. 23.

Ks. myös IOSCO 2002, jonka antamien suositusten mukaan valvontaviranomaisella tulee olla rikkomusten selvittämiseksi riittävät tarkastus- ja tutkintavaltuudet. Lisäksi valvontaviranomaisella tulee olla käytössään riittävät pakkokeinot valvonnan toteuttamiseksi ja säännösten noudattamisen varmistamiseksi. Valvontajärjestelmän on myös varmistettava näiden keinojen tehokas käyttö.

Esimerkiksi Englannissa FSA:lle koettiin lakiuudistuksen yhteydessä vuonna 2000 tarpeelliseksi antaa huomattavan laajat tutkinta- ja tiedonsaantivaltuudet. Kyseiset valtuudet muistuttavat paljolti rikostutkintaviranomaisten käytössä olevia valtuuksia. Englannissa laajoja rikoksia tutkivana viranomaisena on Serious Fraud Office, jolle Englannin rikoslaissa (Criminal Justice Act) myönnettyjä tutkintavaltuuksia FSA:lle myönnetyt valtuudet nykyisin paljolti muistuttavat. Ks. Jones – Johnstone s. 121.

Rata on käytännössä ainoa taho, jolla on tosiasialliset mahdollisuudet valvoa markkinoilla tapahtuvien menettelytapojen lainmukaisuutta. Väärinkäytösten paljastaminen ja kiinnijäämisriskin lisääminen edellyttävät tiedonsaantivaltuuksien riittävyyttä. Tietojensaantivaltuudet ovat usein tarpeen jo siksi, että voidaan edes epäillä säännöksiä rikotun.[141] Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvista väärinkäytöksistä tehdyt tutkintapyynnöt ovat lähes poikkeuksetta Ratan tekemiä. Ilmitulleen arvopaperimarkkinarikollisuuden määrä on olennaisesti riippunut Ratan suorittaman valvonnan aktiivisuudesta ja tehokkuudesta.

Ratan vastuuta rikkomusten paljastamisessa korostaa osaltaan se, etteivät väärinkäytösten kohteeksi joutuneet sijoittajat välttämättä edes tiedä joutuneensa väärinkäytösten uhreiksi. Etenkään piensijoittajilla ei ole riittävää tietoa eikä resursseja puuttua väärinkäytöksiin. Markkinoilla toimivilla suurilla sijoittajilla voi puolestaan olla muita syitä olla reagoimatta epäilemiinsä väärinkäytöksiin.[142] Markkinoilla toimivat institutionaaliset sijoittajat eivät käytössään olevien resurssien ja riskinhallintajärjestelmiensä vuoksi edes joudu niin helposti väärinkäytösten kohteiksi tai kärsi niiden aiheuttamista taloudellisista vahingoista. Markkinaosapuolien keskuudessa vallitseva toimintakulttuuri, keskinäinen solidaarisuus sekä epämuodollisen ”sisäisen kontrollin” puute voivat olla osasyitä harvoille ”ilmiannoille” markkinoiden sisältä.[143]

Ratan riittävät valtuudet eivät ole välttämättömiä yksinomaan väärinkäytösepäilyjen paljastamiseksi. Ratan valtuudet ovat tärkeitä myös mahdollisen väärin-

---

Samoin Yhdysvalloissa valvontaviranomaisen (SEC) tiedonsaantivaltuudet ovat hyvin laajat. SEC voi hankkia epäillyiltä tietoa esimerkiksi käyttämällä SEC:n haasteoikeutta, joka velvoittaa vastaajat antamaan todistajanlausuntoja tai muuta todistusaineistoa. Newkirk – Robertson s. 9.

[141] Ratalle on laissa nimenomaisesti katsottu kuuluvan arvopaperien kaupankäynnin valvonta sekä epäiltyjen sisäpiirintiedon väärinkäyttötapausten sekä muiden arvopaperimarkkinarikosten tutkinta. Ks. HE 137/2004 s. 34 ja HE 175/2002 s. 42.

[142] Suuremmat instituutiosijoittajat eivät ehkä lähde helposti peräämään oikeuksiaan väärinkäytösten ”uhreina” sen vuoksi, että väärinkäytösten kohteeksi joutuminen voitaisiin osin katsoa olleen seurausta heidän omasta epäpätevästä tai ammattitaidottomasta toiminnastaan. Lisäksi väärinkäytösten julkisuuteen tuomisen voitaisiin kokea heikentävän markkinoiden uskottavuutta ja toimivan näin markkinoilla toimivien ammattilaisten intressien vastaisesti. Paljastuneiden väärinkäytösten voitaisiin mahdollisesti myös pelätä johtavan valvonnan, säännösten ja sanktioiden kovenemiseen. Ks. Häyrynen 2002 s. 169–170.

[143] Ks. Häyrynen 2002 s. 169–170 ja Jokinen – Häyrynen – Alvesalo s. 132, jossa yritysmaailman sisältä tulevien ilmiantojen vähäisyyden talousrikosten osalta katsottiin aiheutuvan etenkin näytön epävarmuudesta ja epävarmuudesta siitä, onko kyseessä ylipäätään rikos sekä rikosepäilyistä yrityksille aiheutuvista kielteisistä mainekustannuksista.

Myös Ruotsissa syyttäjälle lähetetyistä sisäpiiritapauksista vain n. 10 % on saanut alkunsa markkinoilta tulleista vihjeistä. Wesser s. 192–193.

Yhdysvalloissa sen sijaan huomattava osuus SEC:n käsittelemistä sisäpiiririkkomuksista on paljastunut nimenomaan SEC:lle markkinoilta tulleiden ilmiantojen johdosta, eikä niinkään sen omien valvontaohjelmien avulla. Ks. Rider 2000 s. 238.

käytöksen ja teosta epäiltyjen henkilöiden selvittämiseksi sekä niitä koskevan näytön hankkimiseksi. Kuten jo aiemmin esitettiin, arvopaperimarkkinarikoksia koskeneiden syyttämättäjättämispäätösten perusteella keskeinen ongelma syyteharkinnassa on ollut riittävän näytön saaminen. Arvopaperimarkkinarikosten osalta syyttäjän käytettävissä olevaan näyttöön vaikuttaa poliisin hankkiman esitutkinta-aineiston ohella huomattavasti Ratan omissa selvityksissään keräämä aineisto. Vaikka poliisiviranomaisilla onkin käytössään riittävät valtuudet rikosten selvittämiseksi, ei tämä tarkoita sitä, etteikö Ratan valtuuksien lisäämistä voisi pitää perusteltuna. Käytännössä Ratan on kyettävä selvittämään tutkimuksissaan ne oikeustosiseikat, jotka vaikuttavat syyteharkintaan ja pyrittävä myös hankkimaan niiden toteennäyttämisen edellyttämää näyttöä.[144] Poliisin suorittaman esitutkinnan tuloksellisuuteen ja asian myöhempään ratkaisemiseen vaikuttaa keskeisesti se, kuinka kattavasti Rata kykenee omat tutkimuksensa suorittamaan.

Ratan riittävät tutkintavaltuudet mahdollistavat myös tutkinnan reaaliaikaisuuden. Poliisi voi aloittaa esitutkinnan Ratan tekemien tutkintapyyntöjen nojalla mahdollisesti vasta vuosien jälkeen tutkintapyynnön saapumisesta. Myöhemmän syyteprosessin lopputulokseen vaikuttaa olennaisesti se, kuinka paljon ja kuinka nopeasti olennaista informaatiota kyetään hankkimaan. Ratan tulee kyetä valvomaan ja selvittämään markkinoilla tapahtuvia väärinkäytöksiä mahdollisimman nopeasti niiden tapahtuessa. Välitön puuttuminen rikkomuksiin toimii myös väärinkäytöksiä ennaltaehkäisevänä tekijänä.

Oman ongelmansa on aiheuttanut se, että vähäisten tiedonhankintavaltuuksiensa vuoksi Rata on voinut joutua toimittamaan tutkintapyyntönsä poliisille pelkästään tietojensaannin vuoksi. Tällöin esitutkintaan on toimitettu tapauksia, joita ei sinne olisi toimitettu, jos asioiden tila olisi aikaisemmin selvinnyt. Ratan valtuuksia voidaan perustella siten myös sillä, ettei poliisin esitutkintaan tarvitsisi lähettää tapauksia ainoastaan tarvittavien tietojen saamiseksi. Riittävät tietojensaantivaltuudet edistävät perusteltujen tutkintapyyntöjen tekemistä ja ovat tarpeellisia sekä epäiltyjen oikeusturvan että rikosvastuun käytännön toteutumisen näkökulmasta.[145]

---

[144] Kansainvälisesti tarkasteltuna valvontaviranomaisten tehtävänä on tyypillisesti myös todistusaineiston kerääminen ennen asian toimittamista yleiselle syyttäjälle syyteharkintaa varten. Ks. IOSCO 2003.

[145] Ks. myös Kurenmaa s. 296, jonka mukaan sekä epäiltyjen oikeusturvaintressi että rikoksen selvittämisintressi vaatisi Ratan virallista kuulemisoikeutta tilanteissa, joissa lisänäytön saaminen myöhemmässä poliisin esitutkinnassa ei ole todennäköistä.

Ks. myös HE 137/2004 s. 34 ja 45, jossa Ratan aikaisempaa laajempien tutkintavaltuuksien katsotaan vähentävän poliisin työmäärää kahdella eri tavalla. Ensinnäkin poliisin ei ole tarpeen toimittaa esitutkintaa epäilyistä, jotka jo Ratan suorittamissa tutkimuksissa osoittautuisivat perusteettomiksi. Toiseksi Rata kykenisi perusteellisemmin valmistelemaan poliisille tekemänsä tutkin-

8.3.1 MAD:n valvonta- ja tutkintavaltuudet

MAD (12 art.) edellyttää valvontaviranomaiselle annettavan kaikki valvonta- ja tutkintavaltuudet, jotka ovat tarpeen sen tehtävien hoitamiseksi.[146] Valvontaviranomainen voi käyttää tällaisia valtuuksia joko (a) suoraan; tai (b) yhdessä muiden viranomaisten kanssa tai markkinoilla toimivien yritysten kanssa; tai (c) omalla vastuullaan, antamalla valtuudet tällaisille viranomaisille tai markkinoilla toimiville yrityksille; taikka (d) saattamalla asian toimivaltaisten oikeusviranomaisten käsiteltäväksi. Kyseisiin valtuuksiin on katsottu kuuluvan esimerkiksi oikeus vaatia tietoja kaikilta henkilöiltä ja tarvittaessa kutsua henkilö kuultavaksi.[147]

MAD:n (16 art.) mukaan jäsenvaltioiden valvontaviranomaisten on myös toimittava yhteistyössä keskenään, avustettava muiden jäsenvaltioiden valvontaviranomaisia sekä erityisesti vaihdettava tietoja ja harjoitettava yhteistyötä tutkintatoiminnassaan. Valvontaviranomaisten on myös välittömästi toimitettava toisen valtion valvontaviranomaisen pyytämät tiedot ja tarvittaessa välittömästi toteutettava tarvittavat toimenpiteet kerätäkseen pyydetyt tiedot. Direktiivin mukaan jäsenvaltion viranomainen voi myös pyytää toisen jäsenvaltion viranomaista toimittamaan tutkimuksen alueellaan.[148] Rajat ylittävän toiminnan lisääntymi-

---

tapyynnöt. Ratan laajemmat tutkintavaltuudet olisivat siten omiaan myös nopeuttamaan tutkittavien asioiden loppuun saattamista ja osaltaan vähentämään poliisin talousrikostutkinnassa esiintyvää jutturuuhkaa. Tämä puolestaan parantaisi erityisesti osapuolten, mukaan lukien epäilyn kohteena olevien, oikeusturvaa.

[146] MAD 11 artiklan ensimmäisen kohdan mukaan kunkin jäsenvaltion on nimettävä yksi ainoa hallintoviranomainen, jolla on toimivalta varmistaa, että direktiivin mukaisesti hyväksyttyjä säännöksiä sovelletaan, sanotun kuitenkaan rajoittamatta oikeusviranomaisten toimivaltaa.

[147] MAD 12 artiklan toisen kohdan mukaan valtuuksia käytetään kuitenkin kansallisen lainsäädännön mukaisesti. Direktiivin mukaan valtuuksiin kuuluu vähintään oikeus (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.

[148] MAD 16 artiklan mukaan tilanteessa, jossa pyynnön kohteena oleva toimivaltainen viranomainen ei pysty toimittamaan pyydettyjä tietoja välittömästi, sen on ilmoitettava pyynnön esittäneelle toimivaltaiselle viranomaiselle syyt tähän. Direktiivin mukaan toimivaltaiset viranomaiset voivat kieltäytyä toimittamasta pyydettyjä tietoja, jos (a) tietojen antaminen voisi vaikuttaa haitallisesti pyynnön saaneen jäsenvaltion täysivaltaisuuteen, turvallisuuteen tai yleiseen järjestykseen, (b) pyynnön tarkoittamia toimia ja henkilöitä koskeva oikeudenkäynti on pantu vireille pyynnön saaneessa jäsenvaltiossa tai (c) pyynnön saaneessa jäsenvaltiossa on jo annettu näitä henkilöitä ja näitä tekoja koskeva lainvoimainen tuomio. Viranomaiset voivat myös ainoastaan vastaavilla perusteilla kieltäytyä suorittamasta toisen jäsenvaltion viranomaisen pyytämän tutkimuksen suoritta-

sen on katsottu edellyttävän parempaa yhteistyötä ja kattavaa säännöstöä toimivaltaisten kansallisten viranomaisten tietojenvaihtoa varten. Valvonnan ja tutkintavaltuuksien organisointi kussakin jäsenvaltiossa ei saisi estää toimivaltaisten kansallisten viranomaisten välistä yhteistyötä.[149]

8.3.2 Ratan erityinen tietojensaantioikeus ja kuulemisoikeus

Ratan käytössä olevat valvonta- ja tutkintavaltuudet ovat olleet puutteellisia. Väärinkäytösten selvittämisen näkökulmasta ongelmana on ollut se, ettei Rata ole voinut velvoittaa kaikkia markkinaosapuolia antamaan sille valvonnan edellyttämiä tietoja. Rata on voinut saada tietoja ainoastaan valvottaviltaan ja tietyiltä muilta lain määrittelemiltä osapuolilta.[150] Ongelmana on ollut erityisesti se, ettei Ratalla ole ollut oikeutta vaatia markkinoilla toimivilta sijoittajilta esimerkiksi sisäpiirikaupankäynnin ja muiden markkinoiden väärinkäytösten valvonnan edellyttämiä tietoja.

MAD:n implementoinnin yhteydessä Ratan tietojensaantioikeutta laajennettiin. Lakiin lisättiin markkinoiden väärinkäyttöön liittyvää erityistä tietojensaantioikeutta koskeva säännös (RataL 15 a §). Pykälän 1 momentin mukaan Ratalla on salassapitosäännösten estämättä oikeus saada valvottavalta, muulta rahoitusmarkkinoilla toimivalta sekä näiden hallituksen jäseneltä, toimitusjohtajalta ja palveluksessa olevalta arvopaperimarkkinalain tai sen nojalla annettujen markkinoiden väärinkäyttöä tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevien säännösten noudattamisen valvomiseksi tarpeelliset tiedot liittyen säännöksessä tarkoitettuihin arvopapereihin, niiden liikkeeseenlaskijoihin, kyseisillä arvopapereilla tehtyihin liiketoimiin ja toimeksiantoihin sekä muut mainittujen säännösten valvonnan kannalta tarpeelliset tiedot.[151]

---

mista alueellaan. Toimivaltainen viranomainen, jonka tietojensaantipyyntöä tai pyyntöä tutkimuksen aloittamisesta ei täytetä kohtuullisessa ajassa tai jonka pyynnön täyttämisestä kieltäydytään, voi viedä täyttämättä jättämisen Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komiteaan.

[149] MAD johdantolause 40.

[150] Ratan tietojensaanti- ja tarkastusvaltuudet (RataL 15 §) kohdistuivat ennen MAD:n implementoimiseksi tehtyä lakiuudistusta ainoastaan sen valvottaviin ja RataL 6 §:ssä yksilöityihin ”muihin rahoitusmarkkinoilla toimiviin”.

[151] Ks. myös RataL 15.2–3:iin tehdyt myöhemmät muutokset (23.6.2005/449), joissa Ratan valvontavaltuuksia edelleen laajennettiin. Ratalle annettiin oikeus saada valvonnan kannalta tarpeellisia tietoja valvottavan ja muun rahoitusmarkkinoilla toimivan yhteisön hallintoneuvoston jäseniltä ja siltä, jolla on määräysvalta valvottavassa tai muussa rahoitusmarkkinoilla toimivassa tai joka on valvottavan tai muun rahoitusmarkkinoilla toimivan määräysvallassa sekä näiden tilintarkastajilta.

RataL 15a.2:n mukaan Ratalla on pykälän 1 momenttia vastaava oikeus saada yksilöityä liiketointa koskevia, valvonnan kannalta välttämättömiä tietoja, valvottavan ja muun rahoitusmarkkinoilla toimivan lukuun tai puolesta toimivalta, säännöksessä tarkoitettuja arvopapereita koskevaan liiketoimeen tai toimeksiantoon osalliselta sekä muulta henkilöltä, jolla voidaan perustellusta syystä olettaa olevan 1 momentissa tarkoitettuja tietoja.[152] Kyseisen momentin tietojensaantioikeus on siten rajoitettu yksilöityä liiketointa koskeviin tietoihin. RataL 15.6:iin myöhemmin tehty muutos (23.6.2005/449) edelleen laajensi Ratan tietojensaantivaltuuksia. Säännöksen mukaan Ratalla on oikeus saada yksilöityä valvontatointa varten valvonnan kannalta välttämättömiä tietoja, asiakirjoja ja tallenteita sekä jäljennöksiä asiakirjoista ja tallenteista muulta kuin edellä tässä pykälässä tarkoitetulta henkilöltä, jolla voidaan perustellusta syystä olettaa olevan valvontatoimen kannalta tarpeellista tietoa taikka asiakirjoja tai tallenteita.

RataL:iin lisättiin MAD:n implementoinnin yhteydessä myös säännös markkinoiden väärinkäyttöön liittyvästä kuulemisesta (RataL 15b §). Säännöksen mukaan Ratalla on oikeus tarvittaessa kutsua 15 a §:ssä tarkoitettu henkilö kuultavaksi arvopaperimarkkinalain tai sen nojalla annettujen markkinoiden väärinkäyttöä taikka säännöksessä tarkoitettujen arvopaperien arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista koskevien säännösten noudattamisen valvomiseksi.

Kuultavaksi kutsutulla henkilöllä ei säännöksen perustelujen mukaan kuitenkaan ole velvollisuutta saapua kuultavaksi. Ratan kuultavaksi saapuneella henkilöllä ei perustelujen mukaan myöskään ole erityistä lakiin perustuvaa velvollisuutta pysyä totuudessa, vaan henkilöllä on sama totuudessa pysymisvelvollisuus kuin muutoinkin viranomaisten kanssa asioidessaan. Valvottavilla ja muilla rahoitusmarkkinoilla toimivilla sekä niiden palveluksessa olevilla on kuitenkin katsottu olevan RL 16:8:n nojalla totuudessa pysymisvelvollisuus, jos Rata suorittaa kuulemisen tarkastustoimintansa yhteydessä.[153]

---

[152] Tietojensaantioikeuden laajentamista perusteltiin esitöissä HE 137/2004 s. 78 sillä, että lainvastaiseen sisäpiirintiedon käyttöön ja kurssin vääristämiseen voi syyllistyä kuka tahansa. Kuka tahansa voi periaatteessa olla myös tietoinen seikoista, jotka ovat merkityksellisiä markkinoiden väärinkäyttöepäilyjen selvittämisessä. Jotta Rata voisi selvittää mahdollisimman tehokkaasti markkinoiden väärinkäyttöepäilyt, sillä olisi oltava mahdollisuus saada tietoja myös muilta kuin valvottavilta ja muilta rahoitusmarkkinoilla toimivilta. Myös Ratan valvonta- ja selvitystoimien kohteena olevien henkilöiden oikeusturva edellyttää, että Rata pystyy tekemään päätöksensä asianmukaisten ja paikkansapitävien tietojen perusteella.

[153] HE 137/2004 s. 79. Ks. TaVM 4/2005 s. 2, joka katsoi ehdotettujen kuulemista ja paikalletuloa koskevien toimivaltuuksien turvaavan hallinnolliselle valvontaviranomaiselle normaalitilanteessa riittävät oikeudet puuttumatta kuitenkaan pakkokeinolainsäädännön piiriin kuuluviin toimivaltuuksiin. Valiokunnan mukaan kyseiset valtuudet tulee jatkossakin pysyttää poliisilla ja oikeusviranomaisilla.

Ratalle säädetyn kuulemisoikeuden vapaaehtoisuutta voidaan osin pitää kyseenalaisena valvontaviranomaisten kansainvälisen yhteistyön näkökulmasta. MAD:ssa säädetyn yhden toimivaltaisen viranomaisvaatimuksen tarkoitus on nimenomaan tehostaa viranomaisten kansainvälisen yhteistyön tehokkuutta väärinkäytösten tutkimisessa. Ratan riittäviä kuulemisvaltuuksia voidaan perustella sillä, ettei poliisi voi viipymättä suorittaa esimerkiksi toisen EU:n jäsenvaltion valvontaviranomaisen virka-apupyynnön edellyttämiä kuulemisia. Ulkomaisissa virka-apupyynnöissä on usein kyse myös virka-apua pyytävän valvontaviranomaisen kotimaassa hallinnollisesti sanktioiduista väärinkäytöksestä. Kyseisen väärinkäytöksen perusteella pyydettävään, kuulemista koskevaan virka-apupyyntöön Suomen poliisi ei edes voisi antaa kansainvälistä virka-apua, koska tällöin kyse ei olisi rikosasian käsittelystä.[154] Arvopaperimarkkinoiden valvojien kansainvälisen kattojärjestön (IOSCO) yhteistyösopimus (MOU) edellyttää myös sopimuksen allekirjoittavilta valtioilta nimenomaista kuulemisoikeutta myös hallinnollisesti sanktioitujen väärinkäytösten osalta. Mikäli Rata eikä poliisi voi täyttää muiden valtioiden valvontaviranomaisten edellyttämiä tutkintatoimenpiteitä, voi tämä heikentää ulkomaisten valvontaviranomaisten sekä ulkomaisten sijoittajien luottamusta Suomen arvopaperimarkkinoiden valvontaan.[155]

8.3.3 Perus- ja ihmisoikeusnäkökulma

Hallinnollisten sanktioiden ohella myös valvontaviranomaisen tutkintavaltuudet voivat aiheuttaa ongelmia perus- ja ihmisoikeuksien näkökulmasta.[156] Ratan

---

[154] Ks. myös HE 31/2003 yksityiskohtaiset perustelut 3 artikla, jonka mukaan EU:n jäsenvaltioiden välisen yleissopimuksen keskinäisestä oikeusavusta rikosasioissa nojalla oikeusapua sinänsä voidaan antaa jo asioiden hallinnollisessa käsittelyvaiheessa. Olennaista on kuitenkin se, että kyse on asiasta, joka voidaan sen käsittelyn loppuvaiheessa viedä erityisesti rikosasioita käsittelevän tuomioistuimen ratkaistavaksi. Kyseisen tuomioistuimen ei kuitenkaan tarvitse olla yksinomaan rikosasioita käsittelevä tuomioistuin.

Lopputuloksena on siten se, etteivät Suomen viranomaiset myöskään kyseisen sopimuksen nojalla voi antaa virka-apua ulkomaisille valvontaviranomaisille, mikäli virka-apupyynnön kohteena on asia, jossa kyseisen valvontaviranomaisen antamaa ratkaisua ei kyseisessä jäsenvaltiossa voida saattaa erityisesti rikosasioissa toimivaltaisen tuomioistuimen tutkittavaksi.

[155] IOSCO:n tutkimuksen mukaan useimpien valvontaviranomaisten valtuuksiin kuului jo vuonna 2002 oikeus pyytää sisäpiirikaupankäynnin valvomiseksi tietoja lähtökohtaisesti keneltä tahansa henkilöltä sekä oikeus (valaehtoisesti) kuulla henkilöitä. IOSCO 2003.

[156] RataL:a uudistettaessa katsottiin olevan tarvetta kiinnittää erityistä huomiota Ratan toiminnan perustuslainmukaisuuteen paitsi tarvittavien toimivaltuuksien laajuuden vuoksi myös sen johdosta, että Ratalla on poikkeuksellinen hallinnollinen asema merkittävää julkista valtaa käyttävänä valtioneuvoston ulkopuolisena viranomaisena. Lain perusteluissa korostettiin myös lain tavoitteena olevan huolehtia siitä, että viranomaisten valtuudet on laissa säädetty uuden perustuslain vaatimukset huomioon ottaen riittävän selkeästi ja tarkkarajaisesti. Luottamuksen säilyttämistä koskevan toiminnan tavoitteenmäärittelyn katsottiin asettavan yleiset rajat Ratan harkintavallalle ja siten helpottavan Ratan päätösten laillisuuden ja tarkoituksenmukaisuuden arviointia ja näin osaltaan parantavan myös rahoitusmarkkinoilla toimivien oikeusturvaa. Ks. HE 175/2002 s. 23 ja 26–27.

epäillyltä hankkimia selvityksiä ja lausuntoja ei välttämättä EIS 6 artiklan perusteella voida käyttää hyväksi todistusaineistona syytettyä vastaan myöhemmin nostetussa rikosprosessissa. EIS 6 artiklan velvoitteeseen oikeudenmukaisesta oikeudenkäynnistä sisältyy keskeisesti periaate syytetyn oikeudesta vaieta häntä vastaan nostetussa rikosoikeudenkäynnissä ja olla myötävaikuttamatta oman syyllisyytensä selvittämiseen sekä olla todistamasta itseään vastaan. Kyseistä periaatetta on kutsuttu myötävaikuttamattomuusperiaatteeksi, itsekriminointisuojaksi tai inkriminaatiokielloksi.[157]

Tulkinnanvaraista on, voidaanko itsekriminointisuojan katsoa ulottuvan jo Ratan suorittamiin tutkimuksiin ja selvityksiin, jotka mahdollisesti myöhemmin johtavat joko hallinnolliseen seuraamusmenettelyyn tai rikosprosessiin.[158] Vaikka Ratan selvityspyynnön kohde ei Ratan tutkimusten perusteella ole vielä rikoksesta epäillyn asemassa, voi tietojen pyytäminen liittyä myös selvityksen hankkimiseen mahdollisesta rikoksesta ja niitä voidaan myös käyttää myöhemmässä esitutkinnassa ja rikosasiassa. Siitä huolimatta, ettei Ratan toimivaltaan kuulu rikosoikeudellinen esitutkinta, voi Ratan tutkimusten päämääränä olla myös pyrkiä selvittämään, onko selvityksen kohdetta tai jotain muuta henkilöä *syytä epäillä* rikoksesta.

KKO:n ennakkoratkaisun (KKO 2002:116)[159] mukaan EIT:n ratkaisukäytännössä on todettu, että rikossyytteen käsitteelle on annettava itsenäinen, suoraan

---

[157] Ks. Alcock s. 27–28 ja Ervo s. 242–243, jonka mukaan EIS:ssa tai PL 21 §:ssä tätä periaatetta ei ole lausuttu nimenomaisesti, mutta sen katsotaan silti kiistatta sisältyvän EIS 6 artiklan sopimusmääräyksiin ja erityisesti sen 1 kohtaan. Ks. myös Virolainen – Pölönen 2004 s. 301–304, joiden mukaan itsekriminointisuoja kuuluu EIS 6(1) oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin elementteihin, mutta on myös läheisessä yhteydessä syyttömyysolettamaan EIS 6(2). Suojan pääsisältö on vaitiolo-oikeus, jonka yksi osa on, ettei henkilöllä ole totuudessapysymisvelvollisuutta toisin kuin asianomistajalla ja todistajalla. Ks. periaatteesta myös Jones – Johnstone s. 120, Koponen s. 71 ss. ja Siitari-Vanne s. 508–514 ja 537–546.

Periaate on ilmaistu myös KPS 14.3 g artiklassa, jonka mukaan jokaisella on oikeus tutkittaessa rikossyytettä häntä vastaan olla tulematta pakotetuksi todistamaan itseään vastaan tai tunnustamaan syyllisyytensä.

[158] Ratan uhkasakon käyttövaltuus tietojensaantioikeuksien tehosteena sekä osin myös RL 16:8:n kriminalisointi väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle merkitsevät tosiasiassa eri markkinaosapuolille asetettua sanktioitua myötävaikutusvelvollisuutta.

Ks. esim. Virolainen – Pölönen 2004 s. 320, joiden mukaan oikeustilamme koskien itsekriminointisuojan suhdetta hallinnolliseen pakkoon on huolestuttavan epäselvä.

[159] Tapauksessa KKO 2002:116 (ään.) ulosottovelallisella, jota epäiltiin velallisen petoksista, ei ollut oikeutta kieltäytyä ulosottoselvityksestä käynnissä olleen esitutkinnan vuoksi (ään.). Tapauksessa esitutkinnan asianomistajat olivat samalla ulosoton velkojia, ja esitutkinta koski samoja seikkoja kuin ulosottoselvitys. Enemmistö totesi, ettei se voi ottaa kantaa kysymykseen siitä, olisiko ulosottovelallisella kuitenkin ollut oikeus jättää esim. osin vaillinainen (varauksellinen) ulosottoselvitys siten, että hän olisi vaiennut joistain tietyistä seikoista. Ks. Virolainen – Pölönen 2004 s. 336–337, joiden mukaan ratkaisua vaille jäi kysymys siitä, missä määrin ulosottoselvityksen tietoja olisi voitu käyttää todisteina erillisessä rikosprosessissa (hyödyntämiskieltokysymys).

ihmisoikeussopimuksesta tulkittavissa oleva sisältö. Rikossyyte on ratkaisukäytännössä määritelty toimivaltaisen viranomaisen yksilölle antamaksi viralliseksi ilmoitukseksi siitä, että henkilön väitetään tehneen rikoksen. Esitutkinnan aloittaminen sen selvittämiseksi, onko henkilö syyllistynyt rikoksiin, tuo tutkittavalle syytetyn aseman EIS:n mielessä (Tejedor Garcia v. Espanja 16.12.1997). Rikossyytteen tutkinnaksi on katsottu myös poliisin suorittama kuulustelu ennen kuin henkilön syyllistymisestä rikokseen on tehty ilmoitusta (Heaney and McGuinness v. Irlanti 21.12.2000).

Henkilön täyttäessä lakiin perustuvaa velvollisuuttaan antaa Ratalle tietoja sen väärinkäytöksiin liittyvissä tutkimuksissa, ei tätä välttämättä voida pitää EIS 6 artiklassa tarkoitettuna henkilönä, jonka väitetään tehneen rikoksen ja johon sovellettaisiin rikoksesta syytetylle taattuja oikeuksia.[160] Ratan suorittamissa tutkimuksissa tai selvityksissä tutkinnan kohteena olevan henkilön ei väitetä tehneen rikosta, eikä myöskään selvitetä sitä, onko henkilö syyllistynyt rikokseen. Ratan selvitysten tavoitteena sen sijaan on vasta selvittää sitä, onko kyseisen henkilön syytä epäillä menetelleen AML:ssa tai RL:ssa annettujen säännösten vastaisesti. Toisaalta Ratan selvityksen kohdistuessa menettelyyn, josta seurauksena voi olla RL:ssa säädetyn tunnusmerkistön täyttyminen, voidaan perusoikeusmyönteisen tulkinnan katsoa puoltavan sitä, että henkilö saisi hyväkseen itsekriminointisuojan asettamat oikeudet jo Ratan suorittamien tutkimusten perusteella. Mikäli Ratan selvityspyynnössä pyritään tosiasiallisesti selvittämään mahdollista rikosta, suojan voidaan katsoa olevan voimassa.[161] Markkinoiden

---

Ks. ratkaisusta myös Ervo s. 269–270, jonka mukaan KKO:n perusteluista voidaan päätellä, että myötävaikutusvelvollisuuden tuotteena saatua aineistoa ei ole mahdollista käyttää itsekriminointisuojan vastaisesti ajallisesti myöhemmässä rikosprosessissa. Langettavan tuomion tueksi tarvittava näyttö on hankittava muulla tavalla ja jätettävä myötävaikutusvelvollisuuden perusteella saatu aineisto hyödyntämättä, ellei epäilty/syytetty anna lupaa sen hyödyntämiseen. Myötävaikutuksen täytyy perustua vapaaehtoisuuteen.

[160] Ratan valvottavien ja Ratan muiden laissa tarkemmin säädettyjen erityisen valvonnan alaisten oikeushenkilöiden osalta perus- ja ihmisoikeuksista johtuvia rajoituksia ei kaikilta osin tule tulkita yhtä ehdottomasti kuin esimerkiksi markkinoilla toimivien yksittäisten sijoittajien osalta.

Ks. myös Koponen s. 79, jonka mukaan tilanteessa, jossa ei ole kysymys oikeushenkilön edustajana tai todistajana kuultavan tai selvityksiä esittävän henkilön omasta rikosvastuusta, olisi perusteltua, ettei sanottua suojaa myönnetä oikeushenkilölle ainakaan yhtä laajana kuin luonnolliselle henkilölle.

[161] Ervon s. 267–268 mukaan ensisijaisesti myötävaikuttamattomuusperiaatteen merkitys rikosprosessin ulkopuolisissa menettelyissä aktualisoituu vasta sitten, kun näitä tietoja aiotaan hyödyntää rikoksen selvittämisessä. Kyse onkin Ervon mukaan lähinnä hyödyntämiskiellosta. Ervon mukaan pelkkä hyödyntämiskielto ei kuitenkaan aina ole riittävä. Muissa menettelyissä voimassa oleva myötävaikutusvelvollisuus saattaa poikkeuksellisesti olla niin selvästi sidoksissa oman syyllisyyden selvittämiseen, että myötävaikutusvelvollisuutta on tämän vuoksi rajoitettava jo ennen rikosprosessia. Mitä todennäköisempi tulossa oleva rikosprosessi näyttää olevan, sitä varovaisempi on oltava myös muihin lakeihin perustuvien myötävaikutusvelvollisuuksien toteuttamisessa.

väärinkäyttöön liittyvien Ratan erityisten tietojensaantioikeuksien käyttö liittyy tyypillisesti tutkimuksiin, jotka voivat myöhemmin johtaa rikosprosessin käynnistymiseen. Vastaavaa tulkintaa olisi sovellettava tilanteissa, joissa tutkimuksen seurauksena voi olla EIS:n mukaan rikosoikeudelliseksi luonnehdittavissa oleva hallinnollinen sanktio.

Ratan uusi kuulemissäännös ei myöskään ole ongelmaton. Ongelmalliseksi säännöksen tekee ensinnäkin totuudessa pysymisvelvollisuuden rajaaminen Ratan tarkastustoimintaan.[162] Ratan valvottavien, muiden rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen sekä näiden palveluksessa olevien henkilöiden totuudessa pysymisvelvollisuutta ei ole tarkoituksenmukaista ja johdonmukaista erotella sen mukaan, tapahtuuko Ratan suorittama kuuleminen Ratan *tarkastustoiminnan*[163] yhteydessä vai muussa yhteydessä. Ratan valvottaville ja muille RataL 6 §:ssä määritellyille rahoitusmarkkinoilla toimiville yhteisöille sekä näiden palveluksessa oleville henkilöille tulisi voida asettaa RL 16:8.2 momenttia vastaava kielto antaa valvovalle viranomaiselle oikeudellisesti merkityksellinen totuudenvastainen suullinen tieto myös muutoin kuin Ratan suorittaessa kuulemisen tarkastustoimintansa yhteydessä.

---

[162] HE 137/2004 s. 79. Laissa ei ole erikseen sanktioitu väärien tai harhaanjohtavien tietojen antamista Ratalle sen suorittamien tutkimusten yhteydessä. Ainoa yleinen sanktiosäännös on RL 16:8 väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle, jonka 1 momentin mukaan: ”Joka antaa viranomaiselle oikeudellisesti merkityksellisen totuudenvastaisen kirjallisen todistuksen tai siihen rinnastettavan teknisen tallenteen taikka laadittuaan sellaisen todistuksen tai tallenteen antaa sen toiselle sanottuun tarkoitukseen käytettäväksi, on tuomittava, jollei teosta muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle sakkoon tai vankeuteen enintään kuudeksi kuukaudeksi.”

Säännöksen 2 momentin mukaan: ”Väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle tuomitaan myös 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.”

Kyseistä 2 momentin säännöstä on lain perusteluissa katsottu erityisesti voitavan soveltaa Ratan valvottavien sille antamiin tietoihin. Säännöksen ennaltaehkäisevää vaikutusta voidaan kuitenkin pitää kyseenalaisena tunnusmerkistön edellyttäessä sekä tahallisuutta että annetun todistuksen nimenomaista totuudenvastaisuutta. Säännöksen ennaltaehkäisevää vaikutusta tulisi tehostaa alentamalla syyksiluettavuuden edellytystä törkeään huolimattomuuteen sekä muuttamalla sen soveltamisala kattamaan myös harhaanjohtavien tietojen antaminen. Lain esitöissä tosin on katsottu myös asiaa valaisevan tärkeän seikan salaamisen voivan tehdä todistuksen totuudenvastaiseksi. Jos todistus antaa asiasta olennaisesti virheellisen kuvan, kyse voi perustelujen mukaan olla väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle. Ks. HE 6/1997 yksityiskohtaiset perustelut kohta 1.3.2, jossa säännöksen perusteluja on vielä käsitelty 7 §:n alaisuudessa.

Esimerkiksi Englannissa totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antaminen valvontaviranomaiselle on rangaistavaa sekä tahallisesti että törkeästä huolimattomuudesta tehtynä. FSMA section 177.

[163] Ratan tarkastustoimintaa ei ole laissa erikseen määritelty, jolloin se jo käsitteellisesti on epäselvä.

Myötävaikutus- ja totuusvelvollisuutta ei kuitenkaan itsekriminointisuojan vuoksi voida asettaa tilanteissa, joissa henkilö antaa Ratalle tietoja markkinoiden väärinkäyttöön liittyvän Ratan erityisen kuulemissäännöksen perusteella (RataL 15 b §) ja kyseisen henkilön voidaan katsoa olevan epäillyn asemassa. Vastaava tulkintaa on sovellettava silloin, jos totuudessa pysyminen olisi mahdotonta ilman tietoja antavan henkilön vaaraa joutua vastuuseen omasta rikoksesta tai sellaiseksi luonnehdittavissa olevasta markkinoiden väärinkäytöstä. Merkitystä ei sinänsä ole sillä, annetaanko tietoja kirjallisesti vai suullisesti. Kaikkia kyseisten henkilöiden vapaaehtoisesti antamia tietoja voidaan kuitenkin käyttää todisteena häntä vastaan myöhemmin nostettavassa rikosprosessissa.[164] Tästä mahdollisuudesta on selvityksen tai kuulemisen kohdetta kuitenkin informoitava etukäteen. Vastaajan vaikeneminen voidaan luonnollisesti myös ottaa huomioon näyttöharkinnassa.[165]

Tulkinnanvaraista sen sijaan on, voidaanko henkilöä rangaista RL 16:8:n perusteella, jos hän on ”epäillyn” asemassa antanut Ratalle tahallaan totuudenvastaista tietoa.[166] Eräs vaihtoehto asian selkeyttämiseksi Ratalle suullisesti annettujen tietojen osalta voisi olla, että RataL:iin sisällytettäisiin säännös, jonka mukaan totuudenvastaisten tietojen antaminen Ratalle olisi kriminalisoitu perättömänä lausumana viranomaismenettelyssä (RL 15:2). Ratan kuulemismenettely rinnastettaisiin siten RL 15:2.1,3 kohdassa tarkoitetuksi viranomaismenettelyksi. Tällöin muussa kuin epäillyn asemassa kuultava, joka Ratan kuulemisessa antaisi väärän tiedon asiassa tai ilman laillista syytä salaisi siihen kuuluvan seikan, voitaisiin tuomita perättömästä lausumasta viranomaismenettelyssä. Kyseisen säännöksen soveltaminen ottaisi huomioon kuultavan oikeusturvan RL 15:13:ään sisältyvän rajoitussäännöksen perusteella. Rajoitussäännöksen mu-

---

[164] Yhdysvalloissa valvontaviranomaiselle sen tietojensaantivaltuuksien nojalla annettuja totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia lausuntoja on pidetty jopa keskeisimpänä tekijänä näytön riittävyyttä arvioitaessa. Saatavilla olevan näytön perustuessa erityisesti sisäpiiritapauksissa lähes yksinomaan aihetodisteisiin, näytön riittävyyden on usein katsottu riippuneen epäillyn henkilön uskottavuudesta. Erityisesti valvontaviranomaiselle annetulla valheellisella lausunnolla on ollut merkitystä silloin, kun näytettävänä on ollut se, oliko epäillyllä henkilöllä ollut hallussaan sisäpiirintietoa tai oliko hän ollut yhteydessä sisäpiirintietoa omaavaan henkilöön tai kaupankävijään. Foster, SEC 2003.

[165] EIS:n vastaista ei ole käyttää vaikenemista syyllisyyttä tukevana näyttönä muun muassa silloin, kun se ei ole ainoa tai pääasiallinen näyttö asiassa. Ks. Ervo s. 240–241 ja 249 ss. Ks. myös Virolainen – Pölönen 2004 s. 304–305, joiden mukaan syytetyn vaikenemisesta tehtäviin päätelmiin ei kuitenkaan voi koskaan pääosin tai yksinomaan perustaa syyksilukevaa tuomiota.

[166] Ervon s. 260 mukaan suomalaisessa oikeuskäytännössä myötävaikuttamattomuusperiaatteen on katsottu ilmenevän nimenomaan oikeutena passiivisuuteen. Ervon mukaan epäillyltä ei edellytetä aktiivista yhteistyöhalua, mutta toisaalta myös aktiivinen haitanteko voi aiheuttaa haitallisia seuraamuksia. Periaate ei ulotu niin pitkälle, etteikö esitutkinnan tietoinen ja aktiivinen vaikeuttaminen voisi tulla huomioon otetuksi peräti RL 16 luvun mukaisena rikoksena silloin, kun haitanteko täyttää jonkin viranomaista vastaan tehdyn rikoksen tunnusmerkistön.

kaan perätöntä lausumaa koskevia säännöksiä ei sovelleta, jos totuudessa pysyminen on ollut mahdotonta ilman vaaraa joutua vastuuseen omasta rikoksesta tai siihen rinnastettavasta lainvastaisesta teosta.[167] Kyseinen säännös olisi myös RL 16:8:ää kattavampi sen koskiessa kaikkia Ratan kuultavaksi saapuvia henkilöitä. Ilman kyseistä nimenomaista säännöstäkin kyseisiä periaatteita tulisi soveltaa myös RL 16:8:n alaisuudessa Ratalle sekä kirjallisesti että suullisesti annettujen tietojen osalta.

> EIT:n ratkaisukäytännössä on katsottu kielletyksi *käyttää* rikosprosessissa todisteina sellaisia epäillyltä hankittuja lausuntoja, joiden laatimiseen epäillyn on katsottu lausuntojen pyytäjän toimesta olleen *pakotettu* tai *painostettu*. EIT:n tuomiossa Saunders v. The United Kingdom myötävaikuttamattomuusperiaatteen loukkaamisen katsottiin riippuvan olennaisesti siitä, millä tavoin hankittuja todisteita hyödynnetään myöhemmin rikossyytettä tutkittaessa. Tapauksessa valittajalla oli kansallisen yhtiölainsäädännön mukaan ollut nimenomainen velvollisuus vastata kauppa- ja teollisuusministeriön tarkastajien esittämiin kysymyksiin, ja josta kieltäytyminen olisi saattanut hänet syytteen vaaraan oikeuden halventamisesta. EIT:n mukaan kyseisessä tilanteessa henkilö oli tosiasiallisesti pakotettu myötävaikuttamaan oman syyllisyytensä toteen näyttämiseen ja tapauksessa oli rikottu periaatetta, koska oikeussuojatakeet eivät estäneet lausumien käyttöä myöhemmässä oikeudenkäynnissä. Kyseisen ratkaisun mukaan pakolla saatuja tietoja ei saa käyttää myöhemmin edes vastaajan uskottavuuden horjuttamiseen.[168]

---

[167] Itsekriminointisuoja ilmenee myös OK 17:24:ssä siten, ettei todistaja ole velvollinen vastaamaan kysymykseen tai kertomaan seikkaa, jos hän ei voi sitä tehdä saattamatta joko itseään tai lähiomaistaan syytteen vaaraan. Todistamiskielto on voimassa kaikissa prosesseissa prosessinlajista riippumatta. Ks. tarkemmin Ervo s. 244–245, jonka mukaan todistaja ei kuitenkaan voi itsekriminointisuojaansa vedoten kieltäytyä kokonaan kertomuksen antamisesta, sillä vaitiolo-oikeus omaa syyllisyyttä ilmentävistä seikoista katsotaan riittäväksi.

[168] EIT:n tuomio Saunders v. The United Kingdom (19187/91) [1996] ECHR 65. Ks. tapauksesta myös Ervo s. 253 ja Siitari-Vanne s. 540.

Ks. myös Eadie s. 76, jonka mukaan kyseinen ns. ”fruits of the poisoned tree” -doktriini on saanut ilmauksensa EIT:ssa sekä Englannin valitustuomioistuimessa. Englannissa on lakiin otettu erityinen säännös, joka kieltää kyseisen kaltaisen ”pakottaen” hankitun todistusaineiston (compelled evidence) käytön market abuse -rikkomuksesta syytettäessä sekä hallinnollisessa seuraamusprosessissa että rikosprosessissa. Kyseistä aineistoa voidaan käyttää todistusaineistona kuitenkin silloin, kun syyte koskee väärien tai totuudenvastaisten tietojen antamista valvontaviranomaiselle. Epäillyn vapaaehtoisesti antamia lausuntoja sen sijaan voidaan kyseisissä prosesseissa käyttää aina hyväksi. Ks. FSMA section 174, Jones – Johnstone s. 121 sekä Alcock s. 29 ja 172.

Ks. myös EIT:n tuomio I.J.L., G.M.R. AND A.K.P. v. The United Kingdom (29522/95; 30056/96; 30574/96) [2000] ECHR 130, jossa EIT:n mielestä oli rikottu myötävaikuttamattomuusperiaatetta, kun merkittävä osa syyttäjän näytöstä oli perustunut tietoihin, joita valittajien oli aiemmin ollut pakko antaa ministeriön tarkastajille näiden toimittamissa kuulusteluissa. EIT totesi, ettei laissa yksilölle asetettu velvollisuus antaa hallintoviranomaiselle tämän vaatimia tietoja välttämättä rikkonut EIS 6 artiklaa. Keskeisintä oli se, että oikeudenkäynnissä oli käytetty tietoja, joita valittajat olivat antaneet tarkastajille laissa säädetyn velvollisuuden mukaisesti.

EIT:n päätöksessä Staines v. United Kingdom[169] valittaja oli toimittanut KTM:n tarkastajille kirjallisen lausunnon epäillyistä sisäpiirikaupoista isänsä epävirallisen kuulustelun yhteydessä, johon valittaja oma-aloitteisesti oli halunnut ottaa osaa. Myöhemmin omassa lakiin perustuvassa kuulustelussaan valittaja oli totuusvelvollisuuden alaisena uudistanut lausuntonsa. Myöhemmässä rikosoikeudellisessa esitutkintakuulustelussa valittaja oli edelleen uudistanut lausuntonsa. Valittaja tuomittiin sisäpiirikaupoista sakkoihin. EIT-valituksessa valittaja kiisti alkuperäisen lausuntonsa vapaaehtoisuuden. EIT viittasi päätöksessään aiempaan ns. Saunders-tapaukseen, jossa itsekriminointisuojaa ei ollut rikottu, kun syyttäjä ei ollut pyrkinyt käyttämään jotain nimenomaan (ja vain) tarkastajille annettua lausuntoa valittajan syyllistämiseksi rikokseen. Käsiteltävänä olevan tapauksen olosuhteissa po. valaehtoinen lausunto oli vain yksi osa valittajan esittämiä puolustusväitteitä, jotka valittaja oli alun perinkin *vapaaehtoisesti* ottanut esille ja joihin tämä sittemmin vetosi myös oikeudenkäynnissä ja joita syyttäjä pyrki vertaamaan muuhun asiassa esitettyyn todisteluun. EIT kiinnitti huomiota nimenomaan siihen, että oikeudenkäynnissä valittaja ei ollut vastustanut sekä kirjallisesti että suullisesti antamiensa lausumien käyttöä todisteena, vaan päinvastoin rakentanut sille koko oman puolustuksensa.[170]

Kanadan oikeuskäytännössä sikäläisen arvopaperimarkkinoita valvovan viranomaisen nimenomaisesti valvottaviltaan hankkiman todistusaineiston käyttäminen rikosprosessissa on perus- ja ihmisoikeuksien estämättä katsottu oikeutetuksi. Valvontaviranomaisen laajoja hallinnollisia tutkinta- ja tiedonsaantivaltuuksia on perusteltu markkinoiden toimintaympäristön asettamilla vaatimuksilla. Perusteluna on erityisesti mainittu se, että markkinoilla toimivien osapuolten harjoittaessa vapaaehtoisesti luvanvaraista toimintaa, ovat he jo toimintaan osallistuessaan tietoisia perusoikeuksiinsa ja yksityisyydensuojaansa kyseisessä toimintaympäristössä mahdollisesti liittyvistä rajoituksista. Lisäksi markkinoiden toimivuuteen liittyvien merkittävien yhteiskunnallisten intressien on katsottu edellyttävän, että markkinoiden valvoja voi käytännössä tehokkaasti turvata markkinoiden sääntelyn päämäärän – markkinoiden luotettavan toiminnan ja sijoittajien suojaamisen.[171]

---

[169] EIT:n päätös Staines v. United Kingdom, App. No. 41552/98, 16.5.2000.

[170] Ks. tapauksesta myös Virolainen – Pölönen 2004 s. 339–340.

[171] British Columbia Securities Commission v. Branch and Levitt (1995) 2 SCR 3. Ks. tapauksesta laajemmin Jones – Johnstone s. 122–125. Tapaus koski erityisesti vastaajan velvollisuutta esittää kaikki hallussaan ollut asiakirja-aineisto valvontaviranomaiselle.

Ks. vastaavankaltaisesta tapauksesta myös Gray s. 377–378. Tapauksessa englantilainen hallintotuomioistuin totesi tuomiossaan (v. 2001), että SFA:n (nykyinen FSA) kurinpitotuomioistuin sai käyttää ratkaisunsa perusteena myös lausuntoa, jonka vastaaja oli aiemmin antanut pörssille sen saman menettelyn johdosta suorittaman tutkimuksen yhteydessä. Perusteena oli se, ettei lausunnon antaminen pörssille ollut perustunut lakisääteiseen pakkoon. Tuomion mukaan myöskään tilanteessa, jossa lausunnon antaminen olisi perustunut erityiseen pakottavaan säännökseen, ei sellaisen säännöksen kohteena olevalle rajatulle ryhmälle (sijoituspalveluyritys) kuulu samanveroista oikeutta vaieta tai oikeutta olla vaarantamatta itseään syytteen alaiseksi kuin muilla henkilöillä. Tällaista tulkintaa puollettiin nimenomaisesti vahvalla sijoittajansuojalla ja sillä, että erityisen

Yhteenvetona voidaan todeta, että henkilön RataL:iin perustuva myötävaikutusvelvollisuus ja totuusvelvollisuus päättyvät tilanteessa, jossa tietojen antaminen voi johtaa rikoksen tai siihen rinnastuvan markkinoiden väärinkäytön esilletuloon tai niitä koskevan seuraamuksen antamiseen.[172] Tällöin tietojen hankkimisen hallinnollisella pakolla voidaan nähdä muodostavan itsekriminointisuojan vastaisen tilanteen.[173] Henkilöllä on kuitenkin itsekriminointisuojan estämättä velvollisuus antaa tiedot, joilla ei ole merkitystä kyseisen rikos- tai väärinkäytösepäilyn kannalta. Epäillyn asemassa olevan henkilön vapaaehtoisesti antamia tietoja voidaan myös itsekriminointisuojan estämättä käyttää hyväksi myöhemmissä sanktioprosesseissa. Mikäli Rata on pyytänyt epäillyltä henkilöltä kirjallisia tai suullisia lausuntoja ilmoittamatta kuitenkaan samalla henkilön itsekriminointisuojaan liittyvistä oikeuksista (vaitiolo-oikeus ja oikeus olla kertomatta totuutta), ei kyseisiä lausuntoja saa käyttää hyväksi – ainakaan keskeisenä todistusaineistona – myöhemmässä rikosprosessissa. Rikosprosessissa voidaan sen sijaan käyttää hyväksi sellaista jo olemassa ollutta aineistoa, joka on saatu haltuun pakkokeinoin.[174]

RL 16:8 voi tulla sovellettavaksi, jos henkilö on antanut Ratalle totuudenvastaista tietoa ilman hyväksyttäviä perusteita itsekriminointisuojaan (eli syytetyn asema tai vaara joutua syytetyn asemaan). Sanktioitu tietojenantovelvollisuus on siten voimassa Ratan muiden yleisten valvontatehtävien osalta. Kyseisen yleisen tiedonsaantioikeuden perusteella saatuja tietoja ei kuitenkaan voida käyttää – ai-

---

säntelyn alaiset markkinaosapuolet luopuvat kyseisistä absoluuttisista oikeuksista toimiluvan saadessaan.

[172] Vrt. samansuuntaisesti veronkorotuksen osalta Virolainen – Pölönen 2004 s. 334, joiden mukaan tilanteessa, jossa rikossyytteeseen rinnastuva veronkorotus tai muun rikoksen esilletulo on ilmeinen tai todennäköinen seuraus verotarkastuksen myötävaikutusvelvollisuudesta, voidaan riitauttaa se, että henkilöllä voisi olla verotarkastuksessa myötävaikutusvelvollisuus. Ks. myös Siitari-Vanne s. 514–515 Ruotsin verotuslain osalta, jonka mukaan tietojenantovelvollisuuden tehosteeksi ei aseteta uhkasakkoa, jos on aihetta epäillä, että verovelvollinen on tehnyt rikollisen teon taikka verovelvollisen menettely voi johtaa veronkorotuksen määräämiseen.

[173] Ks. EIT:n tuomio WEH v. AUSTRIA, No 38544/97, 8.4.2004, § 56, jossa itsekriminointisuojan katsottiin voivan tulla kyseeseen, kun hallinnollisella prosessilla ja rikosprosessilla on riittävän konkreettinen yhteys. Kyseisessä tapauksessa yhteys valittajan tiedonantovelvollisuuden ja potentiaalisen häntä kohtaan nostettavan syyteasian välillä oli jäänyt kaukaiseksi ja hypoteettiseksi. Ks. tapauksesta myös Siitari-Vanne s. 543 ss. ja Virolainen – Pölönen 2004 s. 319–320, joiden mukaan näin on asianlaita ainakin huomattavaan veronkorotukseen johtavissa menettelyissä sekä mahdollisesti myös silloin, kun hallinnollinen menettely on läheisessä ajallisessa tai asiallisessa suhteessa erilliseen rikosprosessiin. Heidän mukaan merkittävä tekijä on hallinnollisen menettelyn ja rikosprosessin samanaikaisuus tai ajallinen läheisyys.

[174] Ks. Koponen s. 75–77, jonka mukaan syytetyn oikeus olla edistämättä oman syyllisyytensä selvittämistä suojaa EIT:n mukaan ensisijaisesti syytetyn tahtoa pysyä vaiti. Se ei siten estä käyttämästä syyteasiassa myöskään sellaista aineistoa, joka oli saatu pakkokeinoin, mutta jonka olemassaolo ei riippunut syytetyn tahdosta.

nakaan keskeisenä näyttönä – henkilöä vastaan myöhemmin mahdollisesti käynnistettävässä rikosprosessissa.[175]

Ratan käytettävissä olevat tutkinta- ja tiedonsaantivaltuudet ovat keskeinen keino ehkäistä ja selvittää markkinoiden väärinkäyttöä ja siten välttämätön edellytys markkinoiden sääntelyn tavoitteiden saavuttamiseksi. Markkinoiden tehokkaan valvonnan edellyttämien tutkinta- ja tiedonsaantivaltuuksien käytön voi tietyissä tilanteissa katsoa kuitenkin vaarantavan kansalaisten perus- ja ihmisoikeuksien toteutumisen. Mahdollisten perusoikeusrajoitusten oikeutusta on kuitenkin tapauskohtaisesti arvioitava rajoitusten perusteiden hyväksyttävyydestä käsin. Perusoikeusrajoituksien hyväksyttävyyden edellytyksenä on oltava niiden tarpeellisuus sääntelyn tavoitteiden turvaamiseksi.[176] Markkinoilla tehtävien väärinkäytösten aiheuttamat vahinkoriskit ja kumulatiiviset haittavaikutukset voivat olla huomattavia ja laaja-alaisia, mikä osaltaan puoltaa vahvaa viranomaissääntelyä ja -valvontaa.[177] Arvopaperimarkkinoilla valvojalle myönnettyjen tutkinta- ja tiedonsaantivaltuuksien hyväksyttävät perusteet perusoikeusjärjestelmän näkökulmasta liittyvät sijoittajien oikeuksien turvaamiseen ja heidän omaisuutensa suojaamiseen sekä markkinoiden luotettavuuden turvaamiseen. Ratan tietojensaantioikeuksien hyväksyttävyyttä voidaan perustella myös rikosten esille saamiseen ja niiden selvittämiseen liittyvillä tavoitteilla.

Keskeinen tutkintakeino erityisesti sisäpiiririkosten selvittämisessä voisi olla myös teletunnistetietojen käyttömahdollisuus, jota Ratalla ei kuitenkaan ole käytettävissä. Yhdysvalloissa juuri teletunnistetiedot ovat sisäpiiririkkomuksissa useimmiten olleet ratkaisevassa asemassa riittävän näytön hankkimiseksi.[178] Suomessa ainoastaan poliisilla on oikeus saada tuomioistuimen luvalla

---

[175] Vrt. verottajan tiedonsaantioikeuden osalta Virolainen – Pölönen 2004 s. 314–316 ja 334. Heidän mukaan myötävaikutusvelvollisuuden perusteella saatujen tietojen hyväksikäyttö verotusmenettelyyn nähden ulkopuolisessa rikosprosessissa voi joissain tilanteissa muodostaa itsekriminointisuojan vastaisen menettelyn. Näin erityisesti silloin, jos myöhempi rikossyyte perustuu yksinomaan tai keskeisesti kyseisiin tietoihin.

[176] Ks. PeVM 25/1994, jossa todetaan perusoikeuksien rajoitusperusteiden oltavan hyväksyttäviä. Rajoittamisen tulee olla painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatima. Rajoitusten tulee myös olla välttämättömiä hyväksyttävän tarkoituksen saavuttamiseksi. Jokainen perusoikeuden rajoitus on sallittu ainoastaan, jos tavoite ei ole saavutettavissa perusoikeuteen vähemmän puuttuvin keinoin.

[177] Ks. Länsineva s. 238 ja 242, jonka mukaan erityisen vahvassa markkina-asemassa oleviin yrityksiin voidaan kohdistaa merkittäviäkin velvoitteita julkisen vallan toimin muiden markkinaosapuolten oikeuksien turvaamiseksi ja toteuttamiseksi.

[178] Yhdysvalloissa valvojan käytettävissä olevat teletiedot ovat olleet n. 70 %:ssa sisäpiiritutkimuksista ratkaisevassa asemassa. Foster, SEC 2003.

Myös esimerkiksi Norjassa valvontaviranomainen (Kredittilsynet) voi ministeriön luvalla pyytää teletunnistetietoja, jos se epäilee markkinoiden väärinkäyttösääntöjä rikotun (verdipapirhandelloven § 12-2a ja 2b).

teletunnistetiedot törkeissä sisäpiirintiedon väärinkäyttö- tai kurssimanipulaatioepäilyissä.[179]

MAD:n implementoinnin yhteydessä katsottiin, ettei MAD:n mukaista oikeutta vaatia olemassa olevia tallenteita puheluista ja tietoliikenteestä voida Ratalle perustuslain mukaan antaa.[180] Kyseistä ratkaisua voidaan MAD:n jäsenvaltioille asettamien velvollisuuksien näkökulmasta pitää tulkinnanvaraisena. MAD:ssa säädetään nimenomaan hallinnollisten seuraamusten ja toimenpiteiden käytöstä, eikä hallinnollisten rikkomusten tutkinta ja selvittäminen kuulu poliisiviranomaisten tehtäviin. Teletunnistetietojen käyttöoikeuden kuulumista valvontaviranomaiselle voi perustella myös valvontaviranomaisten tehokkaan kansainvälisen yhteistyön näkökulmasta.

8.3.4 Epäilyttävien liiketoimien ilmoitusvelvollisuus

MAD:lla on pyritty edistämään myös markkinoiden väärinkäytösten mahdollisimman tehokasta ilmituloa. Osana markkinoiden valvonnan tehokkuutta ja Ratan valvontaedellytyksiä voidaan arvioida myös AML 4:5 b:ssä arvopaperinvälittäjälle asetettua ilmoitusvelvollisuutta epäilyttävistä liiketoimista.[181] Arvopaperinvälittäjän on säännöksen mukaan viipymättä ilmoitettava Ratalle, jos sillä on syytä epäillä, että liiketoimeen saattaa liittyä AML 5 luvun tai RL 51 luvun vastaista sisäpiirintiedon käyttöä tai arvopaperin kurssin vääristämistä.

Arvopaperinvälittäjän epäilys voidaan katsoa aiheelliseksi, jos välittäjä katsoo, että asiakkaan toimenpiteessä on arvopaperinvälittäjän toiminnan yleisten kokemusten perusteella jotain tavanomaisesta poikkeavaa.[182] Säännös ei edellytä, että arvopaperinvälittäjä erityisesti tutkisi liiketoimia, vaan riittävää on, että se toiminnassaan noudattaa sille muutoin jo asetettuja vaatimuksia.[183] Ilmoitusvelvollisuuden täyttämisessä on perustelujen mukaan aina kyse tapauskohtaisesta harkinnasta; liittyykö yksittäiseen liiketoimeen siitä ilmenevien seikkojen pe-

---

[179] Poliisiviranomaisilla on oikeus kohdistaa televalvontaa epäiltyyn tilanteissa, joissa on syytä epäillä rikosta, josta säädetty ankarin rangaistus on vähintään neljä vuotta vankeutta ja edellyttäen, että saatavilla tiedoilla voidaan olettaa olevan erittäin tärkeä merkitys rikoksen selvittämiselle (PakkokeinoL 5a:3).

[180] HE 137/2004 s. 43.

[181] Kyseinen säännös perustuu MAD 6(9) artiklaan. Komission kolmannen direktiivin 7–11 artikloissa on lisäksi täsmennetty epäilyttävien liiketoimien ilmoitusvelvollisuutta ilmoituksen määräajan, ilmoituksen sisällön, ilmoitustavan sekä vastuu- ja salassapitovelvollisuuksien osalta.

[182] Ilmoitusvelvollisuus koskee vain välittäjän itse toteuttamia kauppoja. Ks. CESR's feedback statement 2005 s. 20 ja Ratan standardi RA2.1 kohta 5.

[183] Ks. vastaavasti myös Samuelsson 2002 s. 882–883, jonka mukaan välittäjälle ei voida asettaa laajempaa selonottovelvollisuutta kaupan manipulatiivisuudesta. Tätä Samuelsson perustelee sillä, että säännöksen epäselvän sisällön vuoksi laajempi selonottovelvollisuus lisäisi epävarmuutta ja siten vähentäisi hinnanmuodostuksen tehokkuutta.

rusteella epäilyä markkinoiden väärinkäytöstä.[184] Ratan standardissa on myös annettu esimerkkejä tilanteista, joissa saattaa olla kyse epäilyttävästä arvopaperikaupasta tai liiketoimesta.[185]

Arvopaperinvälittäjän tehdessä ilmoituksen Ratalle se noudattaa sille laissa säädettyä velvollisuutta. Tämän vuoksi ei ole katsottu asianmukaiseksi, että se voisi joutua vastuuseen siitä, että Ratan tutkimuksissa ilmoitus todettaisiin aiheettomaksi. Välittäjällä ei ole edes velvollisuutta tutkia tarkemmin sitä, onko kyseessä todennäköisesti tai tosiasiallisesti kyseisten kieltojen vastainen menettely.[186] Riittävää on, että välittäjällä on *syytä epäillä* kyseessä voivan olla tällainen menettely. Arvopaperinvälittäjän onkin säännöksen mukaan katsottu olevan velvollinen korvaamaan asiakkaalle epäilyttävän liiketoimen ilmoittamisesta aiheutuneen taloudellisen vahingon vain, jos arvopaperinvälittäjä ei ole noudattanut sellaista huolellisuutta, jota siltä olosuhteet huomioon ottaen voidaan kohtuudella vaatia.

> Vielä hallituksen esitykseen sisältyneen ehdotuksen mukaan ilmoitusvelvollisella olisi lisäksi ollut lähtökohtainen velvollisuus keskeyttää liiketoimi tai kieltäytyä siitä, jos se olisi epäillyt siihen liittyvän kiellettyä sisäpiirintiedon käyttöä tai kurssin vääristämistä.[187] Ehdotuksen mukaan tapauksissa, joissa liiketoimea ei olisi voitu jättää toteuttamatta taikka jos liiketoimen keskeyttäminen tai siitä kieltäytyminen todennäköisesti olisi vaikeuttanut asian selvittämistä, olisi liiketoimi kuitenkin voitu suorittaa, minkä jälkeen asiasta olisi tullut välittömästi ilmoittaa Ratalle.[188] Ehdotuksen sisältö olisi siten poikennut tässä suhteessa MAD:ssa asetetusta velvollisuudesta, jossa välittäjälle ei aseteta velvollisuutta keskeyttää liiketointa tai kieltäytyä siitä. MAD velvoittaa välittäjiä ainoastaan ilmoittamaan valvontaviranomaiselle epäilyttävät arvopaperikaupat (*transactions*). Ilmoitusvelvollisuus ei siten koske myöskään epäilyttäviä toimeksiantoja (*orders to trade*).[189]

---

[184] HE 137/2004 s. 58. Ks. myös komission kolmannen direktiivin 7 artikla, jonka mukaan tapauskohtaisessa arvioinnissa on otettava huomioon MAD 1–5 artikloissa sekä komission määritelmädirektiivissä määritellyt sisäpiirikaupan ja manipuloinnin osatekijät.

[185] Ratan standardi RA2.1 kohta 5.

[186] Ks. HE 137/2004 s. 59 ja CESR's Advice 2003, kohta 55.

[187] Liiketoimen keskeyttämistä koskeva määräys poistettiin, koska arvopaperinvälittäjän olisi käytännössä ollut vaikea keskeyttää liiketoimi ilman, että ilmoituksen teko olisi samalla paljastettu. Ks. TaVM 4/2005 s. 3.

[188] Kyseinen velvollisuus olisi ollut lähes yhtenevä rahanpesun estämisestä ja selvittämisestä annetun lain 10 ja 11 §:n sisältämien vastaavien velvollisuuksien kanssa. AML:n säännöksessä asetettua kieltäytymis- ja keskeyttämisvelvollisuutta ei, toisin kuin rahanpesun estämisestä ja selvittämisestä annetussa laissa, voitaisi perustella myöskään epäilyttävään liiketoimeen sisältyvien varojen siirtämisen ehkäisemisellä viranomaisten ulottumattomiin.

[189] Komission alkuperäisessä direktiiviehdotuksessa sen sijaan vielä ehdotettiin, että välittäjien on pidättäydyttävä liiketoimista ja torjuttava kaupankäyntitoimeksiannot asiakkaidensa lukuun, jos on perusteltu syy epäillä, että liiketoimi perustuisi sisäpiirintietoon tai siinä olisi kyse markkinoiden manipuloinnista. Kyseisessä ehdotuksessa ei sen sijaan asetettu välittäjälle ilmoitusvelvolli-

> Väärinkäytösten ennaltaehkäisyn näkökulmasta liiketoimen keskeyttämis- ja kieltäytymisvelvollisuutta olisi voitu pitää osin perusteltuna.[190] Käytännössä liiketoimen keskeyttäminen tai siitä kieltäytyminen ei kuitenkaan useissa tapauksissa olisi edes mahdollista. Liiketoimen ilmoitusvelvollisuuden yhteyteen asetettu liiketoimen keskeyttämis- ja kieltäytymisvelvollisuus voisi tarpeettomasti nostaa välittäjän kynnystä ilmoittaa asiasta Ratalle. Liiketoimen keskeyttämisen tai siitä kieltäytymisen osoittautuessa myöhemmin aiheettomaksi, voisi myös välittäjän asiakkaalle aiheutuneet vahingot olla merkittäviä. Pelkästä liiketoimen ilmoittamisesta Ratalle ei sen sijaan vastaavia vahinkoja voi aiheutua. Toimeksiantojen antohetkellä välittäjällä ei myöskään välttämättä ole mahdollisuuksia arvioida kyseisten toimeksiantojen manipulatiivista vaikutusta tai etenkään sitä, olisiko kyse mahdollisesti sisäpiirintietoa käyttävästä asiakkaasta.[191]

Manipulatiivisten toimeksiantojen osalta ongelmaksi voi kuitenkin muodostua se, että mikäli välittäjän palveluksessa oleva meklari ei keskeytä liiketointa taikka ei kieltäydy sitä toteuttamasta, voidaan hänet mahdollisesti tuomita avunannosta RL:ssa säädettyyn kurssin vääristämiseen. Meklarin rankaisemiseksi avunannosta ei kuitenkaan riitä se, että meklarilla on ollut syytä epäillä toimeksiannoissa olleen kyse kurssin vääristämisestä, mutta hän tästä huolimatta ei ole kieltäytynyt niitä toteuttamasta. Avunannon edellytyksenä on, että meklari on ennen rikosta tai sen aikana neuvoin, toimin tai muilla tavoin tahallaan auttanut toista tahallisen rikoksen tekemisessä. Jotta meklari voitaisiin tuomita avunannosta kurssin vääristämiseen, hänen on lisäksi täytynyt pitää vähintään varsin todennäköisenä, että asiakkaan liiketoimessa on kyse kurssin vääristämisestä.

AML:n ilmoitusvelvollisuus kohdistuu ensisijaisesti välittäjänä toimivaan yhteisöön, eikä esimerkiksi tämän palveluksessa oleviin meklareihin. Käytännössä AML 4:9 ulottaa kyseisen velvollisuuden koskemaan myös meklareita. Täyttääkseen ilmoitusvelvollisuuden välittäjällä tulee olla käytössään riittävän tehokkaat sisäiset menettelytapaohjeet ja järjestelmät, joilla välittäjä käytännössä kykenee varmistamaan sen, että välittäjän palveluksessa olevat henkilöt ovat tietoisia välittäjän velvollisuudesta tunnistaa epäilyttävät kaupat ja ilmoittaa ne Ratalle.[192]

---

suutta epäilyttävistä liiketoimista. Ks. komission ehdotus 30.5.2001/KOM(2001) 281 lopullinen, artikla 6(5).

[190] Ratan ohjeen mukaan sijoituspalveluyhteisön on aina kieltäydyttävä toteuttamasta asiakkaansa toimeksiantoa, jos sillä on syytä olettaa, että asiakkaan tavoitteena on arvopaperin kurssin vääristäminen. Ratan ohje 201.7 kohta 4.4.

[191] Tämä oli otettu huomioon myös ehdotuksen perusteluissa, joiden mukaan liiketoimien arviointi olisi tapahtunut automatisoitujen kaupankäyntimenettelyjen takia käytännössä pääsääntöisesti liiketoimen toteuttamisen jälkeen. HE 137/2004 s. 58.

[192] Ks. Ratan standardi RA2.1 kohta 5.

8.4 ITSESÄÄNTELY

Markkinoiden sääntely myös Suomessa perustuu osin markkinaosapuolien suorittamaan itsesääntelyyn. Keskeisimmän osan markkinoiden itsesääntelystä muodostaa Helsingin pörssin laatima itsesääntely.[193] Itsesääntelyksi on luettavissa myös markkinoilla toimivia osapuolia edustavien etujärjestöjen, kuten esimerkiksi Arvopaperivälittäjien yhdistyksen, Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen ja Keskuskauppakamarin sekä Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton (nyk. Elinkeinoelämän keskusliitto) laatimat ohjeet ja suositukset.

Itsesääntelyllä on lähtökohtaisesti katsottu olevan useita etuja suhteessa viranomaissääntelyyn. Itsesääntelyllä on ensinnäkin arvioitu voitavan reagoida lainsäädäntöä joustavammin arvopaperien vaihdantaan vaikuttaviin muutoksiin talouselämässä. Itsesääntelyn etuina suhteessa viranomaissääntelyyn ovat sen herkkyys ja innovatiivisuus nopeasti muuttuvissa markkinaolosuhteissa.[194] Itsesääntelyllä kyetään luontevasti ja tarvittaessa nopeasti antamaan tarkempia ohjeita sen eri osapuolille. Itsesääntelyn eduksi on lisäksi katsottu säännöksiä antavien tahojen käytännön asiantuntemus sääntelyn kohteena olevasta toiminnasta ja heidän välitön yhteytensä sääntelyn kohderyhmiin. Itsesääntelyssä säännösten laatijoilla voi myös osin olla viranomaisia suuremmat henkilökohtaiset intressit sääntelyn kohteen tehokkaan ja luotettavan toiminnan järjestämiseksi. Itsesään-

---

[193] Helsingin pörssin itsesääntelystä huomattava osa edellyttää kuitenkin valtiovarainministeriön vahvistusta. Ks. AML 3:4.

[194] Ks. esim. Bronfman et al. s. 67–68, jossa SEC:n vahvaa roolia markkinoita ja erityisesti sen rakenteita sääntelevänä viranomaisena kritisoidaan siitä, että valvontaviranomaiselle tyypillinen riskien karttamisesta lähtevä sääntelypolitiikka heikentää markkinaosapuolien ja markkinoiden toiminnan tehokkuutta ja keskinäisen kilpailun tuomia etuja.

Ks. myös Timonen 1997 s. 99 av. 185, jossa todetaan maailman parhaiten toimivina pidettyjen markkinoiden eli New Yorkin ja Lontoon pörssien olevan erittäin yksityiskohtaisesti säänneltyjä. Sääntely perustuu Timosen mukaan markkinapaikan ja markkinaosapuolten itsesääntelyyn eikä yhteiskunnan väliintuloon. Timonen katsoo rationaaliseksi jättää markkinoilla ilmenevien ongelmien estäminen, lieventäminen ja korjaaminen itsesääntelyn varaan eli tasolle, jossa ohjaaminen on nopeimmin ja joustavimmin toteutettavissa. Edellytykseksi tälle Timonen tosin katsoo, että itsesääntelyn osapuolet hoitavat asian riittävän tehokkaasti. Lisäksi Timonen huomauttaa itsesääntelyä täydentävän molemmissa maissa talousrikollisuuden laajan ja ankaran kriminalisoinnin, jotka merkitsevät voimakasta puuttumista opportunismin erilaisiin ilmenemismuotoihin.

Vrt. Toiviainen 2002 s. 180 av. 683, jossa oikeudellisesta näkökulmasta olevan tärkeämpää se, minkälaisen (tausta-)sääntelyn perusteella itsesääntely on mahdollista ja sallittua kuin se, perustuuko jonkin ilmiön normitus itsesääntelyyn. Toiviaisen mukaan esimerkiksi Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinaoikeutta tarkasteltaessa mielenkiintoinen oikeudellinen kysymys on se, minkälaisten sanktioiden uhan alaisena itsesääntely on toteutettu. Toiviaisen 2002 s. 215–216 mukaan USA:n arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden taustalla ei ole itsesääntely, vaan tiukka liittovaltion kirjoitettu lainsäädäntö, joka asettaa ehdot sille, miten markkinoiden valvontaviranomaisen suorittama tai sen valvonnassa toteutetun itsesääntelyn tulee tapahtua.

telyllä voidaan myös viranomaissääntelyä tehokkaammin pyrkiä käytännön tasolla toteuttamaan markkinoiden toiminnalle asetetut tavoitteet. Sääntelyn kohderyhmänä olevat markkinaosapuolet voivat lisäksi olla sitoutuneempia sääntöjen noudattamiseen, mikäli ovat itse olleet niitä laatimassa. Itsesääntelyä on myös perusteltu sen kustannustehokkuudella. Säännösten laatimisen ja niiden tulkitsemisen kuuluessa itsesääntelyelimille eikä viranomaisille, on sääntelyn informaatio-, valvonta- ja toimeenpanokustannuksien katsottu voivan olevan alhaisemmat kuin viranomaissääntelyn yhteydessä. Lisäksi kustannukset tulevat sääntelyn kohderyhmän itsensä maksettaviksi.[195]

Tarkastelun kohteeksi on otettava se, missä määrin itsesääntelylle voidaan antaa vastuuta sekä sääntelyn yleisten tavoitteiden saavuttamisessa että ennen kaikkea markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten ehkäisemisessä. Arvioitaessa itsesääntelyn oikeutusta ja tarkoituksenmukaisuutta tästä näkökulmasta keskeistä on, missä määrin itsesääntely edistää tai suojaa joko sen kohteena olevien ammattitahojen intressejä tai vaihtoehtoisesti koko markkinoiden tai julkisen edun intressejä.[196] Arvopaperimarkkinoilla on viime vuosina ollut havaittavissa viranomaissääntelyn merkityksen korostuminen suhteessa markkinoiden itsesääntelyyn. Viranomaissääntelyn korostumisen voidaan katsoa olevan osin ristiriidassa markkinoiden vapautta korostavan ja sääntelyä vähentämään pyrkivän yleisen poliittisen linjan kanssa. Arvopaperimarkkinoiden sääntely on kuitenkin katsottu välttämättömäksi markkinoille aikovien sijoittajien rohkaisemiseksi ja suojaamiseksi vapaasti toimivien markkinoiden aiheuttamilta riskeiltä ja väärinkäytöksiltä.[197]

---

[195] Ks. itsesääntelyn perusteista ja merkityksestä Suomen arvopaperimarkkinoilla HE 157/1988 s. 5 ja 19, Harju kohta IV.2 sekä Wuolijoki s. 54 ja kansainvälisesti esim. Ogus 1995 s. 97–98, Friedrichs s. 347 ja Uche s. 70–71.

[196] Coleman s. 125.

[197] Rahoitusmaailman sääntelyssä on usealla sen eri alueella katsottu siirrytyn pois puhtaasta itsesääntelystä ja tilalle on tullut joko viranomaissääntely tai viranomaisten valvoma itsesääntely (enforced self-regulation). Croall s. 47

Esimerkiksi Englannissa perinteisesti vahvasta markkinoiden itsesääntelyyn liittyvästä traditiosta on viime vuosina osin luovuttu ja painotettu viranomaisääntelyn merkitystä. Eräänä keskeisenä syynä on pidetty sääntelyn toimeenpanon (enforcement) tehostamista. Ks. esim. Jones – Johnstone s. 118. Englannissa esim. viranomaisten toteuttama sisäpiirisääntely hyväksyttiin vastahakoisesti vasta 1980-luvulla, kun oli ilmeistä, ettei itsesääntely kyennyt puuttumaan siihen riittävän tehokkaasti. Markkinoiden kansainvälistymisen on myös lopulta katsottu pakottaneen itsesääntelystä luopumiseen. Rider 2003 s. 336.

Ks. myös Lau Hansen 2001 s. 543, joka toteaa markkinoita koskevan viranomaissääntelyn tulleen Euroopassa viimeisten 20 vuoden aikana yleisesti keskeiseen asemaan ja siten vähentäneen itsesääntelyn merkitystä. Kyseinen suuntaus on Lau Hansenin mukaan osoitus rahoitusmarkkinoiden yhteiskunnallisen merkityksen kasvusta.

Itsesääntelyä kohtaan on esitetty voimakastakin kritiikkiä. Itsesääntelyn on katsottu olevan kykenemätön ehkäisemään yritysmaailmassa ilmeneviä väärinkäytöksiä pääosin siksi, että yritykset ovat halukkaita turvautumaan itsesääntelyyn ainoastaan ulkopuolisen sääntelyn ja viranomaisvalvonnan välttämiseksi. Tämän vuoksi itsesääntelyn on katsottu muodostuvan lähinnä symboliseksi.[198] Laajan itsesääntelyn on katsottu tarjoavan yrityssektorille tehokkaan ”suojakilven” vaihtoehtoiselle ulkopuoliselle säätelylle sekä rikosoikeusjärjestelmälle. Välttääkseen viranomaisten liiallisen puuttumisen yritysten toimintaan on markkinoilla toimivien yritysten edun mukaista saavuttaa ja ylläpitää markkinaystävällistä vaikutelmaa toimivasta itsesääntelystä. Yritysten on katsottu kohdistavan resursseja tehokkaaseen itsesääntelyn ainoastaan parantaakseen julkista imagoaan tai välttääkseen haitallisemmaksi koetun ulkopuolisen sääntelyn.[199]

Ongelmana voi siten olla, että yritykset pyrkivät itsesääntelynormeilla ja etenkin eettisillä ohjeilla lähinnä vahvistamaan julkista kuvaansa markkinoilla. Itsesääntelynormien tai sisäisten eettisten ohjeiden tosiasiallinen vaikutus yritysten käytännön menettelytapoja ohjaavana säännöstönä ei välttämättä muodostu merkittäväksi. Empiirisistä tutkimuksista on saatu tuloksia, joiden mukaan yritysten ”eettisten koodien” pelkkä laatiminen ja julkaiseminen on sinänsä käytännön tasolla ollut riittämätöntä ja jopa vaikutuksetonta yrityksiä koskevien eettisten sääntöjen tai lain säännösten tosiasiallisen noudattamisen suhteen.[200] Yritysten

---

[198] Slapper – Tombs s. 184.

Yrityssektorin on myös katsottu usein olevan halukas hyväksymään heidän toimintaansa koskevan sääntelyn lisäämisen vasta kun skandaalit ovat vesittämässä yrityssektorin laillisuutta kokonaisuudessaan. Tällöinkin he asettavat etusijalle usein itsesääntelyn vahvistamisen. Yeager s. 163 ja Punch s. 152.

Ks. myös Uche s. 70, jossa viranomaisääntelyn sisältämien ”vähimmäisvaatimuksien” katsotaan voivan kannustaa sääntelyn kohderyhmää noudattamaan ainoastaan lain asettamia vähimmäisvaatimuksia.

[199] Ks. Coleman s. 222, McCuster s. 140–142, Riley s. 80, Slapper – Tombs s. 180–182, Uche s. 70 sekä Wuolijoki s. 53.

Ks. myös Helsingin käräjäoikeus 11.7.2003, R 03/1412, [ns. Leskinen-tapaus], missä pörssin sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa koskevien ohjeiden tulkinnan siitä, mikä on sisäpiirintietoa, katsottiin olevan huomattavasti väljempää kuin lain esitöissä oli tarkoitettu, oikeuskirjallisuudessa esitetty tai oikeuskäytännössä hyväksytty. Ks. myös Ståhlberg 2000 s. 741 av. 52, jonka mukaan pörssin sisäpiiriohjeen hankekohtaisia sisäpiirirekistereitä koskevaan lukuun kirjattiin markkinaosapuolten ja liikkeeseenlaskijoiden kanta hankekohtaisesta sisäpiirirekisteristä, joka tietoisesti ja tarkoituksellisesti poikkeaa Helsingin käräjäoikeuden tuomiossa (R98/8408 5.3.1999) [ns. Hertzen-tapaus] aiemmin esitetyistä kannanotoista.

[200] Tutkimuksissa on myös havaittu, ettei väärinkäytösten esiintyvyydessä ole ollut eroja niiden yritysten välillä, joilla on omat eettiset säännöt ja niiden sisältämät sanktiot suhteessa niihin yrityksiin, joilla kyseisiä eettisiä sääntöjä ei ole lainkaan. Ks. Coleman s. 225.

Ks. myös Tapani, jonka mukaan eettisiä normistoja voitaneen hyödyntää myös talousrikosten tilannetorjunnassa, mutta niiden vaikutus jäänee vähäiseksi. Tapani 2004 s. 56.

laatimat muodolliset eettiset säännöt palvelevat siten ennemminkin yrityksen julkisia suhteita kuin julkisia intressejä. Eettisten sääntöjen noudattaminen edellyttää käytännössä niiden noudattamisen olevan yritykselle taloudellisesti kannattavaa. Yritysten toimintaa ”rajoittavia” itsesääntelynormeja, jotka ovat ristiriidassa yritysten taloudellisen voitontavoittelun kanssa, ryhdytään tyypillisesti laatimaan vasta silloin, kun yleinen painostus tai valvontaviranomaiset siihen velvoittavat.[201]

Itsesääntelyelinten suorittaman valvonnan uskottavuus voi myös muodostua kyseenalaiseksi. Itsesääntelyn laatijan tehtävänä on usein myös itse valvoa antamiensa säännösten noudattamista. Ongelmaa voi kärjistää itsesääntelytahon läheinen yhteys sääntelyn kohderyhmään. Itsesääntelyelimet eivät välttämättä ole halukkaita tehokkaasti puuttumaan havaitsemiinsa väärinkäytöksiin.[202] Itsesääntelyelinten kurinpitotoimet ovat myös usein ei-julkisia, jolloin niiden ennaltaehkäisevä vaikutus on heikko. Ongelmana on tällöin valvonnan ja sanktioiden riittämättömyys ja tehottomuus.[203] Itsesääntelyn ongelmana voi olla myös sen sitomattomuus. Mikäli itsesääntelyssä annetut säännökset ovat ainoastaan suosituksia, voi niiden tehokkuus menettelytapojen ohjaajana jäädä vaille toivottua vaikutusta. Itsesääntelyn uskottavuuden ja läpinäkyvyyden vuoksi markkinoilla toimivien osapuolien tulisi julkistaa mahdollisimman avoimesti markkinoille se, missä määrin ne noudattavat niitä ohjeita ja suosituksia, jotka eivät ole niitä sinällään sitovia.[204]

---

[201] Ks. Coleman s. 225–226 ja Sneider s. 218, jonka mukaan yrityssektori pyrkii luonnostaan ehkäisemään sellaiset sääntelyehdotukset, jotka voivat heikentää niiden valtaa ja taloudellista voitontavoittelua.

Ks. myös Friedrichs s. 300, jossa historian todetaan osoittavan itsesääntelyn olevan epätodennäköisesti laaja-alaista ja tehokasta, elleivät jotkin huomattavat ulkoiset paineet pakota yritysmaailmaa tai tiettyä ammattikuntaa ottamaan kyseisen vastuun vakavammin. Ks. myös Sillanpää 1994 s. 156, joka toteaa ruotsalaisiin esimerkkeihin vedoten, että merkittäviinkin ongelmiin on itsesääntelyn keinoin puututtu vasta voimakkaiden poliittisten paineiden vaikutuksesta.

[202] Ks. samoin Ogus 1995 s. 99, Uche s. 71 ja Rider 2000 s. 242. Ks. myös af Sandeberg 2002 s. 42, jonka mukaan itsesääntely sisäpiiritorjunnassa ei ole realistinen vaihtoehto mm. intressikonfliktien vuoksi.

[203] Ks. kritiikistä esim. McCusker s. 142 ja Finch s. 51 ss.

[204] HEX Oyj:n, Keskuskauppakamarin sekä Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliiton Gorporate Governance -suositus pörssiyhtiöille on tästä hyvä esimerkki. Sen lähtökohtana on ns. ”noudata tai selitä” -periaate. Periaatteen mukaan yhtiön tulee noudattaa suositusta kokonaisuudessaan, mutta jos yhtiö poikkeaa suosituksesta, sen on ilmoitettava poikkeaminen ja poikkeamisen syy. Yhtiön on myös annettava vuosikertomuksessaan ja Internet-sivuillaan tieto suosituksen noudattamisesta. Ks. suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä kohta 1.4.

Myös muualla Euroopassa Corporate Governance -sääntely on painottunut vapaaehtoiseen itsesääntelyyn ja kyseiseen ”noudata tai selitä” -periaatteen noudattamiseen. Ks. esim. Maassen – van den Bosch – Volberda s. 146 ss.

Esitetystä kritiikistä huolimatta itsesääntelyn käyttö myös arvopaperimarkkinoilla ilmenevien rikosten ja väärinkäytösten ennaltaehkäisyssä on perusteltua. Itsesääntelyllä ja markkinoilla toimivien yritysten omilla toimenpiteillä ja sitoutumisella on – osana keinovalikoimaa – merkitystä väärinkäytösten ennaltaehkäisyssä. Väärinkäytösten ennaltaehkäisyä yritysmaailman sisällä voidaan tehostaa vaikuttamalla markkinoilla toimivien yritysten ja niiden henkilökunnan moraalikäsityksiin, asenteisiin ja arvoihin sekä toisaalta laajalla normatiivisella sitouttamisella asetettujen säännösten noudattamiseen.[205] Sanktiouhan ohella toimijoiden valintoihin ja ratkaisuihin vaikuttavat vahvasti ne preferenssit ja käsitykset, jotka heidän toimintaympäristössään kulloinkin vallitsevat.[206]

Luomalla yrityksille itsesääntelyllä yleisesti hyväksyttävät toimintaperiaatteet ja menettelytapasäännöt voidaan työntekijöiden asenteita muokata oikeaan suuntaan. Markkinaosapuolet todennäköisesti noudattavat helpommin sellaisia normeja, joiden sisältöön he ovat päässeet vaikuttamaan.[207] Toimintaperiaatteiden ja -sääntöjen sisäistämiseksi ne täytyy perustella työntekijöille niin eettiseltä kuin yrityksen taloudellisen kannattavuuden kannalta. Ilman alalla toimivien yritysten oman vastuun korostamista väärinkäytöksiä on hyvin vaikea ehkäistä.

Toimivan itsesääntelyn edellytyksenä on kuitenkin sen läpinäkyvyys. Itsesääntelyn kehittämisessä tulee korostaa erityisesti itsesääntelyn valvonnan läpinäkyvyyttä.[208] Itsesääntelyn uskottavuus edellyttää, että sen laatimiseen ja valvontaan osallistuu myös sääntelyn kohderyhmän ulkopuolisia tahoja. Lisäksi säännellyn toiminnan valvonta tulisi erottaa varsinaisesta sääntelyn kohderyhmästä ja itsesääntelyä rikottaessa tulisi olla käytettävissä selkeä ja läpinäkyvä valitusmenettely. Rikkomuksista annettavien sanktioiden tulisi olla riittäviä ja myös ulkopuolisten tulisi kyetä seuraamaan itsesääntelyn toimintaa.[209]

---

[205] Gilligan 2000 s. 9, Bologna – Shaw s. 182–183, Punch s. 154 ja Reichman 1993 s. 80. Ks. myös Virta s. 23–24, jossa tuodaan esiin se, että yritysten johtajatason henkilöt pitävät esimiestensä käytöstä ja toimintaa pääasiallisena vaikuttimena epäeettisten päätösten tekemiseen.

[206] Larsson 2001a. Vastaavasti Talan 2001 s. 331 mukaan toimijan lähiympäristöllä ja sen harjoittamalla epävirallisella valvonnalla ja muulla suhtautumisella on olennainen merkitys säännösten noudattamisen kannalta.

[207] Sääntelyn on katsottu toimivan tehokkaammin silloin, kun sääntelijä ja sääntelyn kohderyhmä ovat yksimielisiä sääntelyn tavoitteista. Tällöin sääntelyn kohderyhmä on usein myös (moraalisesti) sitoutuneempi noudattamaan sääntöjä ja toimimaan myös muuten säännösten tavoitteiden ja hengen mukaisesti. Ks. Croall s. 50.

[208] Itsesääntelyelinten suorittaman valvonnan heikosta läpinäkyvyydestä on esimerkkinä APVY:n sisäpiiriohje, jossa todetaan APVY:n toimihenkilöitä sitovan salassapitovelvollisuus yksittäisten ilmitulleiden rikkeiden osalta. Vastaavasti APVY:n kaupankäyntirajoitusten (lyhyen kaupankäynnin kiellon) ongelmana voidaan pitää sitä, ettei kyseisten rajoitusten valvontaa tai niiden rikkomisen sanktiointia ole tehokkaasti ja läpinäkyvästi järjestettyä. Ks. kuitenkin VM 21/98 s. 18–19, missä itsesääntelyltä edellytettiin sen tehokasta valvontaa ja laiminlyöntien sanktiointia.

[209] Ks. Uche s. 71 alaviitteineen sekä esim. SOU 2004:47 summary p. 49.

Viranomaissääntelyllä on kuitenkin asetettava puitteet, joiden sisällä itsesääntely voi toimia. Arvopaperimarkkinoiden toiminnalle asetettujen tavoitteiden toteutumista ja niiden valvontaa ei voida jättää vain itsesääntelyorganisaatioiden tehtäväksi vaan niiden on oltava viranomaisvalvonnan piirissä. Viranomaissääntelyn turvin tulee markkinaosapuolille kyetä asettamaan sellaisia sijoittajansuojaan tai markkinoiden yleisen edun turvaamiseen liittyviä velvollisuuksia, joita markkinaosapuolet itsesääntelyssä eivät olisi halukkaita antamaan.[210] Itsesääntelyelinten vastuuta voidaan korostaa sillä edellytyksellä, että viranomaisilla on mahdollisuus ennakolta arvioida kyseisten säännösten toimivuutta ja vaikuttaa niiden sisältöön.[211] Valvontaviranomaisten on myös kyettävä valvomaan itsesääntelyelinten suorittaman valvonnan käytännön toimivuutta.[212]

Suomessa markkinoiden itsesääntelyssä etenkin pörssillä on hyvin keskeinen rooli. Tulkinnanvaraista on kuitenkin se, minkälainen vastuurooli pörssille voidaan markkinoiden väärinkäytösten valvonnassa ja niihin puuttumisessa antaa. Pörssin suorittamalle valvonnalle ja sen tehokkuudelle on tiettyjä rajoitteita. Pörssin tehtävänä on toimia markkinapaikkana, eikä niiden valvontaelimenä.[213]

---

[210] Ks. myös Kurenmaa s. 83.

[211] Itsesääntelyyn kohdistuvan viranomaisvahvistus -menettelyn haitaksi on kuitenkin koettu sen hitaus nopeasti muuttuvissa markkinaolosuhteissa. Ks. esim. VM:n työryhmämietinnössä esitetty näkemys, jonka mukaan itsesääntelyn vahvistamismenettelyä viranomaisissa tulisi voida harkita vähennettävän, koska vahvistusmenettely saattaa hidastaa itsesääntelyn muutosten käyttöönottoa. Muistiossa on kuitenkin otettu huomioon se, että markkinoiden luotettavuuden vaatimukset edellyttävät keskeisten itsesääntelyn osien vahvistamista viranomaisissa. VM 1998:3 s. 77–79.

[212] Käsitteellä ”enforced self-regulation” tarkoitetaan yritykselle annettua velvollisuutta kehittää omia sisäisiä sääntöjään, joilla se turvaa lain noudattamisen. Kyseisten sääntöjen tulee olla ulkopuolisen valvojan (regulator) vahvistamia ja ulkopuolisen valvojan tehtävänä on valvoa nimenomaan yrityksen oman sisäisen valvontajärjestelmän toimivuutta. Ks. Slapper – Tombs s. 182.

Markkinaosapuolien vastuun korostamista voidaan perustella myös viranomaisvalvonnan käytössä olevien resurssien rajallisuudella. Esimerkiksi Yhdysvalloissa vastuuta markkinoiden valvonnasta on tästä syystä annettu huomattavasti markkinoiden itsesääntelyelimille. Yhdysvaltojen valvontaviranomainen (SEC) kuitenkin valvoo sitä, että esimerkiksi markkinapaikat antavat riittävää itsesääntelyä ja että ne myös huolehtivat omien sääntöjensä noudattamisen valvonnasta. Ks. kansainvälisistä esimerkeistä sääntelyn monitasoisuudesta VM 1998:3 s. 79–80.

[213] Markkinoilla tapahtuvien väärinkäytösten tutkinta kuulu lain mukaan Ratan ja poliisiviranomaisten vastuulle. Pörssille on kuitenkin laissa asetettu myös valvontatehtävä. Sen tehtävänä on valvoa pörssin toiminnasta annettujen säännösten ja määräysten, arvopaperipörssin sääntöjen ja hyvän tavan noudattamista arvopaperipörssin piirissä (AML 3:6.1,1). Käytännössä pörssin suorittaman valvonnan voidaan kuitenkin katsoa keskittyvän ennaltaehkäisevään valvontaan ja sääntöjen noudattamista koskevaan neuvontaan. Pörssi suorittaa kuitenkin myös kaupankäynnin valvontaa ja sillä on oikeus määrätä pörssiyhtiöille, arvopaperinvälittäjille ja meklareille kurinpitoseuraamuksia. Kurinpitoseuraamuksia ovat muistutus, varoitus ja kurinpitomaksu. Pörssin kurinpitolautakunnan määräämän kurinpitomaksun suuruus on 10 000–500 000 euroa. Jos rikkomus on luonteeltaan vähäisempi, osapuolelle voidaan kurinpitomaksun sijasta antaa varoitus tai muistutus. Mikäli rikkomus on erityisen vakava, voidaan pörssiarvopaperi poistaa pörssilistalta. Ks. pörssin säännöt kohta 4.2 sekä pörssin kaupankäyntisäännöt kohta 3.12.

Taloudellisen tuloksen maksimointiin tähtäävänä yrityksenä pörssin intresseihin ei sisälly pyrkimys aktiivisesti etsiä ja selvittää markkinoilla ilmeneviä rikoksia ja rikkomuksia.[214] Etenkin tilanteissa, joissa väärinkäytöksillä tai niiden epäilyillä ei ole osoitettavissa selkeää ja välitöntä uhria, voi pörssin halukkuus väärinkäytöksien paljastamiseen tai niihin puuttumiseen olla vähäinen. Pörssillä on kannustin turvata sijoittajien intressien toteutuminen ainoastaan niin kauan kuin se on sille itselleen taloudellisesti kannattavaa.[215] Pörssin suorittamassa valvonnassa voi siten korostua väärinkäytöksiin puuttuminen ainoastaan siinä määrin kuin sen katsotaan olevan pörssin intressien mukaista.[216]

Näistä syistä pörssille ja muille itsesääntelyorgaaneille sekä jopa yksittäisille yrityksille tulisi antaa vastuuta ennen kaikkea väärinkäytösten ennaltaehkäisystä, eikä niinkään niiden valvonnasta ja paljastamisesta. Väärinkäytösten valvonta ja niiden ilmitulo aiheuttavat välittömiä ja välillisiä kustannuksia, eikä kyseisillä markkinaosapuolilla välttämättä ole ilman tehokkaita sanktioita riittäviä kannustimia väärinkäytösten paljastamiseen. Erityisesti pörssin edellytyksiä markkinoiden itsesääntelyssä ja valvonnassa ei kuitenkaan tule väheksyä. Pörssi voi halutessaan merkittävästi vaikuttaa ennaltaehkäisevän toimintansa lisäksi myös markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten paljastamiseen, tutkimiseen ja niiden sanktiointiin.[217] Erityisesti listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden val-

---

[214] Ks. myös Lau Hansen 2003a s. 55, jonka mukaan pörssin ollessa listattu, on olemassa riski eturistiriitojen syntymisestä markkinoiden valvonnassa. Yleinen suuntaus on siten siirtää valtuuksia pörssiltä valvontaviranomaisille. Pörssin liiketoimintakustannusten minimoimiseksi pörsseillä on myös intressi siirtää vastuu valvonnasta ja sääntelystä viranomaisille.

[215] Ks. samansuuntaisesti myös Huovinen s. 61, joka toteaa pörssin suorittaman valvonnan uskottavuuden voivan muodostua jossain tilanteissa kyseenalaiseksi, koska pörssi tarjoaa listayhtiöille myös yhtiöpalveluja. Vaikka valvonta on erotettu liiketoiminnasta ja valvonta vastaa toiminnastaan kurinpitolautakunnalle, valvonta on kuitenkin pörssitoimintaa harjoittavan OM HEX Oyj:lle kustannus. Kustannukseen suhtaudutaan Huovisen mukaan kuten mihin tahansa investointiin ja kyseisessä tapauksessa investoinnin tuottaman hyödyn luotettavuuden laskeminen vain on vaikeaa. Hyötyyn pyrittäneen Huovisen mukaan pienimmällä mahdollisella investoinnilla, joka arvioidaan tarvittavan, ettei sen laiminlyöminen aiheuta kohtuutonta haittaa.

[216] Pörssin tehtävänä on kuitenkin lain mukaan saattaa Ratan tietoon menettely, joka ilmeisesti on vastoin arvopaperipörssin toiminnasta annettuja säännöksiä, sääntöjä ja määräyksiä, jollei menettelyä viipymättä oikaista tai asiaintila muutoin korjaannu. Menettelystä, jossa säännöksiä, sääntöjä tai määräyksiä on rikottu olennaisesti tai toistuvasti on kuitenkin aina ilmoitettava. Ks. AML 3:6.1,3.

[217] Esimerkiksi Ruotsissa pörssillä on merkittävä rooli sisäpiirikaupankäynnin ja kurssien vääristämisen valvonnassa. Ks. prop. 2004/05:142 s. 99, Wesser s. 80 ss. ja Afrell – Klahr – Samuelsson s. 260, joiden mukaan Ruotsissa ensisijainen vastuu markkinavalvonnasta on pörssillä ja muilla luvan saaneilla markkinapaikoilla. Kyseisen velvollisuuden noudattamista valvoo FI. Markkinavalvonta on FI:n määräysten mukaan järjestettävä siten, että sisäpiiririkkomukset ja muut epäilyttävät arvopaperikaupat voidaan paljastaa ja selvittää. Valvonnan toteuttaminen edellyttää riittäviä resursseja ja teknisiä valvontajärjestelmiä. Yli puolet FI:n tutkimista sisäpiiritapauksista on lähtöisin pörssin ja muiden markkinapaikkojen tekemistä ilmoituksista. Vastaavasti Norjassa pörssin rooli markkinoiden väärinkäytösten valvonnassa on keskeinen. Ks. Aarum s. 249.

vonnassa pörssin vastuuta voidaan korostaa. Valvonnan kustannustehokkuuden näkökulmasta pörssin ja Ratan olisi myös nykyistä paremmin kyettävä jakamaan ja selkeyttämään vastuuta listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden valvonnassa.[218] Vastaavasti manipulatiivisten menettelytapojen valvonnassa pörssin asemaa voidaan pitää keskeisenä. Manipulatiivisten menettelytapojen tehokas paljastaminen vaatii kaupankäynnin jatkuvaa ja aktiivista valvontaa sekä siten myös riittäviä teknisiä edellytyksiä ja resursseja.[219] Vastuuta kurssien vääristämiseen tähtäävien poikkeuksellisten menettelytapojen ilmitulon edistämisestä haluttiin jo lainsäädäntövaiheessa antaa nimenomaan pörssille. Sisäpiirintiedon väärinkäytön valvonta voidaan sen sijaan selkeimmin katsoa alueeksi, jonka tulee keskeisesti kuulua viranomaisvalvonnan piiriin. Tätä voidaan perustella jo sillä, etteivät pörssin säännöt sido sijoittajia.[220] Vastuuta sisäpiirikaupan valvonnasta ei myöskään voida antaa pörssille, koska valvonnan toteuttaminen edellyttäisi tehokkaita valvonta- ja tutkintavaltuuksia.

Markkinapaikkojen välisen kilpailun lisääntymisen on katsottu lisäävän pörssien halukkuutta laatia myös omasta aloitteestaan menettelytapasääntöjä ja hallintorakenteita, jotka turvaavat sijoittajien etuja.[221] Pörssin intressissä on tuottaa asiakkailleen mahdollisimman laadukkaita palveluja, joihin sisältyväksi voidaan lukea kaupankäynnin rehellisyydelle ja puolueettomuudelle asetettavat vaatimukset. Kansainvälinen sääntelykilpailu pörssien välillä voi siten ennemminkin olla omiaan tiukentamaan markkinoiden sääntelystandardeja kuin alentamaan niitä. Tehokkaiden tiedonantovelvollisuus- ja sijoittajansuojasäännösten alentaessa yhtiön pääomakustannuksia, on yhtiöiden oman edun mukaista pyrkiä listautumaan sellaisiin pörsseihin, joissa säännökset ovat tehokkaita. Yhtiöt eivät aseta listautumisensa edellytykseksi – lähinnä tiedonantovelvoitteista johtuvia – al-

---

Samoin Yhdysvalloissa New Yorkin pörssin kaupankäynnin valvonnan päätehtävänä on valvoa ja tutkia sisäpiirikaupankäyntiä, markkinoiden manipulointia sekä muita markkinoilla ilmeneviä väärinkäytöksiä. Yhdysvalloissa suurin osa markkinoiden väärinkäytöstutkimuksista saa myös alkunsa nimenomaan pörssien valvontaviranomaiselle (SEC) tekemistä tutkintapyynnöistä. Alaimo, SEC 2003 ja Bronfman et al. s. 45.

[218] Ks. vastaavasti myös Huovinen s. 60, jonka mukaan tiedonantovelvollisuuden valvonta sekä pörssin että Ratan toimesta on sen päällekkäisyyden vuoksi osin ongelmallista. Tämä voi Huovisen mukaan johtaa mm. epävarmuuteen siitä, kuka valvonnasta käytännössä vastaa sekä valvontaresurssien epätasaiseen jakautumiseen.

[219] Ks. myös IOSCO 2002 ja IOSCO 2000, joissa pörssissä tapahtuvan kaupankäynnin valvonnassa korostetaan teknologian käyttämisen merkitystä erityisesti manipulatiivisten menettelytapojen havaitsemisessa. Ks. myös MAD 6(6) art., jonka mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että markkinoiden toimijat toteuttavat rakenteellisia toimenpiteitä markkinoiden manipulointikäytäntöjen estämiseksi ja havaitsemiseksi.

[220] Pörssin sisäpiiriohjeen kohteena ovat ainoastaan listayhtiöt ja näiden sisäpiiriläiset. Ohje ei myöskään ole sitova, eikä sen rikkomisesta voida siten antaa seuraamuksia.

[221] Bronfman et al. s. 53, Ferrarini 1998 s. 247 ja Lau Hansen 2003a s. 55.

haisia listautumiskustannuksia vaan pyrkivät listautumaan pörsseihin, jotka tekevät niistä luotettavia kansainvälisten sijoittajien näkökulmasta.[222]

[222] Ks. Ribstein s. 67 ja Braithwaite – Drahos s. 167, jossa katsotaan yhtiöiden haluavan listautua nimenomaan New Yorkin pörssiin sen ankaran sääntelyn ja listautumisvaatimuksien muodostaessa takeen yhtiön luotettavuudelle ja kilpailukyvylle kansainvälisten sijoitusten hankinnassa.

9 Yhteenveto

Väärinkäytösten sääntely

Yritysten pääoman saannin varmistamiseksi on yhteiskunnalla intressi luoda kilpailukykyiset ja luotettavat arvopaperimarkkinat. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi myös suomalaisen normiympäristön on tarjottava sekä ulkomaisille että kotimaisille sijoittajille kansainvälisesti kilpailukykyinen sijoittajansuoja. Arvopaperisijoittamisen yleistyessä kotitalouksien säästämismuotona on myös heidän asemaansa turvaavan sääntelyn merkitys korostunut.

Sijoittaja ottaa sijoituksessaan taloudellisen riskin. Sijoittajan riskipositioon ei kuitenkaan kuulu liikkeeseenlaskijan tai muiden markkinaosapuolten lainvastainen toiminta. Ennen sijoituspäätöksiään rationaaliset sijoittajat haluavat varmistua niiden rajoitteiden tehokkuudesta, joita muiden osapuolten opportunistisen käyttäytymisen ja sijoittajien hyväksikäytön ehkäisemiseksi markkinoilla on asetettu. Markkinoiden luotettavuuden edellytyksenä ei ole se, että sijoittajat luottavat markkinoilla toimivien rehellisyyteen vaan oikeudellisen järjestelmän toimivuuteen, joka ehkäisee markkinaosapuolia menettelemästä säännösten vastaisesti.

Riski sisäpiiriläisten hyötymismahdollisuudesta arvopaperimarkkinoilla vähentää sijoittajien sijoitushalukkuutta sekä lisää sijoittajien kaupankäyntikustannuksia ja alentaa osakkeiden arvoa. Sisäpiirikaupan salliminen tekisi markkinat tehottomammiksi, koska esimerkiksi osakkeiden ostajat olisivat valmiita maksamaan osakkeista vähemmän myyjällä mahdollisesti olevan sisäpiirintiedon johdosta. Tehokkaalla sisäpiirilainsäädännöllä voidaan vaikuttaa listayhtiöiden pääomakustannuksien alentamiseen, listayhtiöiden omistuksen hajautumiseen, osakkeiden likviditeetin parantamiseen sekä osakkeiden hinnanmuodostuksen tehokkuuteen. Vastaavasti kurssin vääristämiskielto ja listayhtiöille asetetut tiedonantovelvollisuudet ovat välttämättömiä arvopaperin hinnanmuodostuksen tehokkuudelle, sijoituspäätösten rationaalisuudelle, sijoittajien valvontakustannusten minimoimiseksi, yhtiöiden rahoituksen kustannustehokkuudelle ja myös pääomien ohjaamiselle tuottavimpaan mahdolliseen käyttöön.

Arvopaperimarkkinoita koskevilla rangaistussäännöillä suojataan perimmiltään taloudellista vaihdantaa. Kriminalisoinnit turvaavat markkinoiden luotettavuutta kokonaisuudessaan, mutta ne suojaavat myös markkinoilla toimivia sijoittajia. Rikossäännöksillä suojeltavat oikeushyvät liittyvät sekä yksilöllisten oikeushyvien suojaamiseen (sijoittajien omaisuudensuoja), mutta myös laajemmalla yhteiskunnallisella tasolla tiettyjen talouspoliittisten päämäärien turvaamiseen (markkinoiden luotettavuus ja tehokkuus). Vaikka markkinoiden väärin-

käytöksiin kohdistuvalla sääntelyllä tavoiteltava luottamus ilmentää selkeästi sijoittajien suojaamiseen liittyviä oikeudenmukaisuus-päämääriä, on luottamuksella markkinoiden tehokkuuden ja toimivuuden välttämättömänä edellytyksenä merkitystä myös taloudellisena päämääränä.

Arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet voivat tietoisesti rikkoa lain säännöksiä, mikäli niiden noudattaminen rajoittaisi heidän liiketoimintamahdollisuuksiaan, sekä pyrkiä hyödyntämään normien noudattamisen valvonnan heikkouksia, näytön saatavuuteen liittyviä ongelmia tai normien avoimeksi jättämiä tulkintatilanteita. Arvopaperimarkkinarikollisuuden ennaltaehkäisyssä rangaistusten ankaruudella, mutta etenkin kiinnijäämisriskillä sekä sanktiovarmuudella, voidaan näin olettaa olevan korostunut merkitys. Arvopaperimarkkinoilla säännösten (rationaalinen) rikkoja ei todennäköisesti ensisijaisesti puntaroi mahdollisen sakkorangaistuksen tai vankeustuomion suuruutta, vaan ennemminkin kiinnijäämisen todennäköisyyttä ja siitä seuraavan kielteisen julkisuuden aiheuttamia välillisiä kustannuksia. Toisaalta liian lieviksi koetut rangaistukset (tai rangaistusasteikot) voivat myös heikentää väärinkäytössäännösten ennaltaehkäisevyyttä ja horjuttaa rikosoikeusjärjestelmän legitimiteettiä osana arvopaperimarkkinoiden suojajärjestelmää.

Kiinnijäämisriskin nostaminen lisää väärinkäytösten valvonta- ja selvittämiskustannuksia, mutta se voi myös välillisesti luoda kustannussäästöjä. Esimerkiksi säännösten tehokkaan toimeenpanon on esitetty alentavan listayhtiöiden rahoituskustannuksia. Tutkimuksissa on usein tuotu esiin valvontaviranomaisten puutteelliset resurssit, jotka estävät markkinoiden riittävän tehokkaan valvonnan. Valvojien puutteellisten resurssien ja valvontakustannusten minimoinnin riskitekijä on, että valvonnassa voidaan puuttua vain vakavimpiin tai helposti havaittaviin väärinkäytöksiin. Valvojalla ei myöskään välttämättä ole mahdollisuutta kohdistaa resurssejaan riittävästi ennakolliseen valvontaan, jolla voitaisiin aktiivisesti pyrkiä etsimään väärinkäytöksiä edistäviä tai niitä mahdollistavia riskitekijöitä. Ainoastaan ”taloudellisesti” kannattava markkinoiden valvonta ja väärinkäytösten torjunta voivat myös heikentää yleisön luottamusta markkinoiden toimintaan.

Sääntelyn ja valvonnan minimoinnilla tai deregulaatiolla saavutettavia kustannussäästöjä on vaikea verrata niihin kustannuksiin, joita puutteellisen sääntelyn tai valvonnan mahdollistamista väärinkäytöksistä markkinoille voi aiheutua. Kustannustehokkaan väärinkäytösvalvonnan seuraus voi olla, että markkinoiden sääntelyssä ja valvonnassa pyritään maksimoimaan symbolinen tehokkuus mahdollisimman vähäisin välittömin kustannuksin. Kustannustehokkuuden näkökulmasta edullisena rikosten ennaltaehkäisykeinona voidaan pitää esimerkiksi rangaistussäännösten kiristämistä nostettujen rangaistusasteikkojen tai suurempien seuraamusmaksujen muodossa. Rangaistussäännösten lähinnä muodollisen ankaroittamisen seurauksena voi kuitenkin olla sääntelyn ylisymbolisoituminen,

jollei säännösten noudattamisen valvontaa ja niiden käytännön toimeenpanoa kyetä myös samanaikaisesti pitämään riittävällä tasolla.

Markkinoiden toimintavapauden turvaaminen edellyttää sääntelyn joustavuutta. Säännösten joustavuus aiheuttaa kuitenkin säännösten tulkinnanvaraisuutta. Liian tulkinnanvaraiset tai epätäsmälliset säännökset voivat kannustaa markkinaosapuolia säännösten rajojen tietoiseen testaamiseen. Säännösten epäselvyys voi antaa säännöksen rikkojalle myös moraalisen oikeutuksen menettelylleen. Tunnusmerkistöjen tulkinnanvaraisuus aiheuttaa jännitteitä myös markkinaosapuolten oikeusvarmuuden ja toimintavapauden sekä rikosvastuun käytännön toteutumisen välillä. Lisäksi epävarmuus lain säännösten sisällöstä ja tuomioistuimien niiden perusteella mahdollisesti tekemistä ratkaisuista voivat myös ei-toivotulla tavalla vähentää markkinaosapuolien halukkuutta tehdä säännösten noudattamisen näkökulmasta riskipitoisia, mutta sinänsä esimerkiksi yhtiön tai osakkeenomistajien näkökulmasta taloudellisesti perusteltuja ratkaisuja. Sekä markkinoiden tehokkuus että kielletyn riskinoton tehokas ennaltaehkäiseminen edellyttävät mahdollisimman selkeitä ja tehokkaasti toimeenpantavissa olevia säännöksiä.

Arvopaperimarkkinarikosten tulkinnan erityispiirteenä on tunnusmerkistöjen epäitsenäisyys ja voimakas kytkentä taloudelliseen toimintaympäristöön. Arvopaperimarkkinarikoksia koskevissa tunnusmerkistöissä viitataan usein AML:n säännöksiin. Tämän seurauksena kielletyn riskinoton sisältöä ja rikossäännösten sisältöä on täsmennettävä rikosoikeuden ulkopuolisin – lähinnä AML:n ja sen nojalla annettujen normien, kuten esimerkiksi Ratan määräysten ja osin jopa itsesääntelyn piirissä annettujen sääntöjen, avulla. Säännöksiin tarkoituksella jätetty joustavuus korostaa myös Ratan asemaa säännösten sisällön ja tavoitteiden tulkinnassa. Norminantovaltaa käyttäessään ja säännösten noudattamista valvoessaan Ratan tulisi omilla tulkinnoillaan ja ratkaisuillaan pyrkiä edistämään säännösten tavoitteiden toteutumista. Etenkin rikossäännösten, mutta myös muiden väärinkäytössäännösten soveltamistilanteessa sanamuodonmukaisen tulkinnan aseman on kuitenkin oikeusvarmuuden vuoksi oltava vahva. Säännösten joustavuus ja tehokkuus sekä markkinoiden nopeasti muuttuva toimintaympäristö kuitenkin edellyttävät taloudellisten ja muiden reaaliargumenttien hyödyntämistä säännösten tulkinnassa laillisuusperiaatteen sallimissa rajoissa.

Sisäpiirintiedon käyttö

Markkinoiden sisäpiiriläisten on tulkittava mahdollisuutta tiedon sisäpiirinluonteesta huolellisesti. Myös vähäiseen huolimattomuuteen liittyy heidän osaltaan tyypillisesti huomattava vaara sisäpiirisäännösten vastaisesta menettelystä. Sisäpiirintiedon käyttöä koskeva säännös muistuttaa ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta osin jopa ns. ankaraa vastuuta. Vastuun toteutumiselle tulee kuitenkin

käytännössä asettaa tiettyjä ehtoja. Tutkimuksessa on käsitelty tiettyjä tyyppitilanteita (ns. puolustus- ja turvasatamasääntöjä), joiden osalta kyse ei lähtökohtaisesti ole sisäpiirintiedon käytöstä, vaikka tekijällä olisikin tekohetkellä ollut hallussaan sisäpiirintietoa. Kyseisissä tilanteissa sisäpiirintiedon *käytön* edellytys puuttuu, jos tekijä kykenee osoittamaan kaupankäynnille olleen jonkin muun hyväksyttävän ja uskottavan perusteen tai, että hän olisi tehnyt arvopaperikaupan hänellä hallussaan olleesta sisäpiirintiedosta riippumatta.

Sisäpiirintiedon ilmaisukielto on markkinoiden luotettavan toiminnan turvaamiseksi keskeinen uudistus. Sisäpiirintietojen tahallinen tai tahaton ilmaiseminen ulkopuolisille ja tiedon leviäminen voivat aiheuttaa yhtiölle ja markkinoille jopa suurempia vahinkoja kuin pelkkä yksittäisen henkilön kaupankäynti sisäpiirintiedon perusteella. Sisäpiirintiedon käytön tehokkain ennaltaehkäisykeino on juuri luottamuksellisten tietojen huolellinen käsittely ja tietovuotojen estäminen. Tietojen luottamuksellisuus on varmistettava erityisesti tilanteissa, joissa yhtiöllä on valmisteilla olevia hankkeita tai joissa yhtiö on päättänyt lykätä sisäpiirintiedon julkistamista. Sisäpiirintiedon leviämisen ehkäisemiseksi yhtiön on myös perusteltua laatia ohjeet siitä, missä tilanteissa sisäpiirintiedon ilmaiseminen yhtiön ulkopuolisille henkilöille on sallittua. Sisäpiirintiedon ilmaisukieltoa ei kuitenkaan tule tulkita siten, että se estäisi yhtiön liiketoiminnan hoitamiseksi tarvittavan normaalin tietojen ilmaisemisen.

Kurssin vääristäminen

Kurssin vääristämistä koskevia rikossyytteitä on oikeudessa käsitelty äärimmäisen harvoin. Manipulatiivisten menettelytapojen tehokas paljastaminen vaatii kaupankäynnin jatkuvaa valvontaa sekä siten riittäviä resursseja ja valvontajärjestelmiä. Manipulatiivisten menettelytapojen ilmitulo ja tutkiminen edellyttävät Ratalta ja pörssiltä myös tehokasta yhteistyötä. Keskeinen syy oikeuskäytännön vähäisyydelle on myös manipulatiivisten menettelytapojen määrittelyn ja niistä saatavan näytön vaikeus.

Kurssin vääristämisen tunnusmerkistölle on ominaista sen huomattava avoimuus. Säännöksissä on kuvattu tyypilliset menettelytavat. Avointa sääntelytekniikkaa voidaan lähtökohdiltaan pitää perusteltuna, sillä manipuloinnin tehokas ehkäiseminen edellyttää säännöksiltä riittävää joustavuutta. Laissa tarkkaan rajatut kielletyt menettelytavat helpottaisivat säännösten kiertämistä ja siten vaikeuttaisivat säännöksen tavoitteiden toteutumista. Tiukasti rajatut tunnusmerkistöt olisivat myös omiaan jäämään jälkeen markkinoiden nopeasta kehityksestä. Kurssin vääristämistä koskevan tunnusmerkistön tulkinnassa eri tekotapojen ulkoista tai muodollista määrittelyä ei tule pitää ratkaisevana. Olennaista on, ovatko toimenpiteet omiaan antamaan markkinoille harhaanjohtavaa tietoa tai harhaanjohtavan vaikutelman arvopaperin kysynnästä, tarjonnasta tai hinnasta.

Säännösten tulkinnanvaraisuus voi kuitenkin aiheuttaa ongelmia rikosvastuun toteutumisen näkökulmasta. Avoimesti määriteltyjä tekotapoja voi käytännössä olla vaikea soveltaa yksittäiseen tosiseikastoon. Lisäksi markkinoilla toimivat osapuolet eivät välttämättä laillisuusperiaatteen edellyttämin tavoin kykene riittävällä varmuudella ennakoimaan menettelynsä rangaistavuutta. Tekotapojen avoimuudesta seuraa myös se, ettei edes hallinnollisesti sanktioidun kurssin vääristämisen voida – ainakaan pääsääntöisesti – katsoa täyttyvän pelkästään objektiivisin tekotapoihin liittyvien seikkojen perusteella. Riittävänä voidaan kuitenkin usein pitää jo sitä, että objektiivisesti kyetään osoittamaan tekijän toimineen tietyn toimintamallin mukaisesti, jolla tyypillisesti on arvopaperin kurssia vääristävä vaikutus.

Uusien kurssin vääristämisen kieltävien säännösten tavoitteena on estää manipuloivan käyttäytymisen vaikutukset, eikä tekijän tavoitteilla tai tahdonmuodostuksen moitittavuudella ole menettelyn rangaistavuuden kannalta samaa merkitystä kuin rikosoikeudessa vakiintuneesti edellytetään. Hallinnollisten seuraamuksien soveltamisedellytykset painottuvat tekijän toiminnan moitittavuuden sijasta itse menettelytapojen vaikutusten arviointiin. AML:n kurssin vääristämistä koskevan kiellon rikkomisen ja siitä annettavien hallinnollisten seuraamusten edellytykseksi on kuitenkin RataL:ssa asetettu huolimattomuus. Kyseistä ratkaisua voidaan erityisesti syyllisyysperiaatteen ja osapuolten oikeusturvan näkökulmasta pitää perusteltuna.

Tiedottamisrikokset

Arvopaperien markkinoinnin yhteydessä tietojen harhaanjohtavuutta arvioidaan markkinoinnin kohderyhmän näkökulmasta. Markkinointia on arvioitava rikosoikeudellisesti sen mukaan, mikä vaikutus sillä on markkinoinnin kohteena olevien sijoittajien keskivertoedustajaan. Tiedon esitystapaa ja sen informaatiosisältöä tulee arvioida ankarammin, jos arvopaperia markkinoidaan suurelle yleisölle. Tietojen harhaanjohtavuuden tai olennaisuuden kriteeri voi täyttyä helpommin arvopaperien markkinoinnin yhteydessä kuin varsinaisen tiedonantovelvollisuuden sisältöä arvioitaessa, jolloin arviointi tehdään järkevän ja huolellisen sijoittajan näkökulmasta. Markkinointisäännöksen tarkoituksena voidaan pitää rikosoikeudellisen suojan tarjoamista myös sellaisille sijoittajille, jotka eivät kykene järkevältä tai huolelliselta sijoittajalta edellytettävään arviointiin. Totuudenvastaisilta ja harhaanjohtavilta tiedoilta tulee kuitenkin edellyttää tietyn asteista merkityksellisyyttä markkinoinnin kohderyhmän näkökulmasta arvioituna. Sellaisen totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antamista, jolla ei edes olisi voinut olla vaikutusta sijoittajan päätöksentekoon, ei ole pidettävä rikosoikeudellisesti rangaistavana.

Tiedottamisrikoksen rangaistavuuden edellytyksenä ei ole se, että sijoittajat olisivat väärien tai puutteellisten tietojen vuoksi tosiasiassa erehtyneet tai kärsineet taloudellista vahinkoa. Tiedottamisrikossäännös ei edellytä psyykkistä kausaliteettia virheellisten tietojen ja sijoittajien näiden tietojen pohjalta tekemien päätösten välillä. Tunnusmerkistön täyttymiseksi riittää, että annettu tieto *on voinut antaa* harhaanjohtavan käsityksen. Rangaistavaa on virheellisen tiedon antaminen sinänsä.

Harkinnanvaraisessa tulkintatilanteessa ratkaisu siitä, missä vaiheessa listayhtiön on jälkimarkkinoilla julkistettava itseään tai toimintaansa koskeva seikka, on viime kädessä tehtävä intressivertailun perusteella. Tällöin on otettava huomioon sekä liikkeeseenlaskijan, sen osakkeenomistajien ja markkinoilla toimivien sijoittajien edut ja oikeussuojatarpeet. Arvioinnissa ovat usein vastakkain liikkeeseenlaskijan oikeus olla julkistamatta esimerkiksi tiettyjä valmistelun alaisia seikkoja sekä toisaalta sijoittajien oikeus saada kyseiset seikat tietoonsa mahdollisimman nopeasti.

Tulosvaroituksen antamisessa on usein kyse tasapainon hakemisesta tiedottamisen nopeuden ja toisaalta tiedottamisen täydellisyyden tai luotettavuuden välillä. Tiedottamisen nopeudelle ei automaattisesti tule antaa etusijaa suhteessa annettavien tietojen täydellisyydelle tai luotettavuudelle. Nopealtakin tiedottamiselta tulee edellyttää, että se perustuu riittävän luotettaviin tietoihin. Tiedottaminen toteutumisiltaan vielä epävarmoista tai muuten epätäsmällisistä seikoista voi olla markkinoita harhaanjohtavaa. Olennaiset tiedot on kuitenkin julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, vaikka liikkeeseenlaskija ei sillä hetkellä kykenisikään vielä antamaan tarkasti analysoitua tai muuten täydellistä tietoa.

Yhtiön johdon nopeaa reagointia edellyttävän tiedonantovelvollisuuden täyttämisessä olennaista on, että yhtiön tuloksen ja muiden sen taloudelliseen asemaan vaikuttavien tietojen kehittymistä pystytään seuraamaan riittävän usein. Yhtiön on kyettävä keräämään toimintaansa koskeva sisäinen taloudellinen informaatio sellaisessa muodossa, että tietojen olennaisuuden arviointi ja tarvittaessa tulosvaroituksen julkistaminen voidaan toteuttaa mahdollisimman nopeasti. Yhtiön seurantavelvollisuus kohdistuu erityisesti yhtiön tuloksen tai liikevaihdon kertymisen kannalta riskiherkkien kohteiden seurantaan. Etenkin yhtiön taloudellisen tilanteen tai tulevaisuuden näkymien muuttuessa epävarmemmiksi on hallituksen aktiivisuus ja selonottovelvollisuus muutosten syistä ja vaikutuksista korostunut.

Listayhtiöiden tulevaisuuttaan koskevien tietojen julkistamista ja sen sääntelyä voidaan pitää lähtökohdiltaan ongelmallisena. Toisaalta yhtiön tulevaisuutta koskevat perustellut näkemykset parantavat yhtiön toiminnan ja sen taloudellisen kehityksen ennustettavuutta ja siten myös yhtiön arvopaperin hinnanmuodostuksen tehokkuutta. Tulevaisuutta koskevien näkemysten ongelmana on kuitenkin niiden subjektiivisuus ja spekulatiivisuus. Perusteettomat ja mahdollisesti

ylioptimistiset tulevaisuudennäkymät ovat yksi markkinoiden luottamusta merkittävimmin heikentävistä tekijöistä. Tulevaisuuden ennusteiden antamisen yhteydessä yhtiön johdolta on edellytettävä varovaisuusperiaatetta ja ns. kaupallisen kehumisen sallittavuuteen on suhtauduttava pidättyvästi. Ennusteiden on kyettävä vastaamaan yhtiön tosiasiallisia mahdollisuuksia markkinoilla ja tulevaisuuden odotuksiin liittyviä riskejä ja epävarmuustekijöitä on tuotava esiin mahdollisimman läpinäkyvästi.

Oikeushenkilön rangaistusvastuu

Markkinoiden toiminnan luotettavuuteen vaikuttaa keskeisesti se, kuinka luotettavana markkinoilla toimivien yhteisöjen toimintaa pidetään. Oikeushenkilön rangaistusvastuu tarjoaa mahdollisuuden markkinoilla toimivien yritysten vastuun määrittämiselle. Uudet hallinnolliset seuraamukset tarjoavat myös aiempaa paremmat edellytykset markkinoilla toimivien yhtiöiden vastuun korostamiselle. Yhteisövastuulla kyetään yrityksille luomaan tehokas kannustin kehittää ennaltaehkäisykeinoja, joilla voidaan minimoida yritysten toiminnassa aiheutuvia väärinkäytöksiä.

Oikeushenkilön rangaistusvastuussa tuottamusarvioinnin kohteena ovat oikeushenkilön johdon edellyttämät toimenpiteet, joilla yrityksen toiminnassa on varauduttu mahdollisiin rikoksiin. Käytännössä markkinoilla toimivat yritykset voivat varautua toiminnassaan tapahtuviin rikoksiin monilla eri tavoilla. Keskeistä yhtiön varautumisen riittävyyden arvioinnissa on, millaisin *konkreettisin* käytännön toimenpitein yritys on varmistanut rikosten ennaltaehkäisyn toiminnassaan. Oikeushenkilö voi olla laatinut esimerkiksi erityisen toimintaohjelman (compliance program), jonka tarkoituksena on ehkäistä väärinkäytöksiä yrityksen toiminta-alueella. Toimintaohjelma voi sisältää yksityiskohtaiset säännöt sisäpiirintiedon väärinkäytön ja kurssin vääristämisen ehkäisemiseksi tai yhtiön tiedonantovelvoitteiden noudattamisen turvaamiseksi.

Väärinkäytösten seuraamukset

On selvää, ettei lainsäädännöllä eikä etenkään pelkin rikosoikeudellisin keinoin kyetä turvaamaan arvopaperimarkkinoiden puolueettomuutta ja luotettavuutta. Rikosoikeuden merkitys arvopaperimarkkinoiden toiminnan suojaamisessa on kuitenkin keskeinen. Rikosoikeusjärjestelmä on ainoa kanava, jolla voidaan riittävän tehokkaasti osoittaa tiettyjen moitittavimmiksi katsottujen menettelytapojen yhteiskunnallinen paheksuttavuus. Arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden turvaamiseksi rikosoikeuden on myös tarvittaessa kyettävä käytännössä reagoimaan markkinoilla ilmeneviin väärinkäytöksiin. Sisäpiirintiedon väärinkäytön ja osin myös kurssin vääristämisen osalta kiinnijoutumisen todennäköisyys on ver-

raten alhainen, jonka vuoksi seuraamusten on ennaltaehkäisevyyden näkökulmasta oltava tarvittaessa riittävän ankaria. Väärinkäytöksillä saavutettuun hyötyyn voidaan myös puuttua riittävän tehokkaasti ainoastaan rikosoikeudellisella menettämisseuraamuksella. RataL:n hallinnollisten seuraamusten ongelmana on, ettei niillä voida puuttua laittomasti hankittuun hyötyyn eikä korjata rikkomuksella aiheutettuja vahinkoja. Seuraamusmaksun enimmäismäärä ei myöskään kaikissa tapauksissa riitä kattamaan edes menettelyllä mahdollisesti saatua hyötyä.

Rikosoikeudellinen järjestelmä ei kuitenkaan saa olla ainoa eikä edes ensisijainen keino ehkäistä ja puuttua markkinoilla ilmeneviin väärinkäytöksiin. *Ultima ratio* -periaatteen mukaisesti rikosoikeuden tulee säilyttää paikkansa viimesijaisena suojakeinona törkeimpien oikeusloukkauksien ennaltaehkäisemisessä ja rankaisemisessa. Rikosoikeusjärjestelmän rajallisia voimavaroja ei sen sijaan ole tarkoituksenmukaista kohdistaa vähäisempiin markkinoilla tapahtuviin väärinkäytöksiin. Rikosoikeudellisen järjestelmän ohella tarvitaan muita seuraamusvaihtoehtoja, joilla markkinoiden sääntelylle asetetut tavoitteet voidaan turvata. Hallinnolliset sanktiot tarjoavat tähän yhden vaihtoehdon. Yksinomaan rikosoikeudellisesta rangaistusjärjestelmästä osittaista luopumista hallinnollisen seuraamusjärjestelmän hyväksi voidaan pitää perusteltuna, mikäli markkinoiden kontrollijärjestelmän legitiimiys sen sallii ja yleisestävyyden tavoitteet kyetään yhä saavuttamaan. Rikosoikeudellista vastuujärjestelmää ja sen käytettävissä olevia keinoja ei kuitenkaan tule korvata hallinnollisella vastuujärjestelmällä niin, että se viestittäisi arvopaperimarkkinarikosten yhteiskunnallisen paheksuttavuuden ja moitittavuuden vähentyneen. Hallinnollisia seuraamuksia tulisi käyttää vähäisemmissä rikkomuksissa.

Hallinnollisen seuraamusjärjestelmän edut suhteessa rikosoikeudelliseen seuraamusjärjestelmään liittyvät sen joustavuuteen, nopeuteen ja kustannustehokkuuteen. Hallinnollinen seuraamusjärjestelmä lisää joustavuutensa vuoksi myös sanktioiden todennäköisyyttä. Arvopaperimarkkinoilla toimivien osapuolten osalta juuri sanktioiden todennäköisyydellä voidaan olettaa olevan keskeinen merkitys. Etenkin lievempien väärinkäytösten osalta hallinnollisilla sanktioilla ja niiden julkistamisuhalla voi olla riittävän tehokas ennaltaehkäisevä vaikutus markkinoilla ammattimaisesti toimivien osapuolten lainvastaiselle käyttäytymiselle. Sääntöjen ohjausvaikutuksen edellytyksenä on markkinaosapuolien tietty varmuus siitä, että sääntöjen rikkomiseen käytännössä puututaan. Luottamus ei perustu sääntöjen olemassaoloon, vaan niiden noudattamisen tehokkaaseen valvontaan ja toimeenpanoon. Arvopaperimarkkinoiden sanktiojärjestelmän tulee muodostua riittävän laajasta seuraamusvalikoimasta, joka pitää sisällään sekä moraalisen (rikosoikeudellisen) että kustannustehokkuuden (hallinnollisen) näkökulman.

Hallinnolliseen seuraamusjärjestelmään liittyy myös useita ongelmakohtia, jotka kyseisiä säännöksiä laadittaessa ja niitä sovellettaessa on otettava huo-

mioon. Hallinnollisessa seuraamusprosessissa joudutaan rikosprosessin tavoin punnitsemaan keskenään väärinkäytösten ehkäisyn edellyttämää tehokkuusvaatimusta ja asianosaisten oikeusturvaa. Hallinnollisessa seuraamusprosessissa on otettava huomioon EIS 6 artiklan vaatimukset oikeudenmukaisesta oikeudenkäynnistä kokonaisuudessaan erityisesti silloin, kun prosessin seurauksena annettava sanktio voi olla luonnehdittavissa rangaistuksen luonteiseksi hallinnolliseksi seuraamukseksi.

Laillisuusperiaatteen näkökulmasta on osin ongelmallista, ettei RataL:n hallinnollisista seuraamussäännöksistä ja arvopaperimarkkinarikoksia koskevista RL:n tunnusmerkistöistä käy riittävän selkeästi ilmi hallinnollisesti ja toisaalta rikosoikeudellisesti sanktioidun menettelyn rajat. Uusien hallinnollisten seuraamusten vuoksi voivat myös seuraamuskäytännön ennustettavuus ja yhdenmukaisuus muodostua vaikeaksi. Valvontaviranomaisen toiminnan ennakoitavuus ja valvonnan kohteena olevien osapuolien yhdenvertaisuus asettavat Ratan harkintavallan käytölle rajat tilanteissa, joissa menettely mahdollisesti täyttää sekä rikostunnusmerkistön että hallinnollisen seuraamussäännöksen edellytykset. Ratan tulee voida perustella ratkaisunsa, jonka mukaan asia käsitellään joko hallinnollisessa seuraamusmenettelyssä tai rikosprosessissa. Oikeuskäytännön ja hallinnollisten seuraamusten soveltamiskäytännön lisääntyessä ja kehittyessä tulee mahdollisesti arvioitavaksi se, onko esimerkiksi hallinnollisen seuraamusmaksun ja rikosoikeudellisten seuraamusten keskinäistä suhdetta syytä määritellä uudelleen.

Keskeinen mielenkiinnon kohde perus- ja ihmisoikeusnäkökulmasta on *ne bis in idem* -periaate, jonka mukaisesti on arvioitava, voidaanko samasta teosta antaa tekijälle sekä hallinnollinen että rikosoikeudellinen seuraamus. Hallinnollisen seuraamuksen estämättä voidaan sama menettely lähtökohtaisesti käsitellä myös rikosprosessissa. Edellytyksenä on kuitenkin se, ettei aiemmin annettu hallinnollinen seuraamus ole tosiasiassa luonnehdittavissa rikosoikeudelliseksi seuraamukseksi ja etteivät kummatkin seuraamussäännökset koostu olennaisesti samoista tunnusmerkistötekijöistä. Erityisesti luonnollisille henkilöille annettava seuraamusmaksu voi esimerkiksi olla luonnehdittavissa rangaistuksen luonteiseksi, joka EIS:n perusteella estäisi samaa asiaa koskevan rikossyytteen käsittelyn.

AML:n kurssin vääristämissäännöksessä ja sisäpiirintiedon käyttöä koskevassa säännöksessä ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta omaksuttu ankaraa vastuuta muistuttava sääntelymuoto voi muodostua ongelmalliseksi myös *syyttömyysolettaman* näkökulmasta. Hallinnollisen seuraamusvastuun edellytyksenä tulee olla syyllisyysperiaate ja toisintoimimismahdollisuus. Syyllisyysperiaate edellyttää Ratan ja markkinaoikeuden esittävän perustelut menettelyn tahallisuuden tai huolimattomuuden osalta. Perusteluvelvollisuuden voidaan katsoa korostuvan tilanteissa, joissa seuraamuksen kohde on luonnollinen henkilö tai jos

kyseessä on ennemminkin rikosoikeudelliseksi luonnehdittava hallinnollinen sanktio.

Markkinoiden valvonta ja itsesääntely

Kattavan seuraamusjärjestelmän ohella markkinoiden tehokas valvontajärjestelmä on keskeinen edellytys markkinoiden luotettavalle toiminnalle. Ratan asemaa ja sen käytettävissä olevia keinoja markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten havaitsemiseksi ja niiden tutkimiseksi on syytä korostaa. Toteuttaakseen lain asettaman velvollisuuden arvopaperimarkkinoiden valvomiseksi on Ratalla oltava siihen tarvittavat toimintaedellytykset ja -valtuudet. Rata on käytännössä ainoa taho, jolla on tosiasialliset mahdollisuudet valvoa markkinoilla tapahtuvien menettelytapojen lainmukaisuutta. Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvista väärinkäytöksistä tehdyt tutkintapyynnöt ovat lähes poikkeuksetta Ratan tekemiä.

Itsesääntelylle tulee myös antaa vastuuta etenkin markkinoilla ilmenevien väärinkäytösten ehkäisemisessä. Uskottavalla ja läpinäkyvällä itsesääntelyllä, mutta myös markkinoilla toimivien yritysten omilla toimenpiteillä, on tärkeä rooli markkinoiden luotettavuutta turvaavien toimintatapojen edistämisessä. Edellä mainituilla keinoilla yhdessä kyetään parhaiten toteuttamaan arvopaperimarkkinoiden toiminnalle asetetut yhteiskuntapoliittiset tavoitteet. Tehokkaimpana ratkaisuna on pidettävä kaikkien markkina- ja sääntelyosapuolien kokonaisvaltaista toimintaa väärinkäytösten ennaltaehkäisemiseksi ja markkinoiden luotettavuuden vahvistamiseksi. Arvopaperimarkkinoihin liittyvien väärinkäytösten torjunnan onnistumisen edellytyksenä on luonnollisesti kyseiselle tehtävälle annettavan yhteiskunnallisen painoarvon merkittävyys.

Summary

Janne Häyrynen
MARKET ABUSE

Regulating market abuse

Society has a strong interest in securing the ability of corporations to raise capital on competitive, trustworthy securities markets. For advanced economies like Finland's, this means its legal protections for both its foreign and domestic investors must be internationally competitive. Add to this the practical reality that securities investing has become a common form of household saving. Finland's has created a large body of consumer regulation to protect the interests of the small-time investor. These rules are premised on the notion that financial risk should not extend to the wrongful acts of issuers and sophisticated market participants. At the theoretical level, a rational investor should be able to judge *a priori* the effectiveness of the legal and regulatory constraints preventing other market parties from engaging in opportunistic or abusive behaviour.

Trust in the market directly reflects the legal environment's influence on market participant behaviour. When insiders exploit asymmetric information, it discourages investor participation, increases individual investor costs and reduces the value of stocks traded. Toleration of insider trading, in turn, degrades market efficiency. For example, buyers must insist on lower prices because they must assume sellers possess inside information. Conversely, a well regulated market that discourages insider abuses reduces capital costs to issuers, increases the diversity of ownership and liquidity of stocks, and improves share price formation. Thus, promotion of market efficiency and market confidence justifies rules the prevent manipulation of share prices and compel issuer disclosure.

Provisions on the securities market crime in the Finnish penal code generally aim at protecting exchanges against forms of fraud. They are designed to defend both the credibility of the market as a whole and protect individual investors. These penal provisions not only involve the protection of individual property rights but also promote public policy goals such as market confidence and market efficiency. Regulation of market abuse thus works to promote market confidence through investor protection (mainly on fairness arguments) and assure the confidence needed for efficient market function.

For potential violators of securities laws, the risk of getting caught and likelihood of conviction likely outweigh concerns about possible sentences or fines. Thus, tough laws per se are not necessarily adequate to deter insider dealing and market manipulation. On the other hand, popular awareness of lenient penalties can readily undermine the deterrence effect of criminal statutes and invite abuse. Further, market participants may choose to ignore the roles on market abuse when they consider it a constraint on business or exploit situations where market supervision is weak, the state faces a challenging evidence burden or a particular norm is vague and hard to enforce.

Creating a robust system for detection of market abuses imposes direct costs of supervision and investigation on the market, but it can also indirectly generate cost savings. For example, consistent enforcement of the rules can significantly reduce the capital costs of issuers. Several international securities market researchers suggest that supervision resources are insufficient and that this has to some extent impaired their ability to provide actively pursue incidents of market abuse. Balancing the cost savings from deregulation and modest supervision against the costs to society and investors that might arise from market abuses is a non-trivial problem. Proponents of low cost ("cost-efficient") regulation and supervision stress the importance of symbolic regulation in keeping down direct costs. Highly symbolic, yet inexpensive, preventive measures include the enactment of laws that provide onerous maximum sentences or carry large fines for proscribed acts. Symbolic regulation unfortunately carries the risks it will not be backed up with actual supervision activities or be found inconsistent with general enforcement policies.

While any regulatory scheme needs a degree of flexibility to be effective, latitude for interpretation also presents a risk. Overly vague rules may encourage market participants seek advantages in grey areas of the law or use vagueness as a moral justification for engaging in market abuse. Rules open to extensive interpretation create general insecurity among market participants as to what is legal and the scope of action available to them. Furthermore, uncertainty over how norms will be interpreted by the authorities and courts can diminish the willingness of market participants to make economically reasonable decisions from the issuer's or its shareholder's point of view when they face a risk of violating the law through those decisions. Market efficiency – as well as discouraging of market abuse – requires the predictability of well-defined, readily enforceable rules.

Interpretation of the securities market crime provisions in the Finnish penal code has traditionally been strongly dependent on underlying economic facts and has involved extensive reference to the Securities Market Act. Consequently, the interpretation of forbidden risk-taking and the penal provisions relies on rules outside the criminal code, i.e. the Securities Markets Act and the standards and

guidelines issued by Finland's Financial Supervision Authority (FSA). Again, this situation is problematic as the flexibility and the efficiency of rules in a rapidly changing market environment demand the use of policy arguments in interpretation to the extent the principle of legal certainty is preserved. Typically, however, economic and other public policy arguments are only allowed to clarify the verbal meaning of a particular rule.

Misuse of inside information

Market insiders have a duty to recognize and treat inside information with particular care. The slightest breach may result in extensive questioning from the authorities and a minor negligence can disrupt the function of the entire market. Although the liability of primary insiders for insider dealing resembles strict liability, certain preconditions must be met for liability to attach. This work discusses special situations (e.g. safe harbours), where persons with inside information at the time of the transaction are not held liable for violating insider trading rules. The burden is on the possessor of inside information to show there was a legitimate and plausible reason for the transaction, or alternatively, that the transaction would have been executed despite the possessed inside information.

Finland's 2005 reform of rules on disclosure of inside information to other persons is essential to assuring confidence in the market. The reform stresses careful control of inside information and prevention of inside information leaks. Confidentiality of information is emphasized for situations where the issuer has a business project in preparation or has decided to delay the public disclosure of inside information. The prohibition on disclosing inside information to other persons has been formulated so that it will not hinder the disclosure of inside information in the normal exercise of the issuer's business operations.

Market manipulation

It is extremely rare that criminal charges of market manipulation make it to trial in Finland. Detection of manipulative market practices requires active surveillance of trading (including fairly robust surveillance systems and dedicated manpower), as well as seamless cooperation between the FSA and the Helsinki Stock Exchange. Most market manipulation cases fall apart because of difficulties in distinguishing manipulative practices from normal market transactions, or, as in standard fraud cases, establishing the offender's intent at the time of the manipulation.

Unlike most crimes, the term "market manipulation" remains remarkably open to interpretation. The provisions of the law only describe common forms of market manipulation. Certainly, flexible regulatory guidelines are preferable to a

rigid definition of manipulative practices as clear-cut definition are more easy for lawbreakers to circumvent and more likely to become obsolete in a rapidly evolving market environment. On the other hand, flexible provisions may be problematic for market participants, who, under the principle of legal certainty, should be able to judge for themselves whether their practices are illegal or not. Broadly defined elements are also difficult for the prosecutor to apply effectively to the facts of a given case and hard for the court to enforce.

The consequence of openly defined provisions is that even an administratively sanctioned market manipulation may not constitute an offence solely on the basis of objective facts. It is, however, a fairly straightforward proposition for the prosecutor to make a showing that the offender has acted in a manner likely to have a manipulative effect on the market. Thus, Finland's new market manipulation provisions focus on preventing manipulative behaviour, avoiding to some extent the specific intent problems that arise in traditional fraud cases. The new requirements for administrative sanctions to be applied stress the effects of manipulative behaviour on the market rather than the offender's intent or culpability. The FSA nonetheless requires at least a showing of negligence to impose administrative sanctions for violating the prohibition of market manipulation under the Securities Markets Act. The requirement of negligence can be considered reasonable and well in accordance with the doctrines of guilt and providing adequate legal safeguards for the market participant.

Misleading information

The threshold for whether misleading information in securities marketing should be criminally sanctioned is typically determined by examining the effect that information would have on an average investor targeted by a particular marketing effort. Where the marketing is targeted at the general public, the strictest level of scrutiny is applied to both the information content and presentation. However, the assessment of whether the actual disclosure requirements of the issuer are fulfilled, the misleading information and its materiality should be determined by examining the effect that information would have on a reasonable investor. Unlike standard misrepresentation or fraud actions, however, criminal liability for information crimes can attach even if there is no actual reliance on the part of the victim. The causation element is met as long as there is a showing that the information provided *could have misled the investors*.

Adequate disclosure

When deciding whether an issuer had a duty to disclose information concerning itself or its activities in secondary markets, the court or the regulator (FSA) will

apply a balancing test that looks at the interests of the issuer, its shareholders and investors. The legal tension typically involves the issuer's right not to disclose prematurely and the investor's right to receive timely information. Yet, while profit warning cases ostensibly force the court or the regulator to balance the need for prompt announcement against the need for reliable disclosure, it is clear that courts and the regulator well understand that comprehensiveness and reliability must be sacrificed when timeliness is demanded. Moreover, while rapid disclosure increases the likelihood of inaccuracy and the release of misleading information to the market, it is also important for the market to get material information without undue delay, even where the issuer has yet to fully analyze or otherwise provide comprehensive information.

Disclosure requirements compel the issuer's management team to develop their financial reporting system to facilitate prompt disclosure. Issuers are expected to be able to present their collected internal financial information in a format that allows rapid, accurate assessment of material information. This focuses issuer's attention on monitoring risk-sensitive factors that can potentially impact the financial result. In particular, changes in the issuer's financial situation or its future prospects require that management actively and diligently investigate and explain the reasons for such changes.

Regulation of the issuer's duty to disclose its future prospects is more problematic. Well-founded statements concerning the issuer's prospects make it easier for the market to anticipate the issuer's operations and financial direction, and thereby the price formation of issuer's shares. On the other hand, statements concerning an issuer's prospects are inevitably speculative. Overly optimistic claims about future prospects can severely erode the market's trust in an issuer. Thus, the management team must act prudently when discussing its future prospects, particularly in commercial advertising. Disclosed prospects have to equate with the issuer's actual market outlook and be made in as transparent a manner as possible.

Criminal liability of legal persons

The credibility of markets also reflects the behaviour of listed corporations and investment firms. The criminal liability of legal persons offer an opportunity to emphasize and clarify concepts of criminal liability for corporations and thereby create effective incentives for corporations to develop preventive measures to minimize abusive conduct.

An assessment of criminal liability of legal persons starts with an examination of the measures management has implemented for foreseeable malfeasance of corporate employees. Corporations can discourage misbehaviour in many ways; what is essential is the adequacy of the preventive measures taken. For example,

a corporation may establish a compliance program to prevent malfeasance. The compliance program may include detailed rules and guidelines for the prevention of insider dealing, market manipulation or assuring compliance with its disclosure obligations.

Sanctions for market abuse

While criminal statutes in isolation are insufficient to assure the impartiality and credibility of securities markets, they are nevertheless essential in achieving an efficiently operating market. The criminal justice system is the only channel through which it is possible for society to efficiently evaluate the blameworthiness of certain acts. Market confidence, in turn, requires that the criminal justice system deals with wrongdoings as they arise. As noted above, given that the likelihood of getting caught for abuse of inside information and market manipulation, punishments need to be fairly severe to deter such behaviour. Moreover, illegal profits from market abuse offences must usually be recovered through forfeiture. By force of the administrative sanctions stated in the Act on the Financial Supervision Authority, it is impossible to confiscate illegally gained profits or compensate other for the resulting damages. In many cases, the maximum administrative fine will not cover the illegal gains of the offender.

Under the principle of *ultima ratio*, the criminal law protects society against the most damaging infringements. Thus, it is inappropriate to dedicate the state's limited resources to pursuing minor market offences. Separate measures outside the criminal justice system are needed to protect the goals of market regulation. Administrative sanctions offer an appropriate, cost-effective, means for dealing with minor offences. The flexibility inherent in a system of administrative sanctions improves the possibility that sanctions will actually be imposed. This has great significance to parties operating in the securities market, particularly professionals, who are generally held to higher standards of behaviour. In turn, market participants can rely on effective supervision and enforcement of the rules, as well as the certainty that infringements will be punished. The spectrum of sanctions thus runs from the moral (criminal) to the cost-efficient (administrative).

The disadvantages of administrative sanctions, of course, need to be noted in their drafting and application. As in criminal procedure, administrative procedure must strike a balance between the need for effective enforcement and protecting the rights of the accused. Administrative procedures must adhere to the conditions for a fair trial as set out in Article 6 of the European Convention on Human Rights (ECHR), particularly where the sanction may characterised as "criminal" under the ECHR.

The blurred boundaries between the provisions of the administrative sanctions stated in the Act on the Financial Supervision Authority and the criminal provi-

sions in the penal code may also be problematic with respect to the principle of legal certainty (especially in terms of anticipation of regulator behaviour and consistency in meting out sanctions). The predictability of regulator actions and the legal equality of parties sets limits on regulator discretion, especially in circumstances where the conduct meet the criteria for both criminal and administrative sanctions (elements of a crime and elements of an administrative violation). The regulator must either justify its decision to give an administrative sanction or report the case to the police for criminal investigation. It is too soon after the 2005 reform to assess whether there is an actual need to re-evaluate the boundaries of administrative fines and criminal sanctions.

The Roman principle of *ne bis in idem* is relevant from the perspective of fundamental rights and human rights; there always needs to be an assessment as to whether a particular act might be punished under both administrative and criminal processes. Under this principle, once the administrative sanction has been imposed, the wrongful act can only be charged under criminal statutes if the administrative sanction is not characterised as "criminal" under the ECHR and the essential elements of the illegal act are different under criminal law. Thus, an administrative fine imposed on an individual characterised as a "criminal" sanction under the ECHR would forbid the bringing of criminal charges for the same act.

Because the provisions for market manipulation and insider dealing by primary insiders have little concern with a showing of intent or negligence (quasi strict liability), the presumption of innocence is basically irrelevant. Yet, the doctrine of guilt should be applicable when it comes to imposing administrative sanctions. The doctrine of guilt mere requires that both the regulator and the court make reasonable findings on the offender's intent or negligence. The need for this inference is emphasized in cases where a natural person is subject to sanction or where the sanction could be characterised as "criminal."

Market supervision and self regulation

Efficient market supervision is another crucial factor in promoting market credibility. The role of the regulator and the measures it uses to detect and investigate abusive market conduct are essential. In addition to the need for adequate resources mentioned above, the regulator must have sufficient powers as it is the only institution with actual possibilities to supervise compliance. Almost without exception the criminal actions concerning the infringements in the market are initiated by the regulator.

Self regulation can also make an enormous contribution to curbing market abuse. Credible and transparent self-regulation, along with measures by corporations operating in the market, can thus help develop practices that ensure confi-

dence in the market. Indeed, while many tools are needed to realize an efficient securities market, the most efficient of all is for participants together to fight market abuse.

Finnish Lawyers' Association 2006
ISBN 951-855-253-3

Summary

Janne Häyrynen
MARKET ABUSE

Regulating market abuse

Society has a strong interest in securing the ability of corporations to raise capital on competitive, trustworthy securities markets. For advanced economies like Finland's, this means its legal protections for both its foreign and domestic investors must be internationally competitive. Add to this the practical reality that securities investing has become a common form of household saving. Finland's has created a large body of consumer regulation to protect the interests of the small-time investor. These rules are premised on the notion that financial risk should not extend to the wrongful acts of issuers and sophisticated market participants. At the theoretical level, a rational investor should be able to judge *a priori* the effectiveness of the legal and regulatory constraints preventing other market parties from engaging in opportunistic or abusive behaviour.

Trust in the market directly reflects the legal environment's influence on market participant behaviour. When insiders exploit asymmetric information, it discourages investor participation, increases individual investor costs and reduces the value of stocks traded. Toleration of insider trading, in turn, degrades market efficiency. For example, buyers must insist on lower prices because they must assume sellers possess inside information. Conversely, a well regulated market that discourages insider abuses reduces capital costs to issuers, increases the diversity of ownership and liquidity of stocks, and improves share price formation. Thus, promotion of market efficiency and market confidence justifies rules the prevent manipulation of share prices and compel issuer disclosure.

Provisions on the securities market crime in the Finnish penal code generally aim at protecting exchanges against forms of fraud. They are designed to defend both the credibility of the market as a whole and protect individual investors. These penal provisions not only involve the protection of individual property rights but also promote public policy goals such as market confidence and market efficiency. Regulation of market abuse thus works to promote market confidence through investor protection (mainly on fairness arguments) and assure the confidence needed for efficient market function.

For potential violators of securities laws, the risk of getting caught and likelihood of conviction likely outweigh concerns about possible sentences or fines. Thus, tough laws per se are not necessarily adequate to deter insider dealing and market manipulation. On the other hand, popular awareness of lenient penalties can readily undermine the deterrence effect of criminal statutes and invite abuse. Further, market participants may choose to ignore the roles on market abuse when they consider it a constraint on business or exploit situations where market supervision is weak, the state faces a challenging evidence burden or a particular norm is vague and hard to enforce.

Creating a robust system for detection of market abuses imposes direct costs of supervision and investigation on the market, but it can also indirectly generate cost savings. For example, consistent enforcement of the rules can significantly reduce the capital costs of issuers. Several international securities market researchers suggest that supervision resources are insufficient and that this has to some extent impaired their ability to provide actively pursue incidents of market abuse. Balancing the cost savings from deregulation and modest supervision against the costs to society and investors that might arise from market abuses is a non-trivial problem. Proponents of low cost ("cost-efficient") regulation and supervision stress the importance of symbolic regulation in keeping down direct costs. Highly symbolic, yet inexpensive, preventive measures include the enactment of laws that provide onerous maximum sentences or carry large fines for proscribed acts. Symbolic regulation unfortunately carries the risks it will not be backed up with actual supervision activities or be found inconsistent with general enforcement policies.

While any regulatory scheme needs a degree of flexibility to be effective, latitude for interpretation also presents a risk. Overly vague rules may encourage market participants seek advantages in grey areas of the law or use vagueness as a moral justification for engaging in market abuse. Rules open to extensive interpretation create general insecurity among market participants as to what is legal and the scope of action available to them. Furthermore, uncertainty over how norms will be interpreted by the authorities and courts can diminish the willingness of market participants to make economically reasonable decisions from the issuer's or its shareholder's point of view when they face a risk of violating the law through those decisions. Market efficiency – as well as discouraging of market abuse – requires the predictability of well-defined, readily enforceable rules.

Interpretation of the securities market crime provisions in the Finnish penal code has traditionally been strongly dependent on underlying economic facts and has involved extensive reference to the Securities Market Act. Consequently, the interpretation of forbidden risk-taking and the penal provisions relies on rules outside the criminal code, i.e. the Securities Markets Act and the standards and

guidelines issued by Finland's Financial Supervision Authority (FSA). Again, this situation is problematic as the flexibility and the efficiency of rules in a rapidly changing market environment demand the use of policy arguments in interpretation to the extent the principle of legal certainty is preserved. Typically, however, economic and other public policy arguments are only allowed to clarify the verbal meaning of a particular rule.

Misuse of inside information

Market insiders have a duty to recognize and treat inside information with particular care. The slightest breach may result in extensive questioning from the authorities and a minor negligence can disrupt the function of the entire market. Although the liability of primary insiders for insider dealing resembles strict liability, certain preconditions must be met for liability to attach. This work discusses special situations (e.g. safe harbours), where persons with inside information at the time of the transaction are not held liable for violating insider trading rules. The burden is on the possessor of inside information to show there was a legitimate and plausible reason for the transaction, or alternatively, that the transaction would have been executed despite the possessed inside information.

Finland's 2005 reform of rules on disclosure of inside information to other persons is essential to assuring confidence in the market. The reform stresses careful control of inside information and prevention of inside information leaks. Confidentiality of information is emphasized for situations where the issuer has a business project in preparation or has decided to delay the public disclosure of inside information. The prohibition on disclosing inside information to other persons has been formulated so that it will not hinder the disclosure of inside information in the normal exercise of the issuer's business operations.

Market manipulation

It is extremely rare that criminal charges of market manipulation make it to trial in Finland. Detection of manipulative market practices requires active surveillance of trading (including fairly robust surveillance systems and dedicated manpower), as well as seamless cooperation between the FSA and the Helsinki Stock Exchange. Most market manipulation cases fall apart because of difficulties in distinguishing manipulative practices from normal market transactions, or, as in standard fraud cases, establishing the offender's intent at the time of the manipulation.

Unlike most crimes, the term "market manipulation" remains remarkably open to interpretation. The provisions of the law only describe common forms of market manipulation. Certainly, flexible regulatory guidelines are preferable to a

rigid definition of manipulative practices as clear-cut definition are more easy for lawbreakers to circumvent and more likely to become obsolete in a rapidly evolving market environment. On the other hand, flexible provisions may be problematic for market participants, who, under the principle of legal certainty, should be able to judge for themselves whether their practices are illegal or not. Broadly defined elements are also difficult for the prosecutor to apply effectively to the facts of a given case and hard for the court to enforce.

The consequence of openly defined provisions is that even an administratively sanctioned market manipulation may not constitute an offence solely on the basis of objective facts. It is, however, a fairly straightforward proposition for the prosecutor to make a showing that the offender has acted in a manner likely to have a manipulative effect on the market. Thus, Finland's new market manipulation provisions focus on preventing manipulative behaviour, avoiding to some extent the specific intent problems that arise in traditional fraud cases. The new requirements for administrative sanctions to be applied stress the effects of manipulative behaviour on the market rather than the offender's intent or culpability. The FSA nonetheless requires at least a showing of negligence to impose administrative sanctions for violating the prohibition of market manipulation under the Securities Markets Act. The requirement of negligence can be considered reasonable and well in accordance with the doctrines of guilt and providing adequate legal safeguards for the market participant.

Misleading information

The threshold for whether misleading information in securities marketing should be criminally sanctioned is typically determined by examining the effect that information would have on an average investor targeted by a particular marketing effort. Where the marketing is targeted at the general public, the strictest level of scrutiny is applied to both the information content and presentation. However, the assessment of whether the actual disclosure requirements of the issuer are fulfilled, the misleading information and its materiality should be determined by examining the effect that information would have on a reasonable investor. Unlike standard misrepresentation or fraud actions, however, criminal liability for information crimes can attach even if there is no actual reliance on the part of the victim. The causation element is met as long as there is a showing that the information provided *could have misled the investors*.

Adequate disclosure

When deciding whether an issuer had a duty to disclose information concerning itself or its activities in secondary markets, the court or the regulator (FSA) will

apply a balancing test that looks at the interests of the issuer, its shareholders and investors. The legal tension typically involves the issuer's right not to disclose prematurely and the investor's right to receive timely information. Yet, while profit warning cases ostensibly force the court or the regulator to balance the need for prompt announcement against the need for reliable disclosure, it is clear that courts and the regulator well understand that comprehensiveness and reliability must be sacrificed when timeliness is demanded. Moreover, while rapid disclosure increases the likelihood of inaccuracy and the release of misleading information to the market, it is also important for the market to get material information without undue delay, even where the issuer has yet to fully analyze or otherwise provide comprehensive information.

Disclosure requirements compel the issuer's management team to develop their financial reporting system to facilitate prompt disclosure. Issuers are expected to be able to present their collected internal financial information in a format that allows rapid, accurate assessment of material information. This focuses issuer's attention on monitoring risk-sensitive factors that can potentially impact the financial result. In particular, changes in the issuer's financial situation or its future prospects require that management actively and diligently investigate and explain the reasons for such changes.

Regulation of the issuer's duty to disclose its future prospects is more problematic. Well-founded statements concerning the issuer's prospects make it easier for the market to anticipate the issuer's operations and financial direction, and thereby the price formation of issuer's shares. On the other hand, statements concerning an issuer's prospects are inevitably speculative. Overly optimistic claims about future prospects can severely erode the market's trust in an issuer. Thus, the management team must act prudently when discussing its future prospects, particularly in commercial advertising. Disclosed prospects have to equate with the issuer's actual market outlook and be made in as transparent a manner as possible.

Criminal liability of legal persons

The credibility of markets also reflects the behaviour of listed corporations and investment firms. The criminal liability of legal persons offer an opportunity to emphasize and clarify concepts of criminal liability for corporations and thereby create effective incentives for corporations to develop preventive measures to minimize abusive conduct.

An assessment of criminal liability of legal persons starts with an examination of the measures management has implemented for foreseeable malfeasance of corporate employees. Corporations can discourage misbehaviour in many ways; what is essential is the adequacy of the preventive measures taken. For example,

a corporation may establish a compliance program to prevent malfeasance. The compliance program may include detailed rules and guidelines for the prevention of insider dealing, market manipulation or assuring compliance with its disclosure obligations.

Sanctions for market abuse

While criminal statutes in isolation are insufficient to assure the impartiality and credibility of securities markets, they are nevertheless essential in achieving an efficiently operating market. The criminal justice system is the only channel through which it is possible for society to efficiently evaluate the blameworthiness of certain acts. Market confidence, in turn, requires that the criminal justice system deals with wrongdoings as they arise. As noted above, given that the likelihood of getting caught for abuse of inside information and market manipulation, punishments need to be fairly severe to deter such behaviour. Moreover, illegal profits from market abuse offences must usually be recovered through forfeiture. By force of the administrative sanctions stated in the Act on the Financial Supervision Authority, it is impossible to confiscate illegally gained profits or compensate other for the resulting damages. In many cases, the maximum administrative fine will not cover the illegal gains of the offender.

Under the principle of *ultima ratio*, the criminal law protects society against the most damaging infringements. Thus, it is inappropriate to dedicate the state's limited resources to pursuing minor market offences. Separate measures outside the criminal justice system are needed to protect the goals of market regulation. Administrative sanctions offer an appropriate, cost-effective, means for dealing with minor offences. The flexibility inherent in a system of administrative sanctions improves the possibility that sanctions will actually be imposed. This has great significance to parties operating in the securities market, particularly professionals, who are generally held to higher standards of behaviour. In turn, market participants can rely on effective supervision and enforcement of the rules, as well as the certainty that infringements will be punished. The spectrum of sanctions thus runs from the moral (criminal) to the cost-efficient (administrative).

The disadvantages of administrative sanctions, of course, need to be noted in their drafting and application. As in criminal procedure, administrative procedure must strike a balance between the need for effective enforcement and protecting the rights of the accused. Administrative procedures must adhere to the conditions for a fair trial as set out in Article 6 of the European Convention on Human Rights (ECHR), particularly where the sanction may characterised as "criminal" under the ECHR.

The blurred boundaries between the provisions of the administrative sanctions stated in the Act on the Financial Supervision Authority and the criminal provi-

sions in the penal code may also be problematic with respect to the principle of legal certainty (especially in terms of anticipation of regulator behaviour and consistency in meting out sanctions). The predictability of regulator actions and the legal equality of parties sets limits on regulator discretion, especially in circumstances where the conduct meet the criteria for both criminal and administrative sanctions (elements of a crime and elements of an administrative violation). The regulator must either justify its decision to give an administrative sanction or report the case to the police for criminal investigation. It is too soon after the 2005 reform to assess whether there is an actual need to re-evaluate the boundaries of administrative fines and criminal sanctions.

The Roman principle of *ne bis in idem* is relevant from the perspective of fundamental rights and human rights; there always needs to be an assessment as to whether a particular act might be punished under both administrative and criminal processes. Under this principle, once the administrative sanction has been imposed, the wrongful act can only be charged under criminal statutes if the administrative sanction is not characterised as "criminal" under the ECHR and the essential elements of the illegal act are different under criminal law. Thus, an administrative fine imposed on an individual characterised as a "criminal" sanction under the ECHR would forbid the bringing of criminal charges for the same act.

Because the provisions for market manipulation and insider dealing by primary insiders have little concern with a showing of intent or negligence (quasi strict liability), the presumption of innocence is basically irrelevant. Yet, the doctrine of guilt should be applicable when it comes to imposing administrative sanctions. The doctrine of guilt mere requires that both the regulator and the court make reasonable findings on the offender's intent or negligence. The need for this inference is emphasized in cases where a natural person is subject to sanction or where the sanction could be characterised as "criminal."

Market supervision and self regulation

Efficient market supervision is another crucial factor in promoting market credibility. The role of the regulator and the measures it uses to detect and investigate abusive market conduct are essential. In addition to the need for adequate resources mentioned above, the regulator must have sufficient powers as it is the only institution with actual possibilities to supervise compliance. Almost without exception the criminal actions concerning the infringements in the market are initiated by the regulator.

Self regulation can also make an enormous contribution to curbing market abuse. Credible and transparent self-regulation, along with measures by corporations operating in the market, can thus help develop practices that ensure confi-

dence in the market. Indeed, while many tools are needed to realize an efficient securities market, the most efficient of all is for participants together to fight market abuse.

Finnish Lawyers' Association 2006
ISBN 951-855-253-3

Ratkaisuhakemisto

SUOMI

Tuomioistuinratkaisut

KKO 1998:162 355
KKO 1999:80 256
KKO 2000:82 339
KKO 2002:11 66
KKO 2002:39 320, 331
KKO 2002:116 389–390
KKO 2004:46 66, 372
KKO 2005:27 66

KHO 21.11.1997 taltio 2960 (1997:132) 283

Helsingin HO 9.9.1993, No 3808, R 92/969. Lainvoimainen. 194, 217
Helsingin HO 8.9.1994, No 3880, R 93/2387. Lainvoimainen. KKO 9.3.1995: ei valituslupaa. 217
Helsingin HO 9.5.1996, No 2505, R 94/333. Lainvoimainen. KKO 5.2.1997: ei valituslupaa. [ns. Novera-tapaus] 257, 306, 315–317
Helsingin HO 18.8.1998, No 2426, R 97/76 ja R 97/254. Ei lainvoimainen. (KKO 2000:82). [ns. Kansallisanti-tapaus] 339
Helsingin HO 10.12.1999, No 3480, R 98/935. Lainvoimainen. [ns. Amer-tapaus] 314
Helsingin HO 21.6.2001, No 1722, R 00/2678. Lainvoimainen. [ns. Kansallisanti-tapaus] 245–248
Helsingin HO 23.4.2002, No 1103, S 97/704. Lainvoimainen. KKO 5.12.2002: ei valituslupaa. [ns. Kansallisanti-tapaus] 248, 290
Helsingin HO 13.5.2004, No 1738, R 03/1382. Lainvoimainen. [ns. Koroma-tapaus] 123–124, 173, 175, 177
Helsingin HO 31.5.2005, No 1797, R 02/2654. Ei lainvoimainen. Valitettu KKO:lle. [ns. YIT-tapaus] 194, 217, 325–326
Helsingin HO 31.5.2005, No 1798, R 02/4230. Ei lainvoimainen. Valitettu KKO:lle. [ns. TPO-tapaus] 109–110, 194, 204, 217, 326–327, 330–332
Helsingin HO 17.6.2005, No 2113, R 03/3030. Ei lainvoimainen. Valitettu KKO:lle. [ns. Leskinen-tapaus] 111–113

Helsingin raastuvanoikeus 12.3.1992, R 91/8323. Lainvoimainen. 302
Helsingin raastuvanoikeus 18.10.1993, § 589, R 91/8745. Ei lainvoimainen. (HO 8.9.1994, R 93/2387) 217–218

Helsingin KäO 29.12.1993, R 93/3940. Ei lainvoimainen. [ns. Novera-tapaus] 257, 304–305, 315–316
Helsingin KäO 27.11.1996, R 96/5057. Ei lainvoimainen. [ns. Kansallisanti-tapaus] 339

Helsingin KäO 19.12.1996, R 96/5057. Ei lainvoimainen. [ns. Kansallisanti-tapaus] 245–248
Helsingin KäO 27.3.1997, No 8644, 95/16286 ym. Ei lainvoimainen. [ns. Kansallisanti-tapaus] 247–248
Helsingin KäO 27.5.1998, No 2601, R 98/1370. Ei lainvoimainen. [ns. Amer-tapaus] 314
Helsingin KäO 5.3.1999, R 98/8408. Lainvoimainen. [ns. Hertzen-tapaus] 113, 116, 190, 402
Helsingin KäO 30.6.2000, R 00/869. Lainvoimainen. [ns. Siljola-tapaus] 116, 121–122, 172
Helsingin KäO 28.6.2002, No 02/7385, R 01/7537. Ei lainvoimainen. [ns. YIT-tapaus] 200, 325–326, 331–332
Helsingin KäO 7.11.2002, No 11962, R 01/13963. Ei lainvoimainen. [ns. TPO-tapaus] 109–110, 204, 326–327, 330–332
Helsingin KäO 25.3.2003, No 03/3219, R 03/338. Ei lainvoimainen. [ns. Koroma-tapaus] 123–124, 175, 177
Helsingin KäO 11.7.2003, R 03/1412. Ei lainvoimainen. [ns. Leskinen-tapaus] 112, 402
Helsingin KäO 24.10.2003, No 03/10218, R 03/3410. Lainvoimainen 117, 175, 338
Helsingin KäO 2.7.2004, R 04/2302. Lainvoimainen 313, 322
Helsingin KäO 20.6.2005, No 05/6342, R 04/10852. Lainvoimainen. [ns. Soon-tapaus] 186–187
Helsingin KäO 5.7.2005, No 05/6274, R 05/1639. Ei lainvoimainen. [ns. Satama-tapaus] 296–298

Syyttämättäjättämispäätökset

Helsingin kihlakunnan syyttäjänviraston päätös (4/99) syyttämättä jättämisestä 4.5.1999, Dnro 98/6060 92–93
Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (494/21/00) syyttämättä jättämisestä 31.10.2000 209
Valtakunnansyyttäjänviraston päätökset (00/1035–1039) syyttämättä jättämisestä 12.12.2000 139, 152, 336
Helsingin kihlakunnan syyttäjänviraston päätökset (01/2418–2420) syyttämättä jättämisestä 15.8.2001 (R 01/4642) 298–299, 313
Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (03/12) syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, R 02/6, [ns. Talentum-tapaus] 65, 89, 121, 145, 163, 165–166, 173, 309
Valtakunnansyyttäjänviraston päätökset (03/8–9, 11–18) syyttämättä jättämisestä 15.1.2003, R 02/6, [ns. Talentum-tapaus] 165–166
Helsingin kihlakunnan syyttäjänviraston päätös (03/1711) syyttämättä jättämisestä 24.7.2003, R 03/6422 160
Apulaisvaltakunnansyyttäjän päätös 24.2.2005, Dnro 334/21/04, [ns. Satama-tapaus] 244, 291

Rahoitustarkastuksen päätökset

Ratan julkinen huomautus 14.4.2005 (Dnro 5/245/2004), [ns. Evli-tapaus] 207–208
Ratan julkinen huomautus 24.5.2005 (Dnro 2/230/2005), [ns. Nokia-tapaus] 294–296, 299

Helsingin pörssin kurinpitoratkaisut

Pörssin kurinpitolautakunnan päätös (1/2000) 286
Pörssin kurinpitolautakunnan päätös (2/2000) 301
Pörssin kurinpitolautakunnan päätös (1/2001) 291
Pörssin kurinpitolautakunnan päätös (2/2001) 290
Pörssin kurinpitolautakunnan sihteerin päätös (3/2002) 286
Pörssin kurinpitolautakunnan sihteerin päätös (5/2002) 286
Pörssin kurinpitolautakunnan päätös 26.5.2005 295–296

RUOTSI
Stockholms tingsrätts dom 00-09-07 i mål B 4573-99. [ns Alfaskop-tapaus] 203–204
Svea hovrätt dom 2001-10-30 B 6675-00. [ns Alfaskop-tapaus] 203–204

TANSKA
Højesterets dom 22.12.2004, sag 384/2004 (2. afdeling) 167–168

ENGLANTI
R v. Saunders [1996] 1 Cr App Rep 463, [1996] Crim LR 420, [1995] 45 LS Gaz R 31, 140 Sol Jo LB 22, CA 217
FSA Final Notice 11.3.2003 299
FSA Final Notice 19.5.2004 276–277
FSA Final Notice 24.8.2004 [ns. Shell-tapaus] 329
FSA Final Notice 13.12.2004 113–114
The Financial Services and Markets Tribunal Decision 29.3.2005 [Arif Mohammed and The FSA] 121
FSA Final Notice 28.6.2005 [ns. Citigroup-tapaus] 209–210

YHDYSVALLAT
Escott v. BarChris Construction Corporation, 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968) 256, 304
Feit v. Leaseco Data Processing Equipment, 32 F. Supp. 544 (E.D.N.Y. 1971) 256
The United States v. Hilton Hotels Corp. (9th Cir. 1972) 323
TSC Industries Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S. 438 (1976) 118
Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988) 118, 124–125

KANADA
British Columbia Securities Commission v. Branch and Levitt (1995) 2 SCR 3 394

EUROOPAN IHMISOIKEUSTUOMIOISTUIN
Engel and others v. The Netherlands 5100/71;5101/71;5102/71;... [1976] ECHR 3 (8 June 1976) 379
Öztürk v. Germany (8544/79) [1984] ECHR 1 (21 February 1984) 374, 379
Kokkinakis v. Greece 14307/88 [1993] ECHR 20 (25 May 1993) 66
Bendenoun v. France (12547/86) [1994] ECHR 7 (24 February 1994) 375
Air Canada v. The United Kingdom (18465/91) [1995] ECHR 15 (5 May 1995) 375
Gradinger v. Austria (15963/90) [1995] ECHR 36 (23 October 1995) 378
Palaoro v. Austria (16718/90) [1995] ECHR 37 (23 October 1995) 374
Saunders v. The United Kingdom (19187/91) [1996] ECHR 65 (17 December 1996) 393–394
Tejedor García v. Spain (25420/94) [1997] ECHR 103 (16 December 1997) 390
Staines v. The United Kingdom App. No. 41552/98, 16.5.2000 394
I.J.L., G.M.R. and A.K.P. v. The United Kingdom (29522/95;30056/96;30574/96) [2000] ECHR 130 (19 September 2000) 393
Heaney and McGuinness v. Ireland (34720/97) [2000] ECHR 675 (21 December 2000) 390
Franz Fischer v. Austria (37950/97) [2001] ECHR 348 (29 May 2001) 378
Janosevic v. Sweden (34619/97) [2002] ECHR 618 (23 July 2002) 180, 375, 381–382
Morel v. France App. No. 54559/00, 3.6.2003 375
Weh v. Austria (38544/97) [2004] ECHR 150 (8 April 2004) 395

Asiahakemisto

accepted market practices (hyväksytyt markkinatavat) 222–226
analogiakielto 65
analyytikko 31, 126–131, 142, 285, 293
ankara vastuu 84, 180, 220, 223, 289, 311, 362, 381
arvopaperi 100–106
arvopaperimarkkinarikkomus 81, 97, 233–238, 246–247, 257, 299–305, 316, 347, 364
asianomistaja 338 ss., 367–369
avunanto 307–308, 399

blokkikaupat 194, 204–205, 217

compliance program (toimintaohjelma) 327–331
corporate governance 17, 40, 329, 403

defence-sääntö (puolustussääntö) 169, 180, 221–223, 256
due diligence 124, 154–157, 221, 251, 256–259, 278, 331

emissionjärjestäjä 135, 256–259, 301–304, 312, 330
ennakkotieto 291–295, 300
ensisijainen sisäpiiriläinen 91, 134–136, 140, 143, 178–183, 381
esisopimus 277–278
Euroopan ihmisoikeussopimus (EIS) 9, 64–66, 361, 366, 371–381, 389–393
Euroopan ihmisoikeustuomioistuin (EIT) 11, 66, 374–375, 378–382, 389, 393–395

fair disclosure 130–131
front running 108
fuusio 118, 125, 143, 217, 257

hallinto-oikeus 369–370, 373
hankekohtainen sisäpiiriläinen 158–159
hankekohtainen sisäpiirintieto 188
hankekohtainen (yrityskohtainen) sisäpiirirekisteri 97, 142, 189–191, 284, 402
hankintaohjelma (osto-ohjelma) 138, 158 ss., 171, 178, 188
harmonisointi 18–19, 74
huolellinen henkilö (sijoittaja) 32, 44, 64, 111, 118–123, 182, 244, 250, 253–255, 259–263, 270–273, 290
hyvä tapa 17–18, 38, 77–78, 132, 197, 201, 207–210, 237–238, 248, 405
hyväksytyt markkinatavat 222–226
hyödykejohdannainen 22, 100, 105, 115
hyötymistarkoitus 99, 120–122, 140, 145 ss., 164–166, 172–173, 177–180, 184, 195, 198, 205, 215 ss., 234, 365

ilmoitusvelvollinen 26, 96–98, 143, 190, 357, 364
informaatioasymmetria (epäsymmetrinen informaatio) 5, 25–33, 38–45, 193, 218, 233
informaatiokustannukset 35, 63
Internet 110–111, 129–130, 207, 212–213, 403
itsekriminointisuoja (myötävaikuttamattomuusperiaate) 389–396
itsesääntely 3, 16–18, 36, 60, 79, 189, 196–197, 209, 214, 267, 353, 355, 374, 400 ss.

johdannaissopimus 100, 105, 120, 150, 206, 236, 271–272
journalisti (toimittaja) 131, 214–215
julkinen huomautus 132, 207, 237–238, 294–299, 345, 356 ss.
julkinen kaupankäynti 100–106
julkinen sisäpiirirekisteri 96, 364
julkinen varoitus 356 ss.
julkistamisen lykkääminen 141, 170, 189, 278 ss., 330
järkevä henkilö (ks. huolellinen henkilö)

kahdenkertainen rankaiseminen (*ne bis in idem* -periaate) 105, 366, 375, 377 ss.

kannustinjärjestelmät 151, 231
kansainvälinen soveltamisala 99–106
kaupankäyntikielto (kaupankäyntirajoitus) 55, 95–98, 115, 159, 175–178, 188, 404
kielletty riski 75 ss., 85, 99, 326, 342
kieltoerehdys 88–93, 312
kiinanmuuri 152, 170
kiinnijäämisriski 47–50, 337, 342–344, 352, 383
kriminalisointiperiaatteet 346, 370
kustannustehokkuus 6, 8, 14, 34 ss., 46 ss., 70, 351, 354, 401, 407
kuuleminen 376, 384, 386 ss.
käyttäytymistiede 30, 49, 314–315
käännetty todistustaakka 82, 180, 327, 343

laillisuusperiaate 7, 11, 59 ss., 70–73, 78, 101, 106, 161, 195, 201, 209, 220, 307, 336, 350, 371–372
liikesalaisuus (yrityssalaisuus) 140, 174, 280
lupamenettely 176, 187
lyhyeksimyynti 205, 207, 218, 224
lyhyt kaupankäynti (ks. kaupankäyntikielto)

management buyout (MBO) 155–156
markkinaoikeus 180, 209, 237, 240, 254, 362–366, 372, 376–377, 380–382
markkinatakaus 17, 268
markkinatieto 107–110, 115, 131, 272
markkinointi 33, 76, 213, 235–258, 263–264, 288, 301–305, 309–311, 316–317, 330, 339–341, 363
meklari 108–110, 197–198, 219, 237, 265, 322–327, 330, 357, 399, 405
menettämisseuraamus (rikoshyöty) 320, 330, 346
merkintä (merkitsijä)104, 150–152, 209, 218, 226–228, 239, 244–251, 255–258, 263, 268, 302–305, 316–317
moraali 46, 49, 51–52, 62, 343–346, 404
muu julkinen kaupankäynti 17, 100, 266
myy ja merkitse -järjestely 151–152
myötävaikutusvelvollisuus 389–390, 395–396
määräysvalta 26, 92–93, 97, 112, 123, 149, 155, 157, 188, 386

ne bis in idem -periaate (ks. kahdenkertainen rankaiseminen)
Nord Pool 105–106

oikeudenmukainen oikeudenkäynti 349, 373–376, 389
oikeushyvä 7, 67–72, 76, 80, 193, 216, 233–234, 339–341, 346, 369
oikeustaloustiede 5–6, 10, 35–37, 49, 56, 69
olosuhdetahallisuus 83, 88, 172, 219, 308–309
omaisuudenhoito 54, 157–159, 206, 265
omaisuudensuoja 7, 68, 72, 340
omien osakkeiden hankinta 65, 96, 101, 162 ss., 268
optio 92–93, 100, 104–105, 150–152, 169, 218, 227, 231, 236
osavuosikatsaus 36, 96, 106, 110, 115, 121, 129, 167, 232, 264, 288, 293–301
osto-ohjelma (ks. hankintaohjelma)
OTC-johdannainen 101, 105

perusoikeus 9, 11, 64, 67–68, 72, 340, 346, 369–373, 382, 394, 396
perusoikeusmyönteinen tulkinta 11, 71–72, 390
petos 2–3, 69, 147, 238, 242–244, 263, 309
piensijoittaja 15–16, 33–34, 40, 128, 245–247, 250–251, 262–264, 383
presumptio 179–180, 381
preventio 46–50, 67, 343, 345, 352, 364

rajoitettu rationaalisuus 38, 48–49
rationaalinen sijoittaja (ks. huolellinen henkilö)
rationaalisen valinnan teoria 46 ss.
resurssit (valvontaviranomaisten) 3, 50–51, 194, 336, 344, 353, 355, 405–407, (poliisin) 337, 347, 351
rikoshyöty (ks. menettämisseuraamus)
rikostaloustiede 6, 46

safe harbour (turvasatama) 3, 148, 159, 168–170, 179, 198, 221, 223, 227, 289–290, 370
selonottovelvollisuus 83–91, 165, 173–176, 257–258, 269, 300–302, 309, 312–314, 397
selvityspyyntö 376, 389–390
seuraamusmaksu 52, 136, 237, 261, 345, 359–366, 372, 376, 379–380

sijoitusanalyysi (sijoitustutkimus, sijoitussuositus) 4, 22, 26, 125 ss., 199, 207, 213, 239, 257, 291, 361
sijoitusrahasto 15, 53, 60, 96, 352, 364
SIRE 97
sisäpiiridirektiivi 2, 22, 102, 116, 134, 140, 147, 164, 178, 348
sisäpiirineuvo (vihje) 99, 103–106, 111, 129, 135–140, 146–147, 155, 159, 162, 174, 179, 186–187, 322
sisäpiirintiedon ilmaiseminen 104, 111, 129–130, 134, 136, 138, 140–147, 154–155, 172, 179, 182, 189, 284–285, 330
sopimuskauppa 109, 155, 200, 204, 325, 332
soveltamiserehdys 89, 312
suhteellisuusperiaate 347, 369–370, 377, 381
sulautuminen 157, 268, 277
suojeluobjekti (ks. oikeushyvä)
syyllisyysperiaate 72, 84, 381
syyttömyysolettama 180, 220–221, 361, 381, 389
syytä epäillä -kynnys 366, 380, 389–390, 397 ss.
syy-yhteys 107, 180–181, 244, 320, 325–326, 340
sähköjohdannainen (ks. Nord Pool)

tahtotahallisuus 83, 173, 219, 309
talousrikollisuus (talousrikos) 3–4, 49–52, 59–64, 69, 73, 77, 83, 173, 309, 337–338, 345–346, 351, 355, 383, 385, 400, 402
tarkoitustahallisuus 82, 172, 215, 221, 362
tasapainotahallisuus 83, 88, 173, 219, 309
tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (informatiivinen tehokkuus) 27, 30
tekijän huolimattomuus 81, 84 ss., 174–176
tekorikos 102, 139, 234
teleologinen tulkinta 7, 10–11, 69, 350
teletiedot (televalvonta) 338, 396–397
teon huolimattomuus 7, 75 ss., 84–87, 174, 310
teon yritys 103, 139–140, 216, 222
termiini 92–93, 100, 105, 150, 236
tiedostamaton tuottamus 76, 84–87, 174, 311, 326
tiedotuspolitiikka 288, 329
tilinpäätös 38, 42, 96, 106, 121, 167, 232, 260–267, 272–274, 288, 293–295, 316, 356
todennäköisyystahallisuus 82–83, 172, 219, 229, 309
toimintaohjelma (ks. compliance program)
toimittaja (ks. journalisti)
toisintoimimismahdollisuus 84, 381
toissijainen sisäpiiriläinen 91, 134–135, 178–183, 337
tulevaisuudennäkymät 1, 3, 31, 128, 218, 231, 234, 252–253, 262, 273, 286–301, 310
tulosennuste 143, 244, 288–299, 314
tulosvaroitus 1, 234, 265–267, 273, 280–281, 287–288, 292 ss., 311–314, 322, 329
tunnusmerkistöerehdys 83, 87–89, 312
turvasatama (ks. safe harbour)
tutkintapyyntö 9, 50, 73, 97, 194–195, 232, 335–337, 342–344, 347, 380, 383–384, 407
täsmällisyys (tiedon) 99, 108–112, 115 ss., 158, 183, 242, 256, 261, 271–275, 287, 295–296
törkeä huolimattomuus 81–82, 86 ss., 138, 146–147, 173–179, 195, 237, 246–247, 292, 305 ss., 359, 362, 365, 391

uhkasakko 356, 389, 395
ultima ratio -periaate 346–347, 369

vahingonkorvaus 3, 9, 221, 247, 257, 320, 340–341, 344, 347, 351, 353, 355
vahinko 3, 28, 51, 76, 110, 145–147, 187, 221–222, 228–230, 234, 243, 248, 330–332, 339–341, 344, 353, 355, 359, 363, 367, 383, 396–399
vaikutusvalta 97, 153
velkakirja 104, 257, 268, 272, 304–305, 316–317
virka-apu 388

yhdenvertaisuus (tasavertaisuus) 3, 29–30, 33–35, 55, 67, 113, 129–130, 143, 154–155, 162–163, 200, 232–233, 249–250, 258, 367, 370–372
yrityskauppa 113, 116, 119–125, 139, 143, 155, 169, 172, 190, 217, 251, 258, 273, 276–280, 283, 286
yrityssalaisuus (ks. liikesalaisuus)

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISU
A-sarja N:o 271

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuneet väärinkäytökset ovat olleet viime vuosina kansainvälisen mielenkiinnon kohteena. Markkinoiden sääntelyn ja valvonnan tehostumisen seurauksena väärinkäytökset ovat saaneet osakseen kasvavaa julkisuutta myös Suomessa. Samalla väärinkäytökset ovat kiristäneet yleistä sääntelyilmapiiriä. Tästä yhtenä osoituksena on vuonna 2003 säädetty uusi markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (MAD).

Janne Häyrynen tarkastelee väitöskirjassaan arvopaperimarkkinoilla ilmeneviä väärinkäytöksiä ja niiden sääntelyä. Tutkimuksen painopiste on arvopaperimarkkinoita koskevien väärinkäytössäännösten lainopillisessa tulkinnassa. Analyysin kohteena ovat erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttöä, kurssin vääristämistä sekä pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuksia koskevat säännökset. Tutkimuksessa käsitellään myös oikeushenkilön rangaistusvastuuta arvopaperimarkkinoilla. Tavoitteena on lisäksi selvittää markkinoiden väärinkäyttödirektiivin aiheuttamia muutoksia kansalliseen sääntelyyn.

Tutkimuksessa pohditaan myös rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten toimivuutta ja merkitystä arvopaperimarkkinoilla ilmenevien väärinkäytösten kontrollissa. Rikosoikeuden merkitys arvopaperimarkkinoiden suojaamisessa on keskeinen. Rikosoikeudellisen järjestelmän ei kuitenkaan tule olla ainoa keino väärinkäytösten ehkäisemisessä ja niihin puuttumisessa.

Hallinnolliset sanktiot tarjoavat vaihtoehdon, jolla markkinoiden sääntelylle asetetut tavoitteet voidaan turvata. Rikosoikeudellista seuraamusjärjestelmää täydentävän hallinnollisen seuraamusjärjestelmän edut liittyvät sen joustavuuteen, nopeuteen ja kustannustehokkuuteen. Häyrynen päätyykin tutkimuksessaan siihen, että arvopaperimarkkinoilla tapahtuviin väärinkäytöksiin tulee puuttua sekä rikosoikeudellisin että hallinnollisin seuraamuksin.

Janne Häyrynen on työskennellyt Rahoitustarkastuksessa markkinavalvojana vuodesta 2002 lähtien. Hän on ollut mukana valmistelemassa markkinoiden väärinkäyttöä koskevaa eurooppalaista ja kansallista sääntelyä. Tutkimuksessa näkyvät kirjoittajan käytännön valvontatyössä saamat kokemukset.

LAKIMIESKUNNAN OMA LAATUKUSTANTAJA VUODESTA 1934

sly@lakimies.org
www.lakimies.org

ISSN 0356-7206
ISBN 951-855-253-3

9 789518 552539