

Kai Kotiranta

---

SISÄPIIRINTIEDON  
SYNTYMINEN  
Kontekstuaalinen tulkinta

# SISÄPIIRINTIEDON SYNTYMINEN



SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA  
A-sarja N:o 319

---

Kai Kotiranta

# Sisäpiirintiedon syntyminen

Kontekstuaalinen tulkinta

Yliopistollinen väitöskirja, joka Lapin yliopiston oikeustieteiden tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi luentsosalissa 2, perjantaina 7.3.2014 klo 12.

WITH AN ENGLISH SUMMARY

*Tilausosoite*

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. 09 6120 300

f. 09 604 668

toimisto@lakimiesyhdistys.fi

www.lakimiesyhdistys.fi

Verkkokirjan ISBN 978-951-855-460-1

© 2014 Suomalainen Lakimiesyhdistys ja Kai Kotiranta

ISSN-L 0356-7206

ISSN 0356-7206

ISBN 978-951-855-336-9

Vammalan Kirjapaino Oy, Sastamala 2014

”Sellainen on laki. Missä siinä muka voisi piillä jokin erehdys?”

”Tuota lakia minä en tunne”, sanoi K.

”Sitä pahempi teille”, sanoi vartija.

*Franz Kafka: Oikeusjuttu*



---

# Esipuhe

Olen toiminut asianajotehtävissä koko työurani ajan. Tämä ei ole edesauttanut oikeustieteellisen tutkimukseni tekemistä. Asianajajan keskeinen tehtävä on puolustaa päämiestään. Tutkijalla ei ole päämiestä, jonka etua hän ajaisi tai jonka intressit olisivat päällimmäisinä mielessä tutkimuksen aikana. Tutkijalla ei ole myöskään vastapuolta, joka tulisi oikeudenkäynnissä voittaa. Asianajajan tehtävänä on lähestyä oikeudellisia kysymyksiä nimenomaan päämiehensä näkökulmasta ja ratkaista oikeudellisia ongelmia ainoastaan päämiehen edun mukaisesti. Näiden perusasetelmien tunnistaminen ja hallitseminen asianajajan tehdessä oikeustieteellistä tutkimusta ovat keskeisessä asemassa. Tieteelliseen tutkimukseen kuuluu korostunut objektiivisuus tutkijan taustasta, kokemuksesta ja osamisesta riippumatta. Tieteellistä tutkimusta ei saa hyväksikäyttää omien, tai asianajajan päämiesten, intressien edistämiseksi, vaikka kiusaus siihen olisikin suuri. Jos tutkimuskysymys sivuaa pitkälti omia käytännön työtehtäviä, liittyy objektiivisen tutkimuksen tekemiseen vaaroja. Tämän olen todennut oma-kohtaisesti väitöskirjaprosessini aikana. Toivon välttäneeni nämä sudenkuopat.

Väitöskirjani aihe, sisäpiirintiedon syntyminen, on saanut kimmokkeensa sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvistä rikosjutuista, joita olen puolustusasianajajana hoitanut. Näitä hoitamiani juttuja on käsitelty osittain myös tässä tutkimuksessa. Tällöin tutkijan hattu on pitänyt painaa päähän entistä syvemmälle keihään ja kilven kirvotessa otteesta. Olen pyrkinyt hoitamieni arvopaperimarkkinarikosjuttujen tutkimuksellisessa käsittelyssä objektiivisuuteen riippumatta siitä, onko jutun ratkaisu ollut lopulta puolustuksen näkemyksen mukainen. Tehtävä ei ole ollut aina helppo. Hoitamistaan jutuista ja niiden tueksi esitetystä argumentaatiosta irti päästäminen on riipinyt monesti. Irtautuminen on ollut kuitenkin välttämätöntä.

Väitöskirjani esitarkastajina ovat toimineet professori *Vesa Annola* Vaasan yliopistosta ja professori *Dan Frände* Helsingin yliopistosta. He ovat myös suostuneet vastaväittäjikseni. En kadehdi heidän tehtävänsä. Yliopistomaailman ulkopuolelta tulevan opinnäytetyön tarkastamiseen liittyy varmuudella haasteita, joita yliopistomaailman sisältä syntyviin väitöskirjoihin ei välttämättä liity. Kokeneet professorit Annola ja Frände ovat suhtautuneet asiantuntemuksella ja arvostaen tutkimustyöhöni, ja samalla he ovat avanneet minulle ratkaisevia näkökulmia väitöskirjani viimeistelemiseksi. Olen kiitollinen heidän paneutumises- taan ja arvokkaista kommenteistaan väitöskirjaani liittyen. Professori Annola ja



professori Frände ovat miellyttäviä herrasmiehiä, joiden kanssa on ollut ilo ja kunnia saada työskennellä. Tunnen itseni pieneksi heidän tieteellisen osaamisensa rinnalla.

Työnohjaajan panos väitöskirjaprosessissa on ratkaiseva. Ilman työnohjausta väitöskirja ei valmistu. Ilman hyvää työnohjausta väitöskirja uhkaa jäädä sisällöllisesti köyhäksi. Väitöskirjan kirjoittaminen on kahden kauppaa. Työnohjaajanani on ollut professori *Juha Karhu*, joka toimii myös väitöstilaisuuteni kustoksena. Työnohjauksen metodeja on yhtä monta kuin on ohjaajia ja ohjattavia-kin. Professori Karhulla on ilmiömäinen kyky löytää ja käyttää niitä metodeja, jotka kulloinkin ovat oikeita riippumatta ohjattavan subjektiivisesta näkemyksestä asiassa. Olen tuntenut professori Karhun jo perusopintojeni alusta alkaen. Olen kaikkien näiden vuosien ajan hämmästellyt sitä monialaista osaamista ja ammattitaitoa, jolla hän meitä on opettanut ja ohjannut. Professori Karhun kanssa kommunikointi on välitöntä ja mutkatonta. Totuuden nimissä, se voi olla joskus myös vaikeaselkoista, mikä on usein merkki vain oman osaamisen puutteesta. Professori Karhu on sydämellinen ja ystävällinen mies. Olisi kuitenkin väärin tulkita tätä professori Karhusta huokuvaa sydämellisyyttä ja ystävällisyyttä siten, että hän olisi jotenkin välinpitämätön tieteen tekemisen tai tieteellisyyden edessä. Päinvastoin, professori Karhu on armoton. Työnohjaajana hän vaatii ohjattavaltaan paljon – usein on tuntunut siltä, että jopa enemmän kuin mihin omat resurssit riittävät. Väitöskirjaprosessini aikana olen useammin kuin kerran kokenut riittämättömyyden tunnetta, henkistä köyhyyttä ja suoranaista tyhmyyttä professori Karhun kiinnittäessä huomiotani ilmeisiin itsestäänselvyyksiin, joita en ole osannut tutkimuksessani itse tunnistaa tai huomioda. Tämä itsereflektio on toivoakseni johtanut väitöskirjani osalta parempaan tieteelliseen lopputulokseen ja henkilökohtaisesti omalta osaltani kasvamiseen ja kehittymiseen. Olen kiitollinen siitä, että professori Karhu suostui työnohjaajakseksi ja jaksoi kärsivällisesti ohjata minut maaliin asti. Kiitos.

Asianajotoiminnan parissa päivätyötään tekevää tutkijaa on askarruttanut usein jokapäiväisen välittömän tieteellisen vuorovaikutuksen puuttuminen, jota yliopistomaailmassa työskenteleville on sitä haluaville tarjolla. Väitöskirjan kirjoittaminen on yksinäistä työtä, ja tuo yksinäisyys korostuu omassa tieteellisessä tyhjiössä. Omien ajatusten testaaminen oikeustieteen ammattilaisilla olisi tutkimuksen kannalta tärkeää. Minulla on ollut vain harvoja kontakteja tiedeyhteisöön ja ammatikseen oikeustieteellistä tutkimusta tekeviin asiantuntijoihin. Kuitenkin professori *Mikko Vuorenpää* ja dosentti *Kaijus Ervasti* ovat ystävällisesti olleet käytettävissä keskustelukumppaneina sekä henkisenä tukena väitöskirjaprosessini aikana. Kiitän näitä oikeustieteilijöitä saamastani avusta.

Pitkäaikainen työtoverini HuK, tradenomi, HSO *Sini Tallgren* on pyyteettömästi ja väsymättä jaksanut kaikkien näiden vuosien aikana kannustaa, tukea

ja auttaa minua niin väitöskirjatyöni kuin varsinaisen asianajotyöni kiemuroisissa. Hänen olemassaolonsa on mahdollistanut tämän tutkimuksen valmistumisen ja tekemisen yhtäaikaaisesti asianajopraktiikan hoitamisen kanssa. Ilman hänen panostaan en olisi selvinnyt kummastakaan. HuK, tradenomi, HSO Tallgrenin panos on ollut ratkaiseva selviytymiseni kannalta. En osaa kylliksi kiittää häntä.

Lapin yliopiston oikeustieteiden tiedekunnan kanslia ja erityisesti hallinto-päällikkö *Markku Vartiainen* ovat kärsivällisesti ohjeistaneet minua tutkimusprosessiin liittyvissä käytännön asioissa. Kanslian toiminta on ollut ripeää, asiantuntevaa ja kannustavaa. Kiitän lämpimästi saamastani avusta.

Suomalainen Lakimiesyhdistys ry on ottanut väitöskirjani julkaistavakseen. Se on minulle suuri kunnia. Yhdistyksen toimistopäällikkö *Lea Purhonen* on ystävällisesti auttanut minua kaikissa väitöskirjani julkaisemiseen liittyvissä käytännön kysymyksissä. Kustannustoimittaja, FM *Pipsa Kostamo* on puolestaan ammattitaitoisesti ja nopeasti huolehtinut väitöskirjani painokuntoon saattamisesta. On ollut ilo työskennellä ammattilaisten kanssa. FM *Henna-Riikka Rantala* on huolehtinut väitöskirjani kieliasun tarkastamisesta huomattavalla tarkkuudella. Heille kaikille kuuluu kiitos.

Minulla on vain harvoja ystäviä. He ovat jaksaneet uskoa vankkumattomasti väitöskirjani valmistumiseen. Kiitos heille kaikesta tuesta ja ystävydestä. Eriytyisen kovaäänisesti tutkimustyöhöni ovat ottaneet kantaa nelijalkaiset ystäväni Topi ja Hubert. Heilläkin on ollut oma merkittävä panoksensa, ja äänensä, annettavanaan tutkimukselleni. Väitöskirjaprosessi vaatii välttämättä aikaa ja omistautumista tutkimukselle. Asianajotyön ohella tehty väitöstutkimus tarkoittaa käytännössä kaiken työajan ulkopuolisen ajan uhraamista tutkimustyölle. Silloin silmät, korvat ja ajatukset sulkeutuvat kaikelta muulta. Tuo sulkeutuneisuuden tila kesti minulla noin neljä vuotta. Tämä aika on ollut pois perheeltäni, jota kiitän kärsivällisyydestä ja mahdollisuudesta toteuttaa tämäkin projekti sekä myötälämisestä tutkimusta tehdessäni. Tiedän häirinneeni heitä enemmän kuin he minua.

Väitöskirjan laatimista voisi verrata lumipallon tekemiseen. Ensin käsissä on epämääräinen kasa lunta ja hieno ajatus siitä, että lumesta voisi muovata jotain käyttökelpoista. Palloa muotoillessa osa lumesta putoaa pois, joudut kauhomaan sitä käsiisi lisää, jo valmistumassa oleva pallo saattaa murtua ja muuttaa muotoaan vielä juuri ennen valmistumistaan. Usein tulet miettineeksi, mitä järkeä on taputella lunta tai tuleeko pallosta lopulta tarpeeksi kestävä. Lapaset kastuvat, sormia palelee eikä pallosta tunnu tulevan valmista. Kun lopulta pallo on kuitenkin saanut muotonsa, on aika punnita sitä vielä viimeisen kerran kädessään, ottaa sihti ja singota pallo matkaan toivoen sen osuvan maaliinsa. Tiedeyhteisön arvoitavaksi jää nyt se, onko sihtini ollut kohdallaan.

Väitöskirjani olen omistanut liian aikaisin poisnukkuneille äideilleni Pirkolle ja Tarjalle. Ilman heitä ei olisi minuakaan. Kuten ei ilman isäänikään, joka on aina jaksanut uskoa minuun. Siitäkin olen hänelle kiitollinen.

*Fundamentum est iustitiae fides (Cicero).*

Tunturin kupeessa, hangen keskellä Äkäslompolossa vuoden 2013 vaihtuessa,

*Kai Kotiranta*

---

# Sisällys

ESIPUHE .....	VII
LÄHTEET .....	XV
LYHENTEET .....	XXXIX
KUVIOT JA TAULUKOT .....	XLI
I JOHDANTO .....	1
1 TUTKIMUKSEN KOHDE JA LÄHTÖKOHTIA .....	3
2 TEOREETTINEN PERUSTA .....	9
2.1 Perinteinen näkökulma sisäpiirintiedon syntymiseen .....	9
2.2 Laajempi näkökulma sisäpiirintiedon syntymiseen .....	12
2.2.1 Sääntelytasojen huomioiminen .....	13
2.2.2 Uuden varallisuus oikeudellisen teorian testaaminen .....	15
2.3 Muiden oikeudenalojen merkitys tutkimukselle .....	16
2.4 Menetelmät .....	19
2.4.1 Tutkimuksen paikantaminen oikeustasoilla .....	23
2.4.2 Arvopaperimarkkinaoikeuden monipolvinen oikeuslähteoppi .....	26
2.4.3 Keskeinen lähdeaineisto .....	28
3 RAJAUKSET .....	33
4 RAKENNE .....	35
II ARVOPAPERIMARKKINOIDENSÄÄNTELY JA KESKEISET MÄÄRITELMÄLLISET APUVÄLINEET .....	39
1 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELY SUOMESSA .....	41
1.1 Sääntelyn tausta .....	41
1.2 Sääntelyn kehitys ennen vanhan arvopaperimarkkinalain säätämistä .....	43
1.3 Vanha arvopaperimarkkinalaki ja keskeiset muutokset .....	47
1.4 Uusi arvopaperimarkkinalaki ja sääntelyn kehitysnäkymät .....	49
2 SÄÄNTELYN TAVOITTEET .....	55
2.1 Sisäpiirintiedon kaksiosainen täyttymismalli .....	60
2.2 Väärinkäyttösääntelyn tavoitteet .....	66

3	MÄÄRITELMÄLLISET APUVÄLINEET .....	71
3.1	Tehokkuus .....	71
3.2	Luottamus .....	75
3.3	Järkevä ja huolellinen sijoittaja .....	80
3.3.1	Taloustieteellinen järkevä sijoittaja .....	80
3.3.2	Arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja .....	83
4	OIKEUSTIETEEN JA TALOUSTIETEEN VUOROVAIKUTUS-SUHDE .....	89
4.1	Oikeustaloustieteellinen arvopaperimarkkinoiden tulkintatapa .....	89
4.2	Täydentävä näkökulma .....	93
III	ARVOPAPERIMARKKINARIKOKSET TALOUSRIKOS-SÄÄNTELYN KENTÄSSÄ .....	101
1	TALOUDELLINEN RIKOLLISUUS .....	103
1.1	Rikosoikeus talouden ohjausvälineenä .....	103
1.2	Talousrikoksen määrittely .....	108
1.3	Valkokaulusrikoksen määrittely .....	116
2	ARVOPAPERIMARKKINARIKOSSÄÄNTELYN TULKINTA-ONGELMAT .....	119
2.1	Tulkintaongelmien syitä .....	119
2.2	Rikosoikeuden oikeuslähteet .....	125
2.3	Teleologinen laintulkinta arvopaperimarkkinarikosjutuissa .....	132
2.4	Korotettu tahallisuusvaatimus sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuuden edellytyksenä .....	139
3	LAINKÄYTÖN KEHITYS ARVOPAPERIMARKKINARIKOS-ASIOISSA .....	149
4	ARVOPAPERIMARKKINARIKOSTEN JA SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖÄ KOSKEVIEN RIKOSTEN ESIINTYVYYS SUOMESSA .....	161
5	ARVOPAPERIMARKKINARIKOSOIKEUTTA KOSKEVAN TULKINTAOPIN HAHMOTTAMINEN .....	165
IV	OIKEUSPERIAATTEET JA ARVOPAPERIMARKKINOIDEN PERIAATEPOHJAINEN SÄÄNTELY .....	169
1	OIKEUSPERIAATETEORIAN LÄHTÖKOHTIA .....	171

2	OIKEUSPERIAATTEIDEN JA SÄÄNTELYN SUHDE .....	177
2.1	Oikeusperiaatteiden suhde tavoitteisiin .....	178
2.2	Oikeusperiaatteiden suhde oikeussäätöihin .....	179
2.3	Oikeusperiaatteiden suhde ratkaisutoimintaan .....	182
2.4	Oikeusperiaatteiden suhde oikeuslähdeoppiin .....	185
3	ARVOPAPERIMARKKINOIDEN PERIAATESÄÄNTELY .....	193
3.1	Periaatesääntelyn syyt .....	193
3.2	Arvopaperimarkkinallain periaatesääntely .....	195
4	TAVOITTEIDEN JA PERIAATTEIDEN JÄSENTÄMINEN ARVOPAPERIMARKKINOIDEN TOIMINTAYMPÄRISTÖSSÄ ...	199
V	ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYN PERUSOIKEUSNÄKÖKOHDAT .....	203
1	LÄHTÖKOHTIA .....	205
2	PERUSOIKEUKSIEN SUHDE ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYYN .....	211
2.1	Perusoikeuksien soveltamisalueen laajentuminen .....	211
2.2	Perusoikeuskentän merkitys arvopaperimarkkinoiden sääntelylle .....	214
2.3	Toimivat markkinat perusoikeuskentässä .....	220
3	LAILLISUUSPERIAATE ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYN NÄKÖKULMASTA .....	225
4	OIKEUSTURVA ARVOPAPERIMARKKINOILLA .....	233
4.1	Helsingin pörssin kurinpitomenettely oikeusturvanäkökulmasta	234
4.2	Perusoikeusajattelun systematisointia arvopaperimarkkina- oikeudellisessa toimintaympäristössä .....	240
VI	ITSESÄÄNTELY ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYKEINONA .....	245
1	SÄÄNTELYN UUDET MUODOT .....	247
2	ITSESÄÄNTELY .....	251
2.1	Itsesääntelyn velvoittavuus .....	252
2.2	Itsesääntelyn vahvuudet ja heikkoudet .....	254
3	ARVOPAPERIMARKKINOIDEN ITSESÄÄNTELY .....	257
3.1	Finanssivalvonnan itsesääntely .....	259
3.2	Helsingin pörssin itsesääntely .....	261

4	ITSESÄÄNTELYN JÄSENTÄMINEN ARVOPAPERI-MARKKINOIDEN SÄÄNTELYKENTÄSSÄ .....	267
VII	SISÄPIIRINTIEDON TÄSMÄLLISYYS- JA OLENNAISUUSEDELITYSTEN SYSTEMATISOINTIA .....	269
1	ALUKSI .....	271
2	TÄSMÄLLISYSEDELITYS .....	273
3	OLENNAISUUSEDELITYS .....	285
4	TÄSMÄLLISYYS- JA OLENNAISUUSEDELITYSTEN JÄSENTÄMINEN .....	289
4.1	Erityisesti tiedon täsmällisysedelityksen systematisointia .....	292
4.2	Erityisesti tiedon olennaisuusedelityksen systematisointia .....	294
VIII	SISÄPIIRINSÄÄNTELYN JÄSENTÄMINEN UUDEN VARALLISUUSOIKEUDELLISEN TEORIAN NELIKENTÄSSÄ .....	297
1	ALUKSI .....	299
2	NELIKENTTÄ .....	307
2.1	Toimintaympäristö .....	307
2.2	Kokonaisjärjestely .....	312
2.3	Intressitaho .....	316
2.4	Riskipositio .....	317
3	UUDEN VARALLISUUSOIKEUDELLISEN TEORIAN MUKAISTEN OIKEUSPERIAATTEIDEN JÄSENTÄMINEN SIOJITTAJAN NÄKÖKULMASTA .....	321
4	UUDEN VARALLISUUSOIKEUDELLISEN TEORIAN SYSTEMATISOINTIA ARVOPAPERIMARKKINOIDEN TOIMINTAYMPÄRISTÖSSÄ .....	323
IX	TUTKIMUKSEN JOHTOPÄÄTÖKSET .....	327
	SUMMARY .....	343
	OIKEUSTAPAUSHAKEMISTO .....	351
	ASIAHAKEMISTO .....	355

---

# Lähteet

- Aarnio, Aulis*: Mitä lainoppi on? Tammi, Helsinki 1978.
- Aarnio, Aulis*: Oikeussäännösten tulkinnasta. Tutkimus lainopillisen perustelun rationaalisuudesta ja hyväksyttävyydestä. Oikeustieteellisen tutkimuksen tutkimus/Juridica, Helsinki 1982.
- Aarnio, Aulis*: Laintulkinnan teoria: yleisen oikeustieteen oppikirja. WSOY, Helsinki 1989. (Aarnio 1989a)
- Aarnio, Aulis*: Ottakaamme oikeussäännöt vakavasti. Oikeus 2/1989. Sivut 112–122. (Aarnio 1989b)
- Aarnio, Aulis*: Reason and Authority. A Treatise on the Dynamic Paradigm of Legal Dogmatics. Aldershot, Ashgate/Dartmouth 1997. (Aarnio 1997a)
- Aarnio, Aulis*: Tuomioistuinlaitos ja demokratia. Lakimies 3/1997. Sivut 419–428. (Aarnio 1997b)
- Aarnio, Aulis*: Kommentti vailla hermeneuttista kävelykeppiä. Oikeus 3/2000. Sivut 414–415.
- Aarnio, Aulis*: Uusi varallisuusoikeus – vai vanha? Lakimies 4/2002. Sivut 515–534.
- Aarnio, Aulis*: Tulkinnan taito – ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. WSOY, Helsinki 2006.
- Aarnio, Aulis*: Luentoja lainopillisen tutkimuksen teoriasta. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2011.
- Van Aerschot, Paul – Ilveskivi, Paula – Piispanen, Kirsi* (toim.): Juhlakirja Kaarlo Tuori 50 vuotta. Helsingin yliopiston julkisoikeuden laitos, Helsinki 1998.
- Ahonen, Ari* (toim.): Kilpailukatsaus 2: Viisas sääntely – toimivat markkinat. Kilpailuviraston selvityksiä 1/2011. Kilpailuvirasto, Helsinki 2011.
- Ahonen, Timo* (toim.): Oikeussosiologiaa ja kriminologiaa. Juhlajulkaisu Ahti Laitinen 1946 – 24/4 – 2006. Turun yliopisto, Turku 2006.
- Ahtonen, Riitta*: Kohtuuttomat oikeustoimen ehdot ja niiden sovittelu: Oikeustaloustieteellinen tarkastelu. Itä-Suomen yliopisto, Joensuu 2010.
- Aine, Antti*: Kilpailu ja sopimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2011.
- Akerlof, George A.*: The Marker of Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics Vol 84 No 3 1970. Sivut 488–500.
- Akerlof, George A.*: An Economic Theorist's Book of Tales. Cambridge University Press, Cambridge 1984.
- Alexy, Robert*: A Theory of Constitutional Rights. Second edition, Oxford University Press, Oxford 2002.
- Alhava, Annikki – Koponen, Pekka – Välikoski, Tuula-Riitta*: Syyttäjän uudet haasteet. Syyttäjä ja rikosasian suullinen valmistelu. Valtakunnansyyttäjänviraston julkaisusarja nro 4. Valtakunnansyyttäjänvirasto, Helsinki 2004.
- Alvesalo, Anne*: Downized by Law, Ideology and Pragmatics – Policing White Collar Crime. Teoksessa Potter, Gary (ed.): Controversies in White-Collar Crime. Anderson Publishing, Cincinnati 2002. Sivut 149–164.
- Alvesalo, Anne*: The dynamics of economic crime control. Poliisiammattikorkeakoulun tutkimuksia 14/2003. Poliisiammattikorkeakoulu, Espoo 2003.
- Alvesalo, Anne*: Käsitteellä on väliä – puheenvuoro talousrikoskontrollin kohdentamisesta. Teoksessa Ahonen, Timo (toim.): Oikeussosiologiaa ja kriminologiaa. Juhlajulkaisu Ahti Laitinen 1946 – 24/4 – 2006. Turun yliopisto, Turku 2006. Sivut 1–8.



- Alvesalo, Anne – Heiskanen, Sari – Laukkanen, Janne – Virta, Erja* (toim.): Huojuva talous. Juhla-julkaisu Markku Hirvonen 60 vuotta. Poliisiammattikorkeakoulun tiedotteita 49. Poliisiammat-tikorkeakoulu, Espoo 2006.
- Annola, Vesa*: Sisäpiiriläisen kaupankäynnistä. Erityisesti silmällä pitäen sääntelyn perusteita ja luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kieltoa. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiede-kunta, Turku 1990.
- Annola, Vesa*: Analyttikko ja sisäpiiritieto. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turun yliopisto, Turku 2001. Sivut 3–24. (Annola 2001a)
- Annola, Vesa*: Sisäpiirin rajat – sisäpiirin määrittelyn tarpeellisuuden arviointia. Teoksessa Annola, Vesa – Herler, Brita Kristina (toim.): Oikeustieteen rajoja etsimässä: juhla-julkaisu Juha Tolonen 15.4.2001. Turun yliopisto, Turku 2001. Sivut 19–40. (Annola 2001b)
- Annola, Vesa*: Informaatio, sisäpiiri, markkinat: arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turun yliopisto, Turku 2005.
- Annola, Vesa*: Saatavuuskriteeri sisäpiirisääntelyssä ja KKO 2006:110. Defensor Legis 5/2007. Sivut 720–732.
- Annola, Vesa – Herler, Brita Kristina* (toim.): Oikeustieteen rajoja etsimässä: juhla-julkaisu Juha Tolonen 15.4.2001. Turun yliopisto, Turku 2001.
- Anttila, Tapio*: Pankit, riskit ja sääntely – oikeustieteellinen tutkimus mahdollisuuksista sääntelyllä hallita pankin riskejä. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1996.
- Asp, Petter – Elholm, Thomas – Frände, Dan*: Eurooppalaisen kriminaalipolitiikan manifesti. La-kimies 4/2010. Sivut 644–648.
- Astola, Tiina*: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1990.
- Backman, Eero*: Rikosoikeuden yleiset opit korkeimmassa oikeudessa vuosina 1980–1986. Toinen osa. Lakimies 5/1989. Sivut 561–593.
- Backman, Eero*: Ajatuksia rikosoikeuden rajoituksista ja mahdollisuuksista. Teoksessa Jääskeläinen, Petri – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti (toim.): Rikosoikeudellisia kirjoituksia VIII. Raimo Lahdelle 12.1.2006 omistettu. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2006. Sivut 1–9.
- Ball, Ray – Daniel, Kent – French, Kenneth – Ross, Stephen – Shanken, Jay*: 2001 European Financial Management Association, Roundtable Discussion: Rationality of Capital Markets. European Financial Management Vol 8 No 2 2002. Sivut 229–247.
- Barnes, Paul*: Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse. Gower, Farnham 2009.
- Beccaria, Cesare*: Rikoksesta ja rangaistuksesta. Tekstin käännös italian kielestä Heikkilä, Kai. Vankeinhoidon koulutuskeskuksen julkaisuja 8/98. Edita, Helsinki 1998 [1764].\*
- Benson, Michael L. – Simpson, Sally S.*: White-Collar Crime. An Opportunity Perspective. Routledge, New York 2009.
- Bhattacharya, Utpal – Hazem, Daouk*: The World Price of Insider Trading. The Journal of Finance Vol 57 No 1 2002. Sivut 1–47.
- Black, Julia*: The Rise, Fall and Fate of Principles Based Regulation. London School of Economics Law, Society and Economy Working Papers 17/2010. London School of Economics and Political Science, Law Department, London 2010.
- Bouckaert, Boudewijn – De Geest, Gerrit* (eds.): Encyclopedia of Law and Economics Volume 1. The History and Methodology of Law and Economics. Edward Elgar, Cheltenham/Northampton 2000.

---

\* Lainauksia *Beccarian* kirjoituksista on käytetty tämän tutkimuksen eri pääjaksojen aluksi. Var-sinaisessa tutkimustekstissä ei ole viittauksia *Beccarian* kirjoituksiin.

- Braithwaite, John*: Rules and Principles: A Theory of Legal Certainty. Australian Journal of Legal Philosophy Vol 27 2002. Sivut 47–82.
- Bratholm, Anders – Opsahl, Torkel – Aarbakke, Magnus – Evju, Stein* (red.): Samfunn, Rett, Rettferdighet. Festskrift til Torstein Eckhoffs 70-årsdag. Tano, Oslo 1986.
- Broman, Janette*: Sisäpiirintieto ja arvopaperimarkkinoiden tehokkuus. Tieto lisää valtaa. Turun kauppakorkeakoulu, Turku 2011. Julkaisematon opinnäytetyö.
- Cooter, Robert – Ulen, Thomas*: Law and Economics. Fourth edition. Pearson Addison-Wesley, Boston 2004.
- Cunningham, Lawrence A.*: A Prescription to Retire the Rhetoric of "Principle-Based Systems" in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting. Vanderbilt Law Review Vol 60 2007. Sivut 1409–1494.
- Drockila, Lauri*: Osaakepääoman korottamisesta, erityisesti silmällä pitäen pääoman pysyvyyttä. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1965.
- Durkheim, Emile*: Sosiologian metodisäännöt. Tammi, Helsinki 1982 [1895].
- Dworkin, Ronald*: Taking Rights Seriously. Duckworth, London 1981.
- Dworkin, Ronald*: Law's Empire. Harvard University Press, London 1986.
- Dworkin, Ronald*: Taking Rights Seriously. Seventh edition. Harvard University Press, London 1994.
- Elholm, Thomas* (red.): Liber amicarum et amicorum Karin Cornils – Glimt af nordisk straffrett og straffeprosessrett. Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København 2010.
- Eriksson, Lars D.*: Värderingar, fakta och juridik. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1969. Sivut 414–430.
- Eriksson, Lars D.*: Om olika argumentationsmodeller. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1/1979. Sivut 25–51.
- Eriksson, Lars D.*: Till teorin om den reflexiva rätten. Teoksessa Bratholm, Anders – Opsahl, Torkel – Aarbakke, Magnus – Evju, Stein (red.): Samfunn, Rett, Rettferdighet. Festskrift til Torstein Eckhoffs 70-årsdag. Tano, Oslo 1986. Sivut 281–292.
- Ervasti, Kaijus*: Käräjäoikeuksien sovintomenettely, empirinen tutkimus sovinnon edistämisestä riitaprosessissa. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2004.
- Ervasti, Kaijus*: Unelma-asunto Lapissa ja muita kertomuksia. Teoksessa Husa, Jaakko – Keskitalo, Petri – Linna, Tuula – Tammi-Salminen, Eva (toim.): Oikeuden avantgarde. Juhlajulkaisu Juha Karhu 1953 – 6/4 – 2013. Talentum, Helsinki 2013. Sivut 11–25.
- Ervo, Laura*: Oikeudenmukainen oikeudenkäynti. WSOY, Helsinki 2005.
- Fama, Eugene F.*: Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. The Journal of Finance Vol 25 No 2 1970. Sivut 383–417.
- Fama, Eugene F.*: Efficient Capital Markets: II. The Journal of Finance Vol 46 No 5 1991. Sivut 1575–1617.
- Ford, Cristie L.*: Principles-Based Securities Regulation in the Wake of the Global Financial Crisis, McGill Law Journal – Revue de droit de McGill Vol 55 No 2 2010. Sivut 257–307.
- Frankel, Tamar*: Comment, Regulation and Investor's Trust in the Securities Market. Working Paper Series, Public Law & Legal Theory, Working Paper No. 02–14. Boston University School of Law, Boston 2002.
- Fredman, Markku*: Rikosasianajajan käsikirja. Talentum, Helsinki 2013.
- Frände, Dan*: Något om målsägandedefinitioner i finsk straffprocessrätt. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 4/1986. Sivut 163–176.
- Frände, Dan*: Den straffrättsliga legalitesprincipen. Juridiska Föreningen i Finland, Ekenäs 1989.
- Frände, Dan*: Tuomitsemiskynnyksestä suomalaisessa rikosprosessioikeudessa. Lakimies 8/1998. Sivut 1247–1254.

- Frände, Dan:* Allmän straffrätt. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2004. (Frände 2004a)
- Frände, Dan:* Pääosa virallisen vastaväittäjän lausunnosta Pekka Kuposen väitöskirjasta Talousrikokset rikos- ja prosessioikeuden yhtymäkohdassa. Lakimies 5/2004. Sivut 938–949. (Frände 2004b)
- Frände, Dan:* Yleinen rikosoikeus. Edita, Helsinki 2005.
- Frände, Dan:* Finsk straffprocessrätt. Edita, Helsinki 2009.
- Frände, Dan:* KKO 2009:80 ja sen arviointi. Lakimies 2/2010. Sivut 233–244. (Frände 2010a)
- Frände, Dan:* Onko viimeinen sana sanottu olosuhdetahallisuudesta? Defensor Legis 2/2010. Sivut 157–165. (Frände 2010b)
- Frände, Dan:* KKO 2010:41 ja sen arviointi laajemmassa kontekstissa. Lakimies 2/2011. Sivut 402–423.
- Frände, Dan:* Yleinen rikosoikeus. Toinen, uudistettu painos. Edita, Helsinki 2012.
- Goldman, Alvin I.:* Knowledge in a social world. Clarendon, Oxford 1999.
- Grossman, Sanford – Stiglitz, Joseph:* On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. American Economic Review Vol 70 No 3 1980. Sivut 393–408.
- Haapanen, Olli:* Arvopaperimarkkinarikokset ja rikoshyödyn menettäminen. Teoksessa Koponen, Pekka – Lahti, Raimo – Ojala, Timo (toim.): Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Helsingin hovioikeus, Helsinki 2007. Sivut 33–62.
- Hakamies, Kaarlo:* Maksukyvyttömyys ja taloudellinen hyöty rikosoikeudessa. Helsingin yliopisto, Helsinki 2012.
- Hakamies, Kaarlo – Johansson, Marian:* Oikeudenkäynnin kesto talousrikoksissa, raportti korkeimmassa oikeudessa vuonna 2007 käsiteltyjen talousrikosten oikeudenkäyntien kestosta. Korkein oikeus, Helsinki 2009.
- Hakamo, Terhi – Jauhiainen, Kirsi – Alvesalo, Anne – Virta, Erja:* Talousrikokset rikosprosessissa. Poliisiammattikorkeakoulun tutkimuksia 33/2009. Poliisiammattikorkeakoulu, Tampere 2009.
- Hallberg, Pekka:* Perusoikeusuudistus ja tuomioistuimet. Lakimies 5–6/1996. Sivut 832–844.
- Hallberg, Pekka:* Perusoikeusjärjestelmä. Teoksessa Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka: Perusoikeudet. Werner Söderström lakitieto, Helsinki 1999. Sivut 31–58.
- Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka* (toim.): Perusoikeudet. Werner Söderström lakitieto, Helsinki 1999.
- Hansen, Jesper Law:* Informationsmisbrug. En analyse af de central bestemmelser i børsrettens informationsregime. Djøf/Jurist- og Økonomforbundet, København 2001.
- Hansen, Jesper Law:* What constitutes insider dealing? The Advocate General’s Opinion in Case C-45/08, Spector Photo Group. – [Http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1499093](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1499093). November 3 2009. Sivustolla vierailtu 26.10.2013.
- Hansen, Jesper Law:* The Hammer and the Saw – A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation. Nordic & European Company Law Working Papers. LSN Research Paper Series No. 10–35. (Revised) 01/2013.
- Harju, Ilkka:* Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Teoksessa Rissanen, Kirsti (toim.): Yritysoikeus. Toinen, uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki 2006. Sivut 661–759.
- Hart, H. L. A.:* The concept of law. Second edition. Oxford University Press, New York 1994.
- Hautamäki, Veli-Pekka:* Lainsäädäntövallan delegointi Suomessa ja Euroopan unionissa – vertailevia huomioita. Lakimies 1/2013. Sivut 74–81.
- Havu, Katri:* Oikeus kilpailuoikeudelliseen vahingonkorvaukseen EU:n ja Suomen oikeudessa. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2013.

- Heimonen, Matti – Määttä, Kalle:* Johdatus oikeustaloustieteeseen. Internet-julkaisu 1997. – [Http://wanda.uef.fi/taloustieteet/ott/nettikirjasto/Materiaali/heimonen\\_maatta.pdf](http://wanda.uef.fi/taloustieteet/ott/nettikirjasto/Materiaali/heimonen_maatta.pdf). Sivustolla vierailtu 22.10.2013.
- Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka* (toim.): Rikosoikeus. Kolmas, uudistettu painos. WSOY-Pro, Helsinki 2008.
- Helin, Markku:* Kieli oikeustodellisuuden rakentajana. Lakimies 6–7/1998. Sivut 1027–1036.
- Hemmo, Mika:* Sopimus ja delikti. Tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuunuojoista. Kauppa-kaari Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998.
- von Hertzen, Kaj:* Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kehitys Suomessa. Helsingin yliopisto 1999. Julkaisematon opinnäytetyö.
- Hidén, Paulus:* Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Kauppakaari Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2002.
- Hirvelä, Päivi – Heikkilä, Satu:* Ihmisoikeudet. Käsikirja EIT:n oikeuskäytäntöön. Edita, Helsinki 2013.
- Hirvonen, Ahti – Niskakangas, Heikki – Steiner, Maj-Lis:* Corporate governance – Hyvä omistaja-ohjaus ja hallitustyöskentely. WSOY, Helsinki 2003.
- Hirvonen, Ari:* Mitkä menetit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsingin yliopisto, Helsinki 2011.
- Honkonen, Risto – Muttilainen, Vesa* (toim.): Poliisin toimintaympäristö. Poliisiammattikorkeakoulun katsaus 2012. Poliisiammattikorkeakoulu, Tampere 2012.
- Hoppu, Kari:* Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. WSOY Lakitieto, Helsinki 2004.
- Hopt, Klaus J.:* The European Insider Dealing Directive. Common Market Law Review, 1/1990. Sivut 51–82.
- Hormia, Lauri:* Todistamiskielloista rikosprosessissa I. Oikeudellinen tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1978.
- Huovila, Mika:* Periaatteet ja perustelut. Tutkimus käräjäoikeuden tuomion faktaperusteluista prosessuaalisten periaatteiden valossa arvioituna. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Huovila, Mika – Lahti, Raimo – Ojala, Timo* (toim.): Rikostuomion perustelevminen. Helsingin hovioikeus, Helsinki 2005.
- Huovinen, Sakari:* Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2004.
- Huovinen, Sakari:* Yhteissääntely ja itsesääntely – julkisen vallan tehtäviä muuttavat sääntelykeinot. Lakimies 7–8/2006. Sivut 1206–1224.
- Huovinen, Sakari:* Läpinäkyvyyden mantra ja corporate governance -suositukset. Defensor Legis 3/2009. Sivu 395–408.
- Hurri, Samuli:* Supernormit ja sisältö. Lakimies 1/2004. Sivut 109–115.
- Husa, Jaakko:* Julkisoikeudellinen tutkimus. Tutkimus julkisoikeudessa harjoitettavan oikeusdogmatiikan metodologiasta. Finnpublishers, Tampere 1995.
- Husa, Jaakko:* The Method is Dead, Long Live the Methods – European Polynomia and Pluralist Methodology. Legisprudence Vol 5 No 3 2011. Sivut 249–271.
- Husa, Jaakko – Kesitalo, Petri – Linna, Tuula – Tammi-Salminen, Eva* (toim.): Oikeuden avantgarde. Juhlajulkaisu Juha Karhu 1953 – 6/4 – 2013. Talentum, Helsinki 2013.
- Häyhä, Juha* (toim.): Minun metodini. Werner Söderström lakitieto, Helsinki 1997.
- Häyrynen, Janne:* Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2006. (Häyrynen 2006a)
- Häyrynen, Janne:* Väärinkäytössääntelyn haasteet arvopaperimarkkinoilla. Lakimies 4/2006. Sivut 628–633. (Häyrynen 2006b)

- Häyrynen, Janne*: Sisäpiirintiedon täsmällisyys ja KKO 2006:110. Defensor Legis 6/2007. Sivut 837–849.
- Häyrynen, Janne*: The precise definition of inside information? Journal of International Banking Law and Regulation Vol 23 No 2 2008. Sivut 64–70.
- Häyrynen, Janne*: Pörssivääriinkäytökset. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2009.
- Häyrynen, Janne – Kajala, Ville*: Uusi arvopaperimarkkinlaki. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2013.
- Häyrynen, Janne – Parkkonen, Jarmo*: Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet. Edita, Helsinki 2006.
- Ilveskivi, Paula*: Perusoikeusuidistuksen paradigmanmuutos. Teoksessa Lämsineva, Pekka – Viljanen, Veli-Pekka (toim.): Perusoikeuspuheenvuoroja. Turun yliopisto, Turku 1998. Sivut 33–49.
- Jareborg, Nils*: Allmän kriminalrätt. Iustus, Uppsala 2001.
- Jareborg, Nils*: Rättsdogmatik som vetenskap. Svensk Jurist Tidning 1/2004. Sivut 1–10.
- Jokela, Antti*: Oikeudenkäynti II. Toinen painos. Talentum, Helsinki 2003.
- Jokela, Antti*: Oikeudenkäynti III. Talentum, Helsinki 2004.
- Jonkka, Jaakko*: Syytekynnyksen nostamiseen vaadittavasta näytön arvioinnista. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1991.
- Joona, Hannu*: Sisäpiirintiedon olennaisuus ja hyötymistarkoitukset. Teoksessa Koponen, Pekka – Lahti, Raimo – Ojala, Timo (toim.): Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Helsingin hovioikeus, Helsinki 2007. Sivut 127–139.
- Jyränki, Antero*: Valta ja vapaus. Valtiosääntöoikeuden yleisiä kysymyksiä. Kolmas, laajennettu ja uudistettu laitos. Talentum, Helsinki 2003.
- Jääskeläinen, Petri – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti* (toim.): Rikosoikeudellisia kirjoituksia VIII. Raimo Lahdelle 12.1.2006 omistettu. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2006.
- Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Edita, Helsinki 1999.
- Kaisto, Janne*: Lainoppi ja oikeusteoria: oikeusteorian perusteista aineellisen varallisuus-oikeuden näkökulmasta. Edita, Helsinki 2005. (Kaisto 2005a)
- Kaisto, Janne*: Kauppalaki ja velkakirjan kauppa. Edita, Helsinki 2005. (Kaisto 2005b)
- Kallioinen, Mika*: Verkostoitu tieto. Informaatio ja ulkomaiset markkinat Dahlströmin kauppahuoneen liiketoiminnassa 1800-luvulla. Suomalaisen Kirjallisuuden Seura, Helsinki 2002.
- Kallunki, Juha-Pekka – Nilsson, Henrik – Hellström, Jörgen*: Why do insiders trade? Evidence based on unique data on Swedish insiders. Journal of Accounting and Economics Vol 48 No 1 2009. Sivut 37–53.
- Kangas, Urpo*: Minun metodini. Teoksessa Häyhä, Juha (toim.): Minun metodini. Werner Söderström lakitieto, Helsinki 1997. Sivut 90–109. (Kangas 1997a)
- Kangas, Urpo*: Oikeusteoriapiiri hengen akatemiana. Teoksessa Kangas, Urpo – Timonen, Pekka (toim.): Juhlajulkaisu Aulis Aarnio 1937 – 14/5 – 1997. Oikeustiede – Jurisprudentia. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen vuosikirja XXX. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1997. Sivut 125–151. (Kangas 1997b)
- Kangas, Urpo – Timonen, Pekka* (toim.): Juhlajulkaisu Aulis Aarnio 1937 – 14/5 – 1997. Oikeustiede – Jurisprudentia. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen vuosikirja XXX. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1997.
- Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle* (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus, Helsinki 1996.
- Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle* (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998.
- Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka*: Oikeustaloustiede. Johdantoa lähestymistapoihin ja käsitteisiin. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gaudeamus, Helsinki 1996. Sivut 11–45.

- Karhu, Juha*: Perusoikeudet ja oikeuslähdeoppi. Lakimies 5/2003. Sivut 789–807.
- Karhu, Juha*: Legaliteettiperiaate varallisuus oikeudessa. Teoksessa Tepora, Jarno – Tulokas, Mikko – Vihervuori, Pekka (toim.): Juhlajulkaisu. Juhani Wirilander 1935 – 30/11 – 2005. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2005. Sivut 164–174. (Karhu 2005a)*Karhu, Juha*: Tilannekohtainen oikeudellinen harkinta ja oikeuslähdeoppi. Teoksessa Tala, Jyrki – Wikström, Kauko (toim.): Oikeus – kulttuuria ja teoriaa. Juhlakirja Hannu Tolonen. Turun yliopisto, Turku 2005. Sivut 24–38. (Karhu 2005b)
- Karhu, Juha*: Dialoginen oikeus – esimerkkinä keskustelu julkisen vallan käytöstä sopimusveloitteiden rajana yksityisessä pysäköinnin valvonnassa. Defensor Legis 4/2011. Sivut 526–532.
- Karhu, Juha*: Kommentteja kirjoituksiin. Teoksessa Mikkilä, Jaakko – Lohi, Tapani (toim.): Oikeus ja kritiikki 3: Kohteena Juha Karhun Uusi varallisuus oikeus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2012. Sivut 305–328.
- Karhu, Juha – Määttä, Tapio*: Aukottomuusoletus, legitimiteetti ja koherenssi. Teoksessa Mikkilä, Jaakko – Koulu, Sanna (toim.): Oikeus ja kritiikki 2. Janne Kaiston lainoppi ja oikeusteoria. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2010. Sivut 131–149.
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo*: Arvopaperimarkkinalaki. Kolmas, uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2005.
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo*: Arvopaperimarkkinalaki. Neljäs, uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2008.
- Karjalainen, Jarkko – Parkkonen, Jarmo*: Arvopaperimarkkinalaki. Talentum, Helsinki 2003.
- Kavonius, Petter*: Oikeusperiaatekin velvoittaa! Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2001.
- Kavonius, Petter*: Tarpeiden mukainen oikeusperiaateajattelu. Tutkimus oikeusperiaateajattelun viehätysvoiman perusteista. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Kekkonen, Jukka*: Johdatus kontekstuaaliseen oikeushistoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2002.
- Kelsen, Hans*: Puhdas oikeusoppi. Toinen, uudistettu painos. WSOY, Porvoo/Helsinki 1968.
- Klami, Hannu Tapani*: Ihmisen säännöt. Tutkimus oikeuden olemuksesta, synnystä ja toiminnasta. Turun yliopisto, Turku 1983.
- Klami, Hannu Tapani*: Johdatus oikeusteoriaan. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1986. (Klami 1986a)
- Klami, Hannu Tapani*: Ennakkotapausten sitovuudesta Suomen oikeudessa. Defensor Legis 3–4/1986. Sivut 159–173. (Klami 1986b)
- Knuts, Märten*: Kursmanipulation i omvandling. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen in Finland 5/2004. Sivut 559–588.
- Knuts, Märten*: Kvitt eller dubbelt? Ne bis in idem och de administrativa sanktionerna i vädepappersmarknadsrätten. Defensor Legis 5/2006. Sivut 831–852.
- Knuts, Märten*: Menettämisseuraamus ja vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Lakimies 4/2009. Sivut 666–678.
- Knuts, Märten*: Kursmanipulation på värdepappersmarknaden. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2010. (Knuts 2010a)
- Knuts, Märten*: Oikeustapauskommentaarit ratkaisusta Spector Photo Group NV ym. – EUT asia C-45/08 (Spector-tapaus). Lakimies 5/2010. Sivut 874–882. (Knuts 2010b)
- Knuts, Märten*: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Talentum, Helsinki 2011. (Knuts 2011a)
- Knuts, Märten*: Insiderhandlingsförbudet i Norden – efter Spector-avgörandet. Juridisk Tidskrift 3/2011. Sivut 683–699. (Knuts 2011b)
- Knuts, Märten – Norros, Olli*: Rikos- ja vahingonkorvausoikeudellinen sääntely arvopaperimarkkinoiden ohjausvälineinä. Lakimies 7–8/2011. Sivut 1408–1427.

- Knuts, Mårten – Sippola, Marjukka:* The Daimler case gives guidance on the requirement of "precise" information in the definition of inside information in a protected decision-making process. Securities Law Vol 18 No 2 2012. Sivut 28–31.
- Kolehmainen, Esa:* Juha Pöyhösen "toimintaympäristökäsitteestä". Edilex artikkelit 14/2010. – [Http://www.edilex.fi/artikkelit/6996.pdf](http://www.edilex.fi/artikkelit/6996.pdf). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Kolehmainen, Esa (toim.):* Oikeus ja kritiikki 1. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2009.
- Koponen, Pekka:* Talousrikokset rikos- ja prosessioikeuden yhtymäkohdassa. Erityisesti tahallisuuden ja syytesidonnaisuuden kannalta tarkasteltuna. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2004.
- Koponen, Pekka – Lahti, Raimo – Ojala, Timo (toim.):* Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Helsingin hovioikeus, Helsinki 2007.
- Koulu, Risto:* Pehmeän sääntelyn paradoksi: toisen paratiisi on toisen painajainen. Edilex artikkelit 1/2009. – [Http://www.edilex.fi/lakikirjasto/5898.pdf](http://www.edilex.fi/lakikirjasto/5898.pdf). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Krause, Hartmut – Brellochs, Michael:* Insider trading and the disclosure of inside information after *Gelt v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Gelt v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation. Capital Markets Law Journal Vol 8 No 3 2013. Sivut 283–299.
- Kultalahti, Jukka:* Omaisuudensuoja ympäristönsuojelussa. Finnpublishers, Tampere 1990.
- Kultalahti, Jukka – Nuolima, Risto (toim.):* Oikeus, talous, hallinto. Oikeustieteen päivät 30.–31.8.2007 Tampereella. Tampereen yliopisto, oikeustieteiden laitos, Tampere 2007.
- Kultti, Klaus:* Laki ja strateginen käyttäytyminen. Teoksessa Kannianen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998. Sivut 29–51.
- Kunnas, Matti:* Onko asianajajan näkökulma oikeuteen Alf Rossin ennusteteorian mukainen? *Defensor Legis* 5/2007. Sivut 756–771.
- Kunnas, Matti:* Ronald Dworkinin haaste asianajajille. *Defensor Legis* 6/2008. Sivut 961–973.
- Kurenmaa, Tero:* Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Kurenmaa, Tero:* Markkinoiden väärinkäyttö ja *ne bis in idem* -periaate. Teoksessa Jääskeläinen, Petri – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti (toim.): Rikosoikeudellisia kirjoituksia VIII. Raimo Lahdelle 12.1.2006 omistettu. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2006. Sivut 159–170.
- Kurkela, Matti S.:* Laki ja oikeus; lainoppi ja oikeustiede. *Defensor Legis* 3/2009. Sivut 461–469.
- Kuusi, Osmo:* Tietoyhteiskunnan alueellinen eteneminen Suomessa. Teoksessa Tietoyhteiskunta meissä: pelot, toiveet, teot. Joukkotiedotusteknologian tutkimusohjelma. Liikenneministeriö, Helsinki 1986. Sivut 150–164.
- Kvale, Steiner:* *InterViews: An introduction to Qualitative Research Interviewing*. Sage, Thousand Oaks, California 1996.
- Kyttä, Kaisa:* Itsesääntely – lainsäädännön vaihtoehto? Lääkemarkkinoinnin itsesääntelyjärjestelmän arviointia. Edilex artikkelit 3/2009. – [Http://www.edilex.fi/artikkelit/5701.pdf](http://www.edilex.fi/artikkelit/5701.pdf). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Laakso, Seppo:* Oikeudellisesta sääntelystä ja päätöksenteosta. Edita, Helsinki 1990.
- Laaksovirta, Tuula H.:* Tieteellinen metodi ja metodologia. Lähtökohtia kirjastotieteen ja informatiikan tutkimuksen metodologialle. Kirjastotiede ja informatiikka 2/1985. Sivut 35–44.
- Lahti, Raimo:* Avauspuheenvuoro. Teoksessa Taloudellinen rikollisuus. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja 32. Suomen Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1981. Sivut 7–12.
- Lahti, Raimo:* Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe: varallisuus- ja talousrikossäännökset I. *Lakimies* 3/1991. Sivut 258–290. (Lahti 1991a)

- Lahti, Raimo*: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe: varallisuus- ja talousrikossäännökset II. Lakimies 7/1991. Sivut 873–901. (Lahti 1991b)
- Lahti, Raimo*: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe: varallisuus- ja talousrikossäännökset III. Lakimies 8/1991. Sivut 1168–1201. (Lahti 1991c)
- Lahti, Raimo*: Talousrikosoikeuden uudistamisen erityispiirteistä ja ongelmista. Teoksessa Alvesalo, Anne – Heiskanen, Sari – Laukkanen, Janne – Virta, Erja (toim.): Huojuva talous. Juhlajulkaisu Markku Hirvonen 60 vuotta. Poliisiammattikorkeakoulun tiedotteita 49. Poliisiammattikorkeakoulu, Espoo 2006. Sivut 49–62.
- Lahti, Raimo*: Talousrikosoikeuden yleisistä opeista. Teoksessa Lahti, Raimo – Koponen, Pekka (toim.): Talousrikokset. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2007. Sivut 3–28.
- Lahti, Raimo*: Rikosoikeustiede ja rikosoikeuden yleiset opit – kehityssuuntia 1960-luvulta 2010-luvulle. Teoksessa Lahti, Raimo (toim.): Rikosoikeuden muutos 1960-luvulta 2010-luvulle. Pekka Koskisen (1943–2011) muistojulkaisu. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2013. Sivut 53–68.
- Lahti, Raimo* (toim.): Rikosoikeuden muutos 1960-luvulta 2010-luvulle. Pekka Koskisen (1943–2011) muistojulkaisu. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2013.
- Lahti, Raimo – Koponen, Pekka* (toim.): Talousrikokset. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2007.
- Lahti, Raimo – Lappi-Seppälä, Tapio* (toim.): Rikosoikeudellisia kirjoituksia VII Pekka Koskiselle 1.1.2003. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Laininen, Jenni*: Tulevaisuudennäkemien antaminen uuden arvopaperimarkkinalain mukaan. Defensor Legis 1/2013. Sivut 23–48.
- Laitinen, Ahti – Alvesalo, Anne*: Talouden varjopuoli. Tutkimus talousrikosten vaikutuksista ja talousrikosoikeudenkäynneistä. Sisäasiainministeriö, poliisiosasto, Helsinki 1994.
- Laitinen, Ahti – Virta, Erja*: Talousrikokset. Teoria ja käytäntö. Poliisiammattikorkeakoulu, Espoo 1998.
- Lappi-Seppälä, Tapio*: Rangaistuksen määräämisestä I. Teoria ja yleinen osa. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1987.
- Lappi-Seppälä, Tapio*: Rikosoikeuden yleisiä oppeja koskeva uudistus II. Lakimies 1/2004. Sivut 3–36.
- Lappi-Seppälä, Tapio – Hakamies, Kaarlo – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti – Melander, Sakari – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Ojala, Timo – Rautio, Ilkka* (toim.): Rikosoikeus. Kolmas, uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki 2008.
- Lappi-Seppälä, Tapio – Kivivuori, Janne*: Rikollisuustilanne 2011. Rikollisuus ja seuraamusjärjestelmä tilastojen valossa. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 262. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2012.
- Lappi-Seppälä, Tapio – Kivivuori, Janne*: Rikollisuustilanne 2012. Rikollisuus ja seuraamusjärjestelmä tilastojen valossa. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 264. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2013.
- Larsson, Paul*: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet. En studie av reguleringen av kriminalitet i verdi-papirmarkedet. Norges forskningsråd, Oslo 2001.
- Lasola, Marjukka* (toim.): Oikeusolot 2009. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen julkaisuja 244/2009. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2009.
- Launiala, Mika*: Itsekriminointisuoja esitutkinnassa – rikoksesta epäillyn oikeudesta olla myötävaikuttamatta oman syyllisyytensä selvittämiseen. Edilex artikkelit 12/2013. – [Http://www.edilex.fi/artikkelit/9545.pdf](http://www.edilex.fi/artikkelit/9545.pdf). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Leland, Hayne E.*: Insider trading: Should It Be Prohibited? The Journal of Political Economy Vol 100 No 4 1992. Sivut 859–887.



- Leppiniemi, Jarmo*: Rahoitus. Neljäs, uudistettu painos. WSOY, Helsinki 2005.
- Leppiniemi, Jarmo – Puttonen, Vesa*: Yrityksen rahoitus. Toinen, uudistettu painos. WSOY, Helsinki 2002.
- Lindholm, Tomas – Hakoranta, Eva*: Myyjän virhevastuusta ja kaupan kohteen tarkastuksesta yri-  
tyskaupassa. Defensor Legis 1/1997. Sivut 75–92.
- Linna, Tuula*: Ulosottorealisoinnista de lege ferenda. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki  
1987.
- Linna, Tuula*: Ulosotto-oikeuden yleiset opit – missä ja mitä? Lakimies 1/2009. Sivut 3–33.
- Länsineva, Pekka*: Perusoikeudet ja varallisuussuhteet. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki  
2002.
- Länsineva, Pekka*: Perusoikeudet – merkittävä haaste oikeuselämälle. Lakimies 4/2003. Sivut  
680–682.
- Länsineva, Pekka*: Konstitutionalismi, perusoikeudet ja yksityinen valta. Lakimies 7–8/2006. Sivut  
1177–1190.
- Länsineva, Pekka*: Perus- ja ihmisoikeuden yksityisten välisissä oikeusriidoissa. Defensor Legis  
4/2011. Sivut 456–466.
- Länsineva, Pekka*: Perusoikeusjärjestelmä uuden varallisuus oikeuden ytimenä. Teoksessa Mikkilä,  
Jaakko – Lohi, Tapani (toim.): Oikeus ja kritiikki 3: Kohteena Juha Karhun Uusi varallisuusoi-  
keus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2012. Sivut 35–56.
- Länsineva, Pekka – Viljanen, Veli-Pekka* (toim.): Perusoikeuspuheenvuoroja. Turun yliopisto, Tur-  
ku 1998.
- Makkonen, Kaarlo*: Oikeudellisen ratkaisutoiminnan ongelmia: rakenneanalyttinen tutkimus.  
Lainopillinen ylioppilastiedekunta, Helsinki 1981.
- Makkonen, Kaarlo*: Luentoja yleisestä oikeustieteestä. Kolmas laitos. Helsingin yliopisto, Helsinki  
1998.
- Marjosola, Heikki*: Suomen yleisen arvopaperioikeuden modernisointi – arvopaperitililain kyn-  
nyksellä. Lakimies 2/2012. Sivut 303–326.
- Matikkala, Jussi*: Näkökohtia rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi  
annetusta HE 44/2002:sta. Teoksessa Lahti, Raimo – Lappi-Seppälä, Tapio (toim.): Rikosoikeudellisia kirjoituksia VII Pekka Koskiselle 1.1.2003. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003. Sivut 215–230.
- Matikkala, Jussi*: Tahallisuudesta rikosoikeudessa. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2005.
- Matikkala, Jussi*: Disciplinära sanktioner mot advokater. Teoksessa Elholm, Thomas (toim.): Liber  
amicarum et amicorum Karin Cornils – Glimt af nordisk straffrätt og straffeprosessrett. Jurist-  
og Økonomforbundets Forlag, København 2010. Sivut 368–371.
- Matikkala, Jussi*: Rikoslain kokonaisuudistuksesta. Teoksessa Lahti, Raimo (toim.): Rikosoikeu-  
den muutos 1960-luvulta 2010-luvulle. Pekka Koskisen (1943–2011) muistojulkaisu. Helsingin  
yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2013. Sivut 89–99.
- McGee, Robert W.*: Analyzing Insider Trading from Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights  
Theory. Journal of Business Ethics Vol 91 No 1 2009. Sivut 65–82.
- Melander, Sakari*: Kriminalisointiteoria – rangaistavaksi säätämisen oikeudelliset rajoitukset. Suo-  
malainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2008.
- Melander, Sakari*: Sääntelytarkkuus rikosoikeudessa. Teoksessa Tala, Jyrki (toim.): Sääntelytark-  
kuuden ongelmia. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 251. Oikeuspoliittinen tut-  
kimuslaitos, Helsinki 2010. Sivut 23–49. (Melander 2010a)
- Melander, Sakari*: Rikosoikeus 2010-luvulla. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta,  
Helsinki 2010. (Melander 2010b)
- Melander, Sakari*: EU ja talousrikosoikeus. Defensor Legis 4/2012. Sivut 509–527.

- Melander, Sakari*: Virallisen vastaväittäjän dosentti Sakari Melanderin Helsingin yliopiston oikeustieteelliselle tiedekunnalle antama 18.3.2013 päivätty lausunto lyhennettynä Mikael Lohsen väitöskirjasta Terrorismirikoksen valmistelu ja edistäminen. *Lakimies* 5/2013. Sivut 974–982.
- Mielityinen, Sampo*: Oikeustapauskommentti KKO 2004:26. Teoksessa Timonen, Pekka (toim.): KKO:n ratkaisut kommentein I 2004. Talentum, Helsinki 2004. Sivut 180–190.
- Mielityinen, Sampo*: Vahingonkorvausoikeuden periaatteet. Edita, Helsinki 2006.
- Miettinen, Tarmo – Määttä, Tapio* (toim.): III Oikeustieteen tutkija- ja jatkokoulutuspäivät 6.–8.6.2002. Joensuun yliopisto, Joensuu 2002.
- Mikkilä, Jaakko – Koulu, Sanna* (toim.): Oikeus ja kritiikki 2. Janne Kaiston lainoppi ja oikeusteoria. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2010.
- Mikkilä, Jaakko – Lohi, Tapani* (toim.): Oikeus ja kritiikki 3: Kohteena Juha Karhun Uusi varallisuus-oikeus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2012.
- Mononen, Marko*: Onko sopimusoikeudessamme yhtenäistä vastuuperustetta? *Lakimies* 7–8/2004. Sivut 1379–1397.
- Mononen, Marko*: Vaihhdannan intressissä. Teoksessa Husa, Jaakko – Keskitalo, Petri – Linna, Tuula – Tammi-Salminen, Eva (toim.): Oikeuden avantgarde. Juhlajulkaisu Juha Karhu 1953 – 6/4 – 2013. Talentum, Helsinki 2013. Sivut 209–221.
- Mutttilainen, Vesa – Kankaanranta, Terhi*: Talousrikollisuuden tutkimus Suomen yliopistoissa vuosina 1999–2008. *Oikeus* 2/2010. Sivut 146–160.
- Mutttilainen, Vesa – Kankaanranta, Terhi*: Talousrikollisuus ja poliisin toimintaympäristö. Teoksessa Honkonen, Risto – Muttilainen, Vesa (toim.): Poliisin toimintaympäristö. Poliisiammattikorkeakoulun katsaus 2012. Poliisiammattikorkeakoulu, Tampere 2012. Sivut 179–191.
- Muukkonen, Matti*: Perusoikeuslähtöisen laintulkinnan hahmottelua yhdistysoikeudessa. *Edilex referee*-artikkeli 29/2007. – [Http://www.edilex.fi/artikkelit/4784.pdf](http://www.edilex.fi/artikkelit/4784.pdf). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Myrsky, Matti*: Oikeudellinen ratkaisutoiminta – keskustelu vailla loppua? *Lakimies* 3/2010. Sivut 410–416. (Myrsky 2010a)
- Myrsky, Matti*: Tarvitsemme oikeusläheoppeja? *Oikeus* 1/2010. Sivut 50–53. (Myrsky 2010b)
- Mähönen, Jukka*: Law and economics: eriytyminen ja kehitys. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998. Sivut 3–21.
- Mähönen, Jukka*: Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Edita, Helsinki 2001.
- Mähönen, Jukka*: Taloustiede lain tulkinnassa. *Lakimies* 1/2004. Sivut 49–64.
- Mäntylä, Niina*: Luonnon edustajien puhevalta. Universitas Wasaensis, Vaasa 2010.
- Mäntysaari, Petri*: Kauppalaki ja osakkeiden myyjän vastuu yhtiön ominaisuuksista. *Defensor Legis* 74/1993. Sivut 663–688.
- Määttä, Kalle*: Talousoikeudessa. Teoksessa Kultalahti, Jukka – Nuolimaa, Risto (toim.): Oikeus, talous, hallinto. Oikeustieteen päivät 30.–31.8.2007 Tampereella. Tampereen yliopisto, oikeustieteiden laitos, Tampere 2007. Sivut 43–52.
- Määttä, Kalle*: Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2009.
- Määttä, Kalle*: Rikoksen uusiminen rangaistuksen koventamisperusteena – voiko oikeustaloustieteestä olla apua rikoslain tulkinnassa? *Edilex* artikkelit 36/2012. – [Http://www.edilex.fi/artikkelit/9014.pdf](http://www.edilex.fi/artikkelit/9014.pdf). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Määttä, Tapio*: Maanomistusoikeus. Tutkimus omistusoikeusparadigmoista maa-oikeuden käytön ympäristöoikeudellisen sääntelyn näkökulmasta. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1999.

- Määttä, Tapio*: Monitieteisyys ympäristöoikeudessa – oikeustieteen sisäiset ja ulkoiset yhteydet oikeustieteellisen tutkimuksen haasteina. *Oikeus* 3/2000. Sivut 333–355.
- Määttä, Tapio*: Näkökulmia sääntelytarkkuuteen: Lainsäädäntölähtöisestä analyysistä elävään oikeuteen. Teoksessa Jyrki Tala (toim.): Sääntelytarkkuuden ongelmia. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 251. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2010. Sivut 51–76.
- Määttä, Tapio*: Systeemijattelu uuden varallisuus oikeuden ongelmaratkaisuvoiman perustana. Teoksessa Mikkilä, Jaakko – Lohi, Tapani: Oikeus ja kritiikki 3: Kohteena Juha Karhun Uusi varallisuus oikeus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2012. Sivut 113–142.
- Määttä, Tapio*: Dialoginen oikeus ja korkeimman oikeuden ympäristövahinkoja koskeva oikeuskäytäntö. Teoksessa Husa, Jaakko – Keskitalo, Petri – Linna, Tuula – Tammi-Salminen, Eva (toim.): Oikeuden avantgarde. Juhlajulkaisu Juha Karhu 1953 – 6/4 – 2013. Talentum, Helsinki 2013. Sivut 223–238.
- Niemi, Matti*: Päämäärien valtakunta. Konventionalistinen analyysi lainopillisen tiedon edellytyksistä ja oikeusjärjestelmän perusteista. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1996.
- Niiniluoto, Ilkka*: Informaatio, tieto ja yhteiskunta: filosofinen käsiteanalyysi. Edita, Helsinki 1996.
- Niiniluoto, Ilkka*: Norm Propositions Defended. *Ratio Juris* 4/1999. Sivut 367–373.
- Norrgård, Marcus*: Avtalsingrepp. Om otillbörliga ingripanden i kommersiella avtalsförhållanden. Svenska Handelshögskolan, Helsingfors 2006.
- Norros, Olli*: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYpro, Helsinki 2009.
- Nuolima, Risto*: Virallisen vastaväittäjän lausunto OTL Matti J. Sillanpään väitöskirjasta Julkisesti ostotarjouksesta. *Lakimies* 1994. Sivut 237–269.
- Nuotio, Kimmo*: Taloudellisen rikollisuuden arviointi rikosoikeuden yleisten oppien kannalta. *Lakimies* 6/1995. Sivut 950–985.
- Nuotio, Kimmo*: Perusoikeuksien merkityksestä rikosoikeudessa. Teoksessa Länsineva, Pekka – Viljanen, Veli-Pekka (toim.): Perusoikeuspuheenvuoroja. Turun yliopisto, Turku 1998. Sivut 137–164. (Nuotio 1998a)
- Nuotio, Kimmo*: Teko, vaara, seuraus. Rikosvastuun filosofisista, kriminaalipoliittisista ja lainopillisista perusteista. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1998. (Nuotio 1998b)
- Nuotio, Kimmo*: Oikeuslähteet ja yleiset opit. *Lakimies* 7–8/2004. Sivut 1267–1291.
- Nuotio, Kimmo*: Oikeuslähteet, ”supernormistot” ja ratkaisujen perustelu. Teoksessa Tala, Jyrki – Wikström, Kauko (toim.): Oikeus – kultuuria ja teoriaa. Juhlakirja Hannu Tolonen. Turun yliopisto, Turku 2005. Sivut 127–152.
- Nuotio, Kimmo*: Rikosoikeuden koherenssi ja fragmentaatio: esimerkkinä järjestäytyneen rikollisuuden määrittely. *Lakimies* 7–8/2009. Sivut 1154–1174.
- Nuotio, Kimmo*: Yhteiskunnan rikosoikeus. Teoksessa Husa, Jaakko – Keskitalo, Petri – Linna, Tuula – Tammi-Salminen, Eva (toim.): Oikeuden avantgarde. Juhlajulkaisu Juha Karhu 1953 – 6/4 – 2013. Talentum, Helsinki 2013. Sivut 259–282.
- Nuutila, Ari-Matti*: Rikosoikeudellinen huolimattomuus. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1996.
- Nuutila, Ari-Matti*: Viisi teesiä rikosoikeuden yleisten oppien muutoksista. *Lakimies* 1/1997. Sivut 64–70. (Nuutila 1997a)
- Nuutila, Ari-Matti*: Rikoslain yleinen osa. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1997. (Nuutila 1997b)
- Nuutila, Ari-Matti – Pirjatanniemi, Elina* (toim.): Rikos, rangaistus ja prosessi. Juhlajulkaisu Eero Backman 1945 – 14/5 – 2005. Turun yliopisto, Turku 2005.
- Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari* (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turun yliopisto, Turku 2001.

- Ojala, Timo:* Teleologinen tulkinta ja oikeusperiaatteiden punninta rikostunnusmerkistön tulkinnassa. Teoksessa Huovila, Mika – Lahti, Raimo – Ojala, Timo (toim.): Rikostuomion perusteleminen. Helsingin hovioikeus, Helsinki 2005. Sivut 221–233.
- Ojanen, Tuomas:* The European Way. The Structure of National Court Obligation under EC Law. T. Ojanen, Helsinki 1998.
- Ojanen, Tuomas:* KKO 2004:26. Rakennussuojelu. Perustuslaki. Omaisuuden suoja. Perustuslain etusija. Lakimies 5/2004. Sivut 911–928.
- Ojanen, Tuomas:* Perus- ja ihmisoikeudet – eurooppalaisen konstitutionalismin Akilleen kantapää? Lakimies 7–8/2009. Sivut 1106–1124.
- Oker-Blom, Max:* Oikeustaloustieteen eli taloudellisten argumenttien merkityksestä Raimo Silta-lan oikeuslähdeopissa. Teoksessa Kolehmainen, Esa (toim.): Oikeus ja kritiikki 1. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2009. Sivut 179–218.
- Oker-Blom, Max:* Uusi varallisuus oikeus muuttuvan yhteiskunnan haltuunottajana. Teoksessa Mikkilä, Jaakko – Lohi, Tapani (toim.): Oikeus ja kritiikki 3: Kohteena Juha Karhun Uusi varallisuus oikeus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2012. Sivut 165–174.
- Padilla, Alexandre:* Can regulation on Insider Trading be Effective? Paper 654, bepress Legal Series June 22, 2005. – [Http://law.bepress.com/expresso/eps/654](http://law.bepress.com/expresso/eps/654). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Pakarinen, Auri – Tala, Jyrki:* Mainonnan eettisyys itsesääntelyn kohteena. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedoksiantoja 91. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2009.
- Palmer, Tom G.:* Adam Smith ja ahneuden myytti. Teoksessa Palmer, Tom G. (toim.): Kapitalismin moraali. Eetos, Helsinki 2012. Sivut 87–93.
- Palmer, Tom G. (toim.):* Kapitalismin moraali. Eetos, Helsinki 2012.
- Parkkari, Ville:* Osakkeen kurssimuutokset ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö oikeuskäytännössä. Teoksessa Koponen, Pekka – Lahti, Raimo – Ojala, Timo (toim.): Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Helsingin hovioikeus, Helsinki 2007. Sivut 211–232.
- Peczenik, Aleksander:* Vad är rätt? Om demokrati, rättssäkerhet, etik och juridisk argumentation. Fritzes, Stockholm 1995.
- Peczenik, Aleksander:* Juridikens allmänna läror. Svensk Jurist Tidning 3/2005. Sivut 249–272.
- Pentikäinen, Laura:* Itsekriminointisuoja oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin takeena ja suhteessa vapaaseen todistusteoriaan. Defensor Legis 2/2012. Sivut 224–248.
- Pihlajamäki, Heikki:* Vertaileva oikeushistoria muuttuvassa maailmassa. Oikeus 3/2009. Sivut 420–423.
- Pirjatanniemi, Elina:* Vihertyvä rikosoikeus. Ympäristökriminalisointien oikeutus, mahdollisuudet ja rajat. Edita, Helsinki 2005.
- Pirjatanniemi, Elina:* Ihmisoikeudet tulivat – olitko valmis? Teoksessa Husa, Jaakko – Keskitalo, Petri – Linna, Tuula – Tammi-Salminen, Eva (toim.): Oikeuden avantgarde. Juhlajulkaisu Juha Karhu 1953 – 6/4 – 2013. Talentum, Helsinki 2013. Sivut 303–318.
- Polinsky, Mitchell A.:* An Introduction to Law and Economics. Second edition. Aspen Publishers, Boston 1989.
- Potter, Gary (ed.):* Controversies in White-Collar Crime. Anderson Publishing, Cincinnati 2002.
- Prechal, Sacha:* Directives in EC Law. Second edition. Oxford University Press, Oxford 2005.
- Pönkä, Ville:* Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. SanomaPro, Helsinki 2012.
- Pönkä, Ville:* Yhtiön etu – osakeyhtiöoikeudellinen näkökulma I. Lakimies 1/2013. Sivut 21–24.
- Pöyhönen, Juha:* Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1988. (Pöyhönen 1988a)
- Pöyhönen, Juha:* Materiaalinen vai refleksiivinen oikeus? Teoksessa Tuori, Kaarlo (toim.): Oikeuden rajat. Teorioita oikeuden kehityksestä. Esittelyjä ja erittelyjä. Helsingin yliopisto, Helsinki 1988. Sivut 145–163. (Pöyhönen 1988b)

- Pöyhönen, Juha:* Oikeustieteen ajanmukaisuus. *Lakimies* 3/1997. Sivut 357–375. (Pöyhönen 1997a)
- Pöyhönen, Juha:* Kohti uutta varallisuus oikeutta. *Lakimies* 4–5/1997. Sivut 525–560. (Pöyhönen 1997b)
- Pöyhönen, Juha:* Perusoikeuksien merkitys varallisuus oikeudessa. Teoksessa Aerschot, Paul Van – Ilveskivi, Paula – Piispanen, Kirsi (toim.): *Juhlakirja Kaarlo Tuori 50 vuotta*. Helsingin yliopiston julkisoikeuden laitos, Helsinki 1998. Sivut 43–56.
- Pöyhönen, Juha:* Uusi varallisuus oikeus. Ensimmäinen painos. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2000.
- Pöyhönen, Juha:* Uusi varallisuus oikeus. Toinen painos. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2003.
- Pöysti, Tuomas:* Tehokkuus, informaatio ja eurooppalainen oikeusalue. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 1999.
- Raitio, Juha:* EU:n kehitys, periaatteet ja tavaroiden vapaa liikkuvuus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2004.
- Raitio, Juha:* Johdatus Euroopan integraation historiaan ja eurooppa oikeuteen. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2005.
- Rankinen, Juho:* Miten itsekriminointisuojaan tulisi suhtautua rikosoikeuden systematiikan kannalta? *Oikeus* 2/2013. Sivut 212–225.
- Rautio, Ilkka – Majanen, Martti:* RL 51: Arvopaperimarkkinarikokset. Teoksessa Lappi-Seppälä, Tapio – Hakamies, Kaarlo – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti – Melander, Sakari – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Ojala, Timo – Rautio, Ilkka (toim.): *Rikosoikeus*. Kolmas, uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki 2008. Sivut 1419–1442.
- Ricciardi, Victor – Simon, Helen K.:* What is Behavioral Finance? *Business, Education and Technology Journal* Vol 2 No 2 2000. Sivut 1–9.
- Rider, Barry:* The Control of Insider Trading – Smoke and Mirrors! *Journal of Financial Crime* Vol 7 No 3 2000. Sivut 227–250.
- Rider, Barry – Alexander, Kern – Linklater, Lisa – Bazley, Stuart:* *Market Abuse and Insider Dealing*. Second edition. Tottel Publishing, Haywards Heath 2009.
- Rissanen, Kirsti:* Arvopaperimarkkinoihin liittyvän normiston kehityksestä. *Lakimies* 7/1985. Sivut 826–851.
- Rissanen, Kirsti* (toim.): *Yritysoikeus*. Toinen, uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki 2006.
- Ross, Alf:* *Theorie der Rechtsquellen*. Leipzig/Wien 1929.
- Ross, Alf:* Om ret og retfaerdighet. En indførelse i den analytiske retsfilosofi. Nyt nordisk forlag, København 1953.
- Rubinstein, Mark:* Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case. *Financial Analysts Journal* 3/2001. Sivut 15–29.
- Rudanko, Matti:* Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998.
- Rytter, Jens Elo:* Grundrettigheder, Domstolens fortolkning og kontrol med lovgivningsmagten. Forlaget Thomson, København 2000.
- Saarnilehto, Ari* (toim.): *Juhlajulkaisu Allan Huttunen 1928 – 5/11 – 1988*. Turun yliopisto, Turku 1988.
- Saraviita, Ilkka:* *Suomalainen perusoikeusjärjestelmä*. Talentum, Helsinki 2005.
- Savela, Ari:* *Vahingonkorvaus osakeyhtiössä*. Talentum, Helsinki 2006.
- Scheinin, Martin:* Ihmisoikeudet Suomen oikeudessa. Valtiosääntöoikeudellinen tutkimus kansainvälisten ihmisoikeussopimusten valtiosisäisestä voimassaolosta sekä ihmisoikeus- ja perusoikeusnormien sovellettavuudesta Suomen oikeusjärjestyksessä. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1991.
- Scheinin, Martin:* Poikkeuslait ja perusoikeusuudistus. *Lakimies* 5–6/1996. Sivut 816–831.

- Schwarz, Steven L.*: The ‘Principles’ Paradox. *European Business Organization Law Review* Vol 10 No 2 2009. Sivut 175–184.
- Shavell, Steven*: The Optimal Structure of Law Enforcement. *Journal of Law and Economics* Vol 36 No 1 Part 2/1993. Sivut 255–287.
- Shavell, Steven*: Do Excessive Legal Standards Discourage Desirable Activity? *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 540, 2/2006*. – [Http://ssrn.com/abstract=921423](http://ssrn.com/abstract=921423). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Shiller, Robert J.*: From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *The Journal of Economic Perspectives* Vol 17 No 1 2003. Sivut 83–104.
- Shover, Neal – Hochstetler, Andy*: *Choosing White-Collar Crime*. Cambridge University Press, New York 2006.
- Sillanpää, Matti J.*: Julkisesta ostotarjouksesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1994.
- Sillanpää, Matti J.*: Virallisen vastaväittäjän lausunto OTK Janne Häyrysen väitöskirjasta Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. *Lakimies* 2006. Sivut 685–693.
- Siltala, Raimo*: A Theory of Precedent. From analytical positivism to a post-analytical philosophy of law. R. Siltala, Espoo 1998.
- Siltala, Raimo*: Prejudikaateista ja tuomarin prejudikaatti-ideologiasta. *Lakimies* 5/1999. Sivut 674–691.
- Siltala, Raimo*: Johdatus oikeusteoriaan. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2001.
- Siltala, Raimo*: Oikeustieteen tieteenteoria. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Siltala, Raimo*: Oikeudellinen tulkintateoria. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2004.
- Siltala, Raimo*: Kommentteja kritiikkiin, kritiikkiä kommentteihin. Julkaistu *Edilexissä* 12.3.2009. – [Http://www.edilex.fi/lakikirjasto/5906.pdf](http://www.edilex.fi/lakikirjasto/5906.pdf). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Siltala, Raimo*: Oikeudellisen sääntelyn tarkkuus – yleisen oikeustieteen näkökulma. Teoksessa Jyrki Tala (toim.): Sääntelytarkkuuden ongelmia. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia nro 251. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2010. Sivut 77–90. (Siltala 2010a)
- Siltala, Raimo*: Oikeudellisen ajattelun perusteet. Pääsykoekirja 2/2010. Turun yliopisto, Turku 2010. (Siltala 2010b)
- Siltala, Raimo*: Perusoikeusjärjestelmän sisäinen logiikka – Juha Karhun Uusi varallisuus oikeus -kirjan tutkimuksellisten premissien tarkastelua. Teoksessa Mikkilä, Jaakko – Lohi, Tapani (toim.): Oikeus ja kritiikki 3: Kohteena Juha Karhun Uusi varallisuus oikeus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2012. Sivut 203–226.
- Skogh, Göran*: Law and Economics in Sweden. Teoksessa Bouckaert, Boudewijn – De Geest, Gerrit (eds.): *Encyclopedia of Law and Economics Volume 1. The History and Methodology of Law and Economics*. Edward Elgar, Cheltenham/Northampton 2000. Sivut 370–379.
- Sorsa, Kaisa*: Itsesääntely ja yhteissääntely arvoketjussa. Toimialakohtaista tarkastelua. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedoksiantoja 100. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2009.
- Stjernschantz, Göran*: Pörssin vuoristoradalla, Helsingin Arvopaperipörssi 1912–1987. Helsingin Arvopaperipörssi, Helsinki 1987.
- Stout, Lynn A.*: The investor confidence game. UCLA School of Law. Research Paper No 02–18 2002. – [Http://ssrn.com/abstract=322301](http://ssrn.com/abstract=322301). Sivustolla vierailtu 16.6.2013.
- Strader, J. Kelly*: *Understanding White Collar Crime*. Third, revised edition. LexisNexis 2002.
- Ståhlberg, Kaarina*: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta. Muutamia käytännön havaintoja. *Defensor Legis* 5/2000. Sivut 731–747.

- Sutherland, Edwin H.*: White Collar Crime: The Uncut Version. Yale University Press, New Haven and London 1983.
- Syrjänen, Jussi*: Oikeudellisen ratkaisun perusteista. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2008.
- Syrjänen, Jussi*: Arvioita Siltalan oikeuslähdeopista. Teoksessa Kolehmainen, Esa (toim.): Oikeus ja kritiikki 1. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2009. Sivut 219–245.
- Tala, Jyrki*: Keskustelua oikeudellistumisesta. Teoksessa Tuori, Kaarlo (toim.): Oikeuden rajat. Teorioita oikeuden kehityksestä. Esittelyjä ja erittelyjä. Helsingin yliopisto, Helsinki 1988. Sivut 165–192.
- Tala, Jyrki*: Lakien laadinta ja vaikutukset. Edita, Helsinki 2005.
- Tala, Jyrki*: Katsaus oikeudellisen sääntelyn uusiin muotoihin. Teoksessa Ahonen, Timo (toim.): Juhlajulkaisu Ahti Laitinen 1946–24/4–2006, Oikeussosiologiaa ja Kriminologiaa. Turun yliopisto, Turku 2006. Sivut 185–2004.
- Tala, Jyrki*: Itsesääntely ja yhteissääntely lainsäädännön tukena tai korvaajana. Teoksessa Lasola, Marjukka (toim.): Oikeusolot 2009. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen julkaisuja 244/2009. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2009. Sivut 321–346.
- Tala, Jyrki*: Sääntelytarkkuus lainlaadinnan ongelmana. Teoksessa Tala, Jyrki (toim.): Sääntelytarkkuuden ongelmia. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 251. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2010. Sivut 91–122.
- Tala, Jyrki*: Lainvalmistelu ja sääntelyn vaihtoehdot. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimustiedonantoja 115. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2012. (Tala 2012a)
- Tala, Jyrki*: Lainsäädännön maailma muuttuu – sääntelyn kasvu jatkuu. Lakimies 1/2012. Sivut 133–139. (Tala 2012b)
- Tala, Jyrki* (toim.): Sääntelytarkkuuden ongelmia. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 251. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2010.
- Tala, Jyrki – Wikström, Kauko* (toim.): Oikeus – kulttuuria ja teoriaa. Juhlakirja Hannu Tolonen. Turun yliopisto, Turku 2005.
- Taloudellinen rikollisuus. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja 32. Suomen Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1981.
- Tapani, Jussi*: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa. Defensor Legis 6/2002. Sivut 939–965. (Tapani 2002a)
- Tapani, Jussi*: Rikosoikeusjärjestelmän jännitteisyys ja kriminaalipoliittisesti latautunut rikoslainoppi. Teoksessa Viljanen, Veli-Pekka (toim.): Oikeudenalojen rajat ja rajattomuus. Turun yliopisto, Turku 2002. Sivut 145–170. (Tapani 2002b)
- Tapani, Jussi*: Petos liikesuhteessa: Talousrikosoikeudellinen tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2004.
- Tapani, Jussi*: Mistä puhumme, kun puhumme olosuhdetahallisuudesta? Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Pirjatanniemi, Elina (toim.): Rikos, rangaistus ja prosessi. Juhlajulkaisu Eero Backman 1945 – 14/5 – 2005. Turun yliopisto, Turku 2005. Sivut 283–301.
- Tapani, Jussi*: Onko rikoksen rakenteella merkitystä? – Itsekriminointisuoja ja rikosoikeuden systematiikka. Defensor Legis 5/2011. Sivut 581–591.
- Tapani, Jussi – Tolvanen, Matti*: Rikosoikeuden yleinen osa – vastuuppi. Talentum, Helsinki 2008.
- Telaranta, K.A.*: Arvopaperioikeus. Ekolex, Helsinki 1981.
- Tepora, Jarno – Tulokas, Mikko – Vihervuori, Pekka* (toim.): Juhlajulkaisu. Juhani Wirilander 1935 – 30/11 – 2005. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2005.
- Thure, Veli Matti* (toim.): Oikeus ja oikeudenmukaisuus. Oikeustieteen päivät 3.–4.6.1999 Joensuu. Joensuun yliopisto, Joensuu 1999.

- Tiderman, F.*: Helsingin pörssi 1912–1937. Helsingin pörssi, Helsinki 1937.
- Tietoyhteiskunta meissä: pelot, toiveet, teot. Joukkotiedotusteknologian tutkimusohjelma. Liikenneministeriö, Helsinki 1986.
- Timonen, Pekka*: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima: julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1997.
- Timonen, Pekka*: Kauppoikeuden arvot. Teoksessa Thure, Veli Matti (toim.): Oikeus ja oikeudenmukaisuus. Oikeustieteen päivät 3.-4.6.1999 Joensuussa. Joensuun yliopisto, Joensuu 1999. Sivut 268–273.
- Timonen, Pekka*: KKO 2000:82. Teoksessa Timonen, Pekka (toim.): KKO:n ratkaisut kommentein II/2000. Talentum, Helsinki 2000. Sivut 60–62.
- Timonen, Pekka* (toim.): KKO:n ratkaisut kommentein II/2000. Talentum, Helsinki 2000.
- Timonen, Pekka* (toim.): KKO:n ratkaisut kommentein I 2004. Talentum, Helsinki 2004.
- Toiviainen, Heikki*: Esitevastuusta rahoitusmarkkinoilla. Lakimies 4/2005. Sivut 562–582.
- Toivonen, Antti*: Law and Economics, mitä se on? Lakimies 6/2000. Sivut 960–969.
- Tolonen, Hannu*: Yleisten oppien rakenteesta ja merkityksestä. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Juhlajulkaisu Allan Huttunen 1928 – 5/11 – 1988. Turun yliopisto, Turku 1988. Sivut 177–205.
- Tolonen, Hannu*: Korko, raha ja sopimus – korkokielto ja sen häviäminen rahan ja pääoman syntymisen ongelmana. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1992. (H. Tolonen 1992a)
- Tolonen, Hannu*: Menneet ja nykyiset käsitteet oikeuden ja yhteiskunnan aatehistoriassa. Oikeus 1992. Sivut 126–144. (H. Tolonen 1992b)
- Tolonen, Hannu*: Oikeuslähteoppi. WSOY Lakitieto, Helsinki 2003.
- Tolonen, Hannu*: Talouden oikeustiedettä. Teoksessa Tala, Jyrki – Wikström, Kauko (toim.): Oikeus – kulttuuria ja teoriaa. Juhlakirja Hannu Tolonen. Turun yliopisto, Turku 2005. Sivut 237–252.
- Tolonen, Kari*: Talousrikossäännösten tulkinta, erityisesti velallisen rikoksissa. Poliisiammattikorkeakoulun tutkimuksia 9. Poliisiammattikorkeakoulu, Espoo 2000.
- Tolvanen, Matti*: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka. Lakimiesliiton Kustannus, Jyväskylä 1999.
- Träskman, P. O.*: Taloudellinen rikollisuus ja yhteiskunta: taloudellisen rikollisuuden käsite, yleisyys ja vaikutus. Teoksessa Taloudellinen rikollisuus. Lakimiesliiton koulutuskeskuksen julkaisusarja 32. Suomen Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1981. Sivut 13–30.
- Träskman, P. O.*: Taloudellinen rikollisuus tutkimuksen kohteena. Oikeus 2/1987. Sivut 122–133.
- Träskman, P. O.*: Rätten att förbli tyst. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1993. Sivut 594–617.
- Tuomola, Kari*: Arvopaperimarkkinarikosten erityiskysymyksiä. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turun yliopisto, Turku 2001. Sivut 259–290.
- Tuori, Kaarlo*: Valtionhallinnon sivuelinorganisaatiosta 1. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1983.
- Tuori, Kaarlo*: Oikeus, valta ja demokratia. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1990.
- Tuori, Kaarlo*: Ideologiakriittistä kriittiseen positivismiin. Teoksessa Häyhä, Juha (toim.): Minun metodini. Werner Söderström lakitieto, Helsinki 1997. Sivut 311–329. (Tuori 1997a)
- Tuori, Kaarlo*: Oikeustieteen ajattomuus. Lakimies 3/1997. Sivut 399–408. (Tuori 1997b)
- Tuori, Kaarlo*: Kriittinen oikeuspositivismi. Werner Söderström Lakitieto, Helsinki 2000. (Tuori 2000a)
- Tuori, Kaarlo*: Tuomarit ja tuomioistuimet suomalaisessa oikeuskulttuurissa. Lakimies 7–8/2000. Sivut 1049–1059. (Tuori 2000b)
- Tuori, Kaarlo*: Sosiaalisesta siviilioikeudesta myöhäismoderniin vastuuoikeuteen. Lakimies 6/2002. Sivut 902–913. (Tuori 2002a)



- Tuori, Kaarlo*: Yleiset opit: Mitä ne ovat, mitä niillä tehdään ja miten niitä kehitetään? Teoksessa Miettinen, Tarmo – Määttä, Tapio (toim.): III Oikeustieteen tutkija- ja jatkokoulutuspäivät 6.–8.6.2002. Joensuu yliopisto, Joensuu 2002. Sivut 1–15. (Tuori 2002b)
- Tuori, Kaarlo*: Foucault'n oikeus. WSOY lakitieto, Helsinki 2002. (Tuori 2002c)
- Tuori, Kaarlo*: Tuomarivaltio – uhka vai myytti. Lakimies 6/2003. Sivut 915–943. (Tuori 2003a)
- Tuori, Kaarlo*: Oikeusjärjestys ja oikeudelliset käytännöt. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2003. (Tuori 2003b)
- Tuori, Kaarlo* (toim.): Oikeuden rajat. Teorioita oikeuden kehityksestä. Esittelyjä ja erittelyjä. Helsingin yliopisto, Helsinki 1988.
- Turtiainen, Matti*: Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita, Helsinki 2004.
- Tähti, Aarre*: Periaatteet Suomen hallinto-oikeudessa. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1995.
- Tähti, Aarre*: Oikeudellisilla periaatteilla argumentoimisen erityispiirteistä. Lakimies 4/1999. Sivut 1–12.
- Vahtera, Veikko*: Osakeomistuksen riski ja sääntely. CC Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2011.
- Vento, Harri*: Maksukyvyttömyys ja konkurssi rangaistavuuden edellytyksenä. Tutkimus konkurssisirikoksista historian ja rikosoikeuden yleisten oppien valossa. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1994.
- Viljanen, Mika*: Uusi varallisuus oikeus ja normi. Teoksessa Mikkilä, Jaakko – Lohi, Tapani (toim.): Oikeus ja kritiikki 3: Kohteena Juha Karhun Uusi varallisuus oikeus. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta, Helsinki 2012. Sivut 269–302.
- Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeusuudistus ja kansainväliset ihmisoikeussopimukset. Lakimies 5–6/1996. Sivut 788–815.
- Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeuksien soveltamisala. Teoksessa Hallberg, Pekka – Karapuu, Heikki – Scheinin, Martin – Tuori, Kaarlo – Viljanen, Veli-Pekka (toim.): Perusoikeudet. Werner Söderström lakitieto, Helsinki 1999. Sivut 117–120 *Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeuksien rajoitusedellytykset. WSOY lakitieto, Helsinki 2001.
- Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeudet eri oikeudenaloja yhdistävinä tekijöinä. Teoksessa Viljanen, Veli-Pekka (toim.): Oikeudenalojen rajat ja rajattomuus. Turun yliopisto, Turku 2002. Sivut 25–35.
- Viljanen, Veli-Pekka* (toim.): Oikeudenalojen rajat ja rajattomuus. Turun yliopisto, Turku 2002.
- Villa, Seppo*: Virallisen vastaväittäjän lausunto KTT, OTL Vesa Antero Annolan väitöskirjasta Informaatio, Sisäpiiri, Markkinat. Lakimies 2/2006. Sivut 300–312.
- Virolainen, Jyrki*: Oikeuskirjallisuus oikeuslähteenä ja tuomion perusteluissa. Lakimies 1/2012. Sivut 3–32.
- Virolainen, Jyrki – Martikainen, Petri*: Pro & Contra. Tuomioiden perustelemisen keskeisiä kysymyksiä. Talentum, Helsinki 2003.
- Virolainen, Jyrki – Pölönen, Pasi*: Rikosprosessin osalliset. Rikosprosessioikeus II. WSOY, Helsinki 2004.
- Virtanen, Jussi*: Rikosoikeuden yleiset opit ja oikeusläheoppi. Lakimies 6/2004. Sivut 1048–1071.
- Vuorenpää, Mikko*: Verovelvollisen oikeudellinen asema verotarkastuksessa. Verotus 5/2011. Sivut 504–510.
- Vuorinen, Jarkko*: Patenttipoolit itsesääntelyn ilmentymänä. Lakimies 1/2008. Sivut 42–62.
- Wennberg, Mikko*: Yksityisoikeuden arvoperusta. Teoksessa Thure, Veli Matti (toim.): Oikeus ja oikeudenmukaisuus. Oikeustieteen päivät 3.–4.6.1999 Joensuussa. Joensuun yliopisto, Joensuu 1999. Sivut 239–245.

- Wiio, Osmo A.*: Information and communication: A conceptual analysis. Helsingin yliopiston viestinnän laitos, Helsinki 1996.
- Wikström, Kauko*: Kuka tarvitsee oikeuslähdeoppia? Teoksessa Tala, Jyrki –Wikström, Kauko (toim.): Oikeus – kulttuuria ja teoriaa. Juhlakirja Hannu Tolonen. Turun yliopisto, Turku 2005. Sivut 271–286.
- Wilhelmsson, Thomas*: Senmodern ansvarsrätt. Kauppakaari, Helsingfors 2001.
- Zitting, Simo – Rautiala, Martti*: Esineoikeuden oppikirja. Yleinen osa. Viides, tarkastettu täydennetty painos. Suomen Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1982.
- Ylhäinen, Marjo*: Tilanneherkkä juridiikka oikeuden kentän turvaajana. Lakimies 1/2004. Sivut 115–120.
- Øyen, Ørnulf*: Vernet mot selvinkriminering i straffeprosessen. Fakkboklaget, Bergen 2010.

## VIRALLISLÄHTEET

### Hallituksen esitykset

- Hallituksen esitys HE 102/1938 vp eduskunnalle laiksi ulkomaalaisten ja eräiden yhteisöjen oikeudesta omistaa ja hallita kiinteää omaisuutta ja osakkeita.
- Hallituksen esitys HE 157/1988 vp eduskunnalle arvopaperimarkkina-laiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
- Hallituksen esitys HE 318/1992 vp eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.
- Hallituksen esitys HE 94/1993 vp eduskunnalle rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen toisen vaiheen käsitteviksi rikoslain ja eräiden muiden lakien muutoksiksi.
- Hallituksen esitys HE 309/1993 vp eduskunnalle perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta.
- Hallituksen esitys HE 293/1994 vp eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.
- Hallituksen esitys HE 6/1997 vp eduskunnalle oikeudenkäyttöä, viranomaisia ja yleistä järjestystä vastaan kohdistuvia rikoksia sekä seksuaalirikoksia koskevien säännösten uudistamiseksi.
- Hallituksen esitys HE 16/1997 vp eduskunnalle laiksi rikoslain 29 luvun 1 §:n muuttamisesta.
- Hallituksen esitys HE 254/1998 vp eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.
- Hallituksen esitys HE 184/2001 vp eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annetun lain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.
- Hallituksen esitys HE 44/2002 vp eduskunnalle rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.
- Hallituksen esitys HE 137/2004 vp eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- Hallituksen esitys HE 43/2007 vp eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.
- Hallituksen esitys HE 318/2010 vp laiksi luvan saaneista oikeudenkäyntiavustajista ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.
- Hallituksen esitys HE 32/2012 vp eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

Hallituksen esitys HE 141/2012 vp eduskunnalle eräiden törkeiden rikosten valmistelun kriminalisoinnista koskevaksi lainsäädännöksi.

### **Valiokuntien mietinnöt ja lausunnot**

Lakivaliokunnan lausunto LaVM 1/2012 vp, valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista) ja valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö).

Lakivaliokunnan mietintö LaVM 16/1997 vp, hallituksen esitys laiksi rikoslain 29 luvun 1 §:n muuttamisesta.

Lakivaliokunnan mietintö LaVM 28/2002 vp, hallituksen esitys rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 18/1982 vp hallituksen esitykseksi Ounasjoen erityissuojelusta.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 6/1990 vp hallituksen esitykseksi erämaalaiksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 7/1990 vp hallituksen esitykseksi laiksi oikeudesta entiseen tialueeseen annetun lain muuttamisesta ja siihen liittyvästä lainsäädännöstä.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 25/1994 vp hallituksen esitykseksi perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 23/1997 vp hallituksen esitykseksi oikeudenkäyttöä, viranomaisia ja yleistä järjestystä vastaan kohdistuvia rikoksia sekä seksuaalirikoksia koskevien säännösten uudistamiseksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 10/2000 vp hallituksen esitykseksi rikollisjärjestön toimintaan osallistumisen säätämisestä rangaistavaksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 22/2001 vp hallituksen esitykseksi arpajaislaiksi ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 29/2001 vp hallituksen esitykseksi lahjontaa koskevan Euroopan neuvoston rikosoikeudellisen yleissopimuksen eräiden määräysten hyväksymisestä sekä eräiden virkarikoksia ja niihin liittyviä rikoksia koskevien säännösten muuttamisesta.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 41/2001 vp valtioneuvoston kirjelmä ehdotuksesta neuvoston puitepäätökseksi (terrorismin torjuminen).

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 26/2002 vp valtioneuvoston kirjelmä ehdotuksesta neuvoston puitepäätökseksi (rasismin ja muukalaisvihan vastainen toiminta).

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 40/2002 vp hallituksen esitykseksi ajoneuvolaiksi ja siihen liittyviksi laeiksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 48/2002 vp hallituksen esitykseksi terrorismia koskeviksi rikoslain ja pakkokeinolain säännöksiksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 26/2004 vp hallituksen esitykseksi rikoslain 17 luvun, kokoontumislain ja järjestyksenvalvojista annetun lain 8 §:n muuttamisesta.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 7/2005 vp hallituksen esitykseksi laeiksi tekijänoikeuslain ja rikoslain 49 luvun muuttamisesta.

Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 17/2006 vp hallituksen esitykseksi kansainvälisen järjestytyneen rikollisuuden vastaisen Yhdistyneiden Kansakuntien yleissopimuksen ihmiskauppa ja maahanmuuttajien salakuljetusta koskevien lisäpöytäkirjojen hyväksymisestä ja niiden lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta sekä laeiksi rikoslain 20 luvun ja järjestyslain 7 ja 16 §:n muuttamisesta.

- Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 18/2007 vp hallituksen esitykseksi siviilipalveluslaiksi ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.
- Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 9/2012 vp hallituksen esitykseksi eduskunnalle laeiksi ulkomaalaislain ja työsopimuslain muuttamisesta sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi.
- Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 17/2012 vp hallituksen esitykseksi eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 17/2013 vp hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi erillisellä päätöksellä määrättävästä veron- tai tullinkorotuksesta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

### **Muu lainvalmisteluaineisto**

- Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistustyöryhmän muistio 2011. Valtiovarainministeriön julkaisuja 12/2011. (Kokonaisuudistustyöryhmän muistio 2011)
- Eduskunnan vastaus EV 71/2005 vp hallituksen esitykseen laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista. Valtiovarainministeriön muistio EU/2011/1760 U59/2011 vp. (Valtiovarainministeriön muistio 2011)
- Esitevastuutyöryhmän mietintö. Työryhmämuistioita. Valtiovarainministeriö 10/2005. (Esitevastuutyöryhmä 2005)
- Järjestäytyneen rikollisuuden ja terrorismin torjunta, sisäisen turvallisuuden ohjelman valmisteluun osallistuneen asiantuntijatyöryhmän loppuraportti. Sisäasiainministeriö 31.3.2008. (Loppuraportti 2008)
- Komitean mietintö KM 1921:25. Komitealta, joka on asetettu valmistamaan ehdotusta lainsäädännöksi pankkiiri- ja pörssitoiminnasta.
- Komitean mietintö KM 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit. Arvopaperikaupakomitean I osamietintö.
- Rikoslakiprojektin mietintö arvopaperimarkkinarikoksista. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1993. (OLJ 3/1993)
- Rikosoikeuskomitean mietintö 1976:72. (Mietintö 1976)
- Taloudellisen rikollisuuden selvittelytyöryhmän mietintö. Oikeusministeriön lain-valmisteluosaston mietintö 6/1983. (Mietintö 1983)
- Todistelu yleisissä tuomioistuimissa. Oikeusministeriön julkaisu 69/2012. (Todistelutoimikunnan mietintö 2012)
- Valtioneuvoston periaatepäätös järjestäytyneen rikollisuuden torjunnan strategiasta 7.3.2013. (Valtioneuvoston periaatepäätös 2013)
- Valtiovarainministeriön työryhmämuistioita 3/98. Arvopaperimarkkinat 2000. (VM 3/1998)

### **Euroopan unionin säädösaineisto**

- Direktiiviehdotus markkinoiden väärinkäyttöä koskevista rikosoikeudellisista seuraamuksista (KOM(2011) 654 lopullinen). (Seuraamusdirektiiviehdotus 2011)
- Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista 2011/0295 (COD). (Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus 2011)

- Euroopan neuvoston direktiivi sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta (89/952/ETY). (Sisäpiiridirektiivi 1989)
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista. (Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003)
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta. (Esitedirektiivi 2003)
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 200/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta. (Rahoitusvälineiden markkinat 2004 -direktiivi)
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta. (Avoimuusdirektiivi 2004)
- Komission asetus 2006/1287/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta tietojen kirjaamista koskevien sijoituspalveluyritysten velvoitteiden, liiketoimista ilmoittamisen, markkinoiden avoimuuden, rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen sekä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta. (Asetus 2006/1287)
- Komission direktiivi 2003/124/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän johdosta. (Määritelmädirektiivi 2003)
- Komission direktiivi 2004/72/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta hyväksytyjen markkinakäytäntöjen, hyödykejohdannaisia koskevan sisäpiiritiedon määrittelemisen, sisäpiiriluetteloiden laatimisen, johtohenkilöiden arvopaperikaupoista ilmoittamisen ja epäilyttävistä arvopaperikaupoista ilmoittamisen osalta. (Markkinakäytäntödirektiivi 2004)

## MUUT LÄHTEET

- Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n tiedote 10.1.2013. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2013)
- Arvot ja periaatteet. Valtakunnansyyttäjänviraston julkaisusarja nro 5. Helsinki 2007. (Valtakunnansyyttäjänvirasto 2007)
- Brå-PM 1996:5: Ekonomisk brottslighet – den rättsliga processen. Stockholm 1996. (Brå-PM 1996)
- Bureau of Justice Statistics, United States Department of Justice, Dictionary of Criminal Justice Data Terminology 215 (2d ed. 1981). (Bureau of Justice Statistics 1981)
- Committee of European Securities Regulators Advise on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, CESR/02-89d, December 2002. (CESR Advise 2002)
- Finanssivalvonnan julkaisu Markkinat 2/2011. (Finanssivalvonta 2011b)
- Finanssivalvonnan julkaisu Markkinat 1/2013. (Finanssivalvonta 2013)
- Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2013. Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto, diaarinumero Fiva 7/01.00/2013, voimassa 1.7.2013 lukien. (Määräykset ja ohjeet 6/2013)
- Finanssivalvonnan tutkintapyynnöt ja hallinnolliset seuraamukset 2002 – 30.6.2013. (Finanssivalvonnan tilasto 2013)
- Finanssivalvonnan vuosikertomus 2011. (Finanssivalvonta 2011a)
- Finanssivalvonnan vuosikertomus 2012. (Finanssivalvonta 2012)

- Helsingin käräjäoikeuden tilasto vuosilta 2000–2012 vireille tulleista ja ratkaistuista sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevista rikosasioista 12.12.2013.
- Helsingin käräjäoikeuden tilastot vuosilta 2008–2012 ratkaistuista rikosasioista 12.2.2013.
- Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan säännöt 1.7.2013. (Kurinpitolautakunnan säännöt)
- Helsingin pörssin säännöt 2.10.2013. (Pörssin säännöt 2013)
- IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation. June 2010. (IOSCO 2010)
- Keskuskauppakamarin Yrityskauppalauskunnan lausunto ehdotukseksi tilinpäätösdirektiivin muutoksesta (2006/46/EY) ja tilintarkastusdirektiivin (2006/43/EY) 41 artiklan kansallisesta täytäntöönpanosta, tarkastettu lausunto 29.2.2008. (Keskuskauppakamari 2008)
- Market Abuse Directive: Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, July 2007. (CESR Guidance 2007)
- Sisäpiiriläisen opas. Suomen Pörssisäätiö, Helsinki 1997. (Pörssisäätiö 1997)
- Sisäpiiri ohje pörssiyrityksille. NASDAQ OMX Helsinki Oy, voimassa 1.7.2013 lukien. (Sisäpiiri ohje)
- Suomen asianajajaliiton valvontalautakunnan valvontamenettelyohje. – [Http://www.valvontalautakunta.fi/files/1779/Valvontamenettely.pdf](http://www.valvontalautakunta.fi/files/1779/Valvontamenettely.pdf). Sivustolla vierailtu 26.5.2013. (Valvontamenettelyohje)

### Asiantuntijalausunnot

- Dosentti Sakari Melanderin asiantuntijalausunto 11.10.2013. (Melanderin Asiantuntijalausunto 2013)
- Professori Vesa Annolan asiantuntijalausunto 29.5.2008. (Annolan Asiantuntijalausunto 2008)
- Professori Dan Fränden asiantuntijalausunto 29.1.2010. (Fränden Asiantuntijalausunto 2010)
- Professori Matti Rudangon asiantuntijalausunto 14.5.2008. (Rudangon Asiantuntijalausunto 2008)
- Professori Matti J. Sillanpään asiantuntijalausunto 13.10.2005. (Sillanpään Asiantuntijalausunto 2005)

### Lehtiartikkelit ja muut artikkelit

- Haaste 2/2010: Pekka Koskinen: Maaliskuun viimeisenä päivänä tuli kuluneeksi kolmekymmentä vuotta oikeusministeriön rikoslakiprojektin asettamisesta. (Haaste 2010)
- Helsingin Sanomat 2.1.2008: Rata epäilee sisäpiirikaupan muuttuneen järjestäytyneeksi. (Helsingin Sanomat 2008)
- Kauppalehti 6.10.2011: Elcoteq meni konkurssiin. – [Http://www.kauppalehti.fi/etusivu/elcoteq+meni+konkurssiin/20111096217](http://www.kauppalehti.fi/etusivu/elcoteq+meni+konkurssiin/20111096217). Sivustolla vierailtu 20.4.2013. (Kauppalehti 2011)
- Kauppalehti 18.9.2013: Rahat loppu – Tiimari jättää konkurssihakemuksen. – [Http://www.kauppalehti.fi/etusivu/rahat+loppu+-+tiimari+jattaa+konkurssihakemuksen/201309509521](http://www.kauppalehti.fi/etusivu/rahat+loppu+-+tiimari+jattaa+konkurssihakemuksen/201309509521). Sivustolla vierailtu 16.10.2013. (Kauppalehti 2013)
- Talouselämä 2.3.2007: Sisäisin piiri on vaarallisin. (Talouselämä 2007)



---

# Lyhenteet

Arvo-osuusjärjestelmä-  
ja selvitystoimintalaki  
Arvopaperimarkkinalaki tai  
uusi arvopaperimarkkinalaki

CESR

ESMA

Euroopan ihmisoikeussopimus  
tai ihmisoikeussopimus

FSA

Helsingin pörssi

IFRS

Perustuslaki

Rajoituslaki

Rikoslaki 51 luku

Sijoituspalvelulaki

Tieliikennelaki

Vanha arvopaperimarkkinalaki

Velkakirjalaki

Arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annettu  
laki 749/2012

Arvopaperimarkkinalaki 746/2012

Committee of European Securities Regulators

European Securities and Markets Authority

Yleissopimus ihmisoikeuksien ja perusvapauksien  
suojaamiseksi

Financial Services Authority

NASDAQ OMX Helsinki Oy

International Financial Reporting Standards

Perustuslaki 731/1999

Laki ulkomaalaisten ja eräiden yhteisöjen oikeudesta  
omistaa ja hallita kiinteää omaisuutta ja osakkeita 219/1939

Rikoslaki 51 luku 753/2012

Sijoituspalvelulaki 747/2012

Tieliikennelaki 267/1981

Arvopaperimarkkinalaki 495/1989

Velkakirjalaki 622/1947





---

# Kuviot ja taulukot

- Kuvio 1. Perinteinen näkökulma sisäpiirintiedon syntyymiseen, s. 11
- Kuvio 2. Laajempi näkökulma sisäpiirintiedon syntyymiseen, s. 14
- Kuvio 3. Tutkimuksen asemoiminen oikeustasoille, s. 25
- Kuvio 4. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyllinen kehitys Suomessa, s. 53
- Kuvio 5. Sisäpiirintiedon kaksiosainen täyttymismalli, s. 65
- Kuvio 6. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tehokkuus-, luottamus- ja oikeudenmukaisuusmat-  
riisi, s. 79
- Kuvio 7. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan asemoiminen  
sisäpiirintiedon syntyymiseen ja huomioimiseen sijoituspäätöstä tehtäessä, s. 88
- Kuvio 8. Oikeustaloustieteellisen tulkintatavan täydentäminen oikeusperiaate- ja perusoikeuspai-  
notteisella näkökulmalla, s. 99
- Kuvio 9. Laillisuusperiaatteen ja talousrikossääntelyn tavoitteellisuuden rajapinnat, s. 138
- Kuvio 10. Arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden, periaatteiden ja normiston suhteuttaminen,  
s. 200
- Kuvio 11. Arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden, periaatteiden, normiston sekä perus- ja ihmiso-  
keuskentän suhteuttaminen, s. 244
- Kuvio 12. Arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden, periaatteiden, normiston, perus- ja ihmisoikeus-  
kentän sekä itsesääntelyn suhteuttaminen, s. 268
- Kuvio 13. Sisäpiirintiedon syntyminen tulevaisuuden tapahtuman tai olosuhteen osalta arvopape-  
rimarkkinain lain määritelmäsäännöksen jäsentämisen perusteella, s. 296
- Kuvio 14. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristökehät I, s. 310
- Kuvio 15. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristökehät II, s. 312
- Kuvio 16. Sisäpiirintiedon syntyminen – kontekstuaalinen tulkinta, s. 340
- Taulukko 1. Helsingin käräjäoikeudessa vireille tulleet ja ratkaistut sisäpiirintiedon väärinkäyttöä  
koskevat jutut vuosina 2000–2012, s. 162
- Taulukko 2. Helsingin käräjäoikeudessa ratkaistujen rikosasioiden ja sisäpiirintiedon väärinkäyt-  
töä koskevien juttujen lukumäärät sekä keskinäinen suhde vuosina 2008–2012, s. 163
- Taulukko 3. Helsingin käräjäoikeudessa ratkaistujen talousrikosasioiden ja sisäpiirintiedon väärin-  
käyttöä koskevien juttujen lukumäärät ja keskinäinen suhde vuosina 2008–2012, s. 164



# I

## JOHDANTO

”Sivistymätön mieli ei ole tottunut analysoimaan asioita,  
vaan ymmärtää ne perinteisten käsitysten mukaisesti  
eikä omien havaintojensa perusteella.”

*Beccaria* [1764], s. 31



---

# 1 Tutkimuksen kohde ja lähtökohtia

Tämän tutkimuksen kohteena on se, *milloin tieto muodostuu sisäpiirintiedoksi*. Tutkimuksessa on siten kysymys *sisäpiirintiedon syntymisestä* ja erityisesti sisäpiirintiedon *täsmällisyys- sekä olennaisuusedellytysten* täytymisen arvioimisesta. Tutkimuksessa jäsennetään arvopaperimarkkinaoikeudellista ilmiötä, sisäpiirintiedon syntymistä, *laajemmassa oikeudellisessa* yhteydessä erityisesti talousrikosoikeus-, oikeusperiaate-, perusoikeus- ja itsesääntelynäkökulmien avulla. Sisäpiirintiedon syntymistä arvioidaan tutkimuksen lopuksi sisäpiirinhankkeen avulla *uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa nelikentässä*.

Aikaisempi kotimainen sisäpiirintietoa käsittelevä oikeustieteellinen tutkimus on systematisoinut ja tulkinnut pääasiassa voimassa olevaa arvopaperimarkkinalakia. Tutkimuksissa on ollut vahva arvopaperimarkkinaoikeudellinen ja väärinkäyttösääntelyn osalta myös rikosoikeudellinen ote. Tutkimukset ovat olleet usein näiden oikeudenalojen yhdistelmiä erivahvaisin painotuksin, ne ovat perustuneet osin taloustieteestä omaksutulle *markkinalähtöiselle tulkinnalle* ja niitä on leimannut *oikeustaloustieteellinen tutkimusote*. Tutkimukset ovat antaneet kattavan ja perustellun kuvan voimassa olevasta normistosta nimenomaan *arvopaperimarkkina- ja rikosoikeudellisesta näkökulmasta*. Tutkimukset ovat olleet usein myös perinteisen lainopillisia ja niissä on pitäydytty perinteiseksi miellelyksessä oikeuslähdeoppissa. Näitä tutkimuksellisia ratkaisuja ei ole syytä kritisoida valittujen metodien osalta, vaan ennemminkin on syytä todeta niiden olevan suomalaisen arvopaperimarkkinaoikeutta koskevan lainopillisen tutkimuksen valtavirran mukaisia.

Tässä tutkimuksessa on pyritty astumaan edellä kuvatun, perinteiseksi miellelyksen sisäpiirintietoa koskevan tutkimuksen valtavirran ulkopuolelle. Tämän seurauksena sisäpiirintiedon syntymistä koskevan arvioinnin näkökulmaa *laajennetaan* ja tämän laajennuksen avulla siitä muodostetaan aikaisemmista tutkimuksista jossain määrin poikkeava. Kun aikaisempia tutkimuksia on värittänyt perinteinen lainopillisuus ja oikeuslähdeoppi, on tässä tutkimuksessa yhdistetty arvopaperimarkkina- ja rikosoikeudellisiin sisäpiirintiedon syntymistä ja väärinkäyttöä koskeviin kysymyksiin laajempia *arvopaperimarkkinaoikeudellisia, talousrikoslainopillisia, oikeusperiaatteisiin, perusoikeuksiin ja itsesääntelyyn* sekä *uuteen varallisuus oikeudelliseen teoriaan* liittyviä näkökulmia. Samalla markkinatutkimusta korostavaan lähestymistapaan on suhtauduttu osin varauksella ja tutkimuksessa on jäsennetty *enemmän perusoikeuksille rakentuva markkinaosa- puolilähtöinen* argumentaatiomalli arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymistä, sisä-

piirintiedon väärinkäyttöä ja laajemmin sisäpiirinsääntelyä. Markkinat ehokkuutta korostava oikeustaloustieteellinen lähestymistapa on yksin riittämätön laajemman ja kattavamman kokonaiskuvan muodostamiseksi tutkimuskohteesta.

*Tutkimus käsittelee sitä, miten sisäpiirintiedon määritelmää ja sen avoimia ja tulkinnanvaraisia täsmällisyys- ja olennaisuusedellytyksiä tulisi ratkaisutilanteissa arvioida.* Ratkaisutilanne konkretisoituu usein sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivan rikoslakinormin soveltamisessa. Arvioinnin lopputuloksesta riippuen arvopaperikauppa voi muodostua kielletyksi ja rangaistavaksi tai se voi olla sallittua. Ratkaisutilanne on käsillä myös silloin, kun arvioidaan sisäpiirintiedon ilmaisu- ja luovutuskiellon syntymistä. Yhteiskunnan, liikkeeseenlaskijoiden<sup>1</sup> ja muiden markkinaosapuolten on tiedettävä mahdollisimman täsmällisesti ennakolta se, milloin arvopaperikauppa on sallittua ja milloin kiellettyä sekä se, milloin jokin tieto on ilmaistavissa tai milloin sitä voidaan käyttää ilman sanktiouhkaa. Laillisuusperiaatteen kytkeytyvät *täsmällisyyden* ja *ennakoitavuuden vaatimukset* ovat toimivien markkinoiden sekä toimivan arvopaperimarkkinasääntelyn perusedellytyksiä. Samalla myös *menettelylliset oikeusturvatakeet* kuuluvat kaikille markkinaosapuolille.

Sisäpiirintiedon syntymistä koskevat, aikaisemmin oikeustieteessä esitetyt kannanotot eivät ole olleet yksiselitteisiä tai tyhjentäviä. Arvopaperimarkkina-laista tai muista oikeuslähteistä ei löydy selkeää vastausta sisäpiirintiedon syntymistä koskeviin kysymyksiin. Sisäpiirintiedon syntymistä koskeva oikeuskäytäntö on niukkaa, ja Euroopan unionin tuomioistuin on ratkaissut vasta muutamien tutkimuskysymyksen kannalta huomionarvoisen jutun. Siksi sisäpiirintiedon syntymistä koskevaa tutkimusta, systematisointia ja tulkintaa on jatkettava eteenpäin. Sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten arviointivälineitä ja argumentaatiomalleja on kehitettävä edelleen. Samalla sisäpiirintiedon syntymiseen liittyviä arviointinäkökulmia on lisättävä ja avarrettava, ja niissä on huomioitava myös Euroopan unionin sääntelyn muutokset tulevaisuudessa. Arviointinäkökulmien avartuessa on mahdollista saada täysipainoisempi kuva muun muassa sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymisen kannalta keskeisestä ilmiöstä, sisäpiirintiedon syntymisestä. Tämä täysipainoisempi kuva voi osaltaan palvella myös käytännön ratkaisutilanteita.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:n mukaan *liikkeeseenlaskijalla* tarkoitetaan suomalaista tai ulkomaista yhteisöä, joka on laskenut liikkeeseen arvopaperin. Vrt. arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n mukainen määritelmä *pörssi-yhtiöstä*, jonka määritelmä rajoittuu vain suomalaisiin yhteisöihin ja yhtiöihin, joiden arvopapereita on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalla. Ks. myös *Avoimuusdirektiivi* 2004, 2 artikla 1 kohta (h)-alakohta.

<sup>2</sup> Samansuuntaisesti *Villa* 2006, s. 311. Jo vuonna 2006 esitetyn näkemyksen mukaan sisäpiirintietoa käsittelevissä jatkotutkimuksissa olisi toivottavaa huomioida myös sisäpiirintietoa koskevan sääntelyn kytkeytyminen *käytännön ratkaisutilanteisiin*.

Tämä tutkimus:

- i. avaa *laajempialaisen näkökulman* sisäpiirintiedon syntymistä koskevaan kysymykseen kuin mihin aikaisemmissa tutkimuksissa on päädytty. Näkökulma monipuolistuu, kun tutkimuksen johtopäätökset yhdistetään olemassa olevaan perinteisempään näkökulmaan sisäpiirintiedon syntymisestä,
- ii. *laajentaa sisäpiirinsäätelyn tulkintatapaa* siten, että huomioitaviksi tulevat myös talousrikosoikeuteen liittyvät näkökulmat, oikeusperiaatteet, perusoikeusnäkökulmat ja itsesäätelynäkökulmat muun tulkinta-aineiston lisäksi, ja
- iii. esittää *vaihtoehtoisia ja uusia tarkastelunäkökulmia* sisäpiirinsäätelyn oikeustaloustiedepainotteisille tulkinnoille.

Tutkimustehtävänä on siten siihen vastaaminen, milloin tieto muodostuu *sisäpiirintiedoksi* arvopaperimarkkinalain mukaisen tulkinnan lisäksi laajemmassa oikeudellisessa kontekstissa. Tutkimuksen tavoitteena on nousta yhden yksittäisen arvopaperimarkkinaoikeudellisen ilmiön, sisäpiirintiedon syntymisen, perinteisen arvioinnin yläpuolelle jäsentämällä laajemmin voimassa olevaa oikeusjärjestystä tutkimuskysymykseen vastattaessa useamman kuin yhden oikeudenalan tai oikeudellisen näkökulman avulla.

Sisäpiirintiedon syntyminen liittyy Suomessa keskeisesti kahteen arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta merkittävään ilmiöön. Ensinnäkin, sisäpiirintiedon syntyminen johtaa sisäpiirintiedon *käyttö- ja ilmaisukieltoon*, jonka rikkominen on viime kädessä sanktioitu rikoslaissa. Toiseksi, sisäpiirintiedon syntyminen johtaa liikkeeseenlaskijan *tiedonantovelvollisuuteen*. Myös tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta on säädetty rikoslaissa rangaistus. Sisäpiirinsäätelyn tulkinnassa on huomioitava kumpikin edellä mainituista ilmiöistä toisaalta erillisinä ja toisaalta vahvasti toisiinsa niveltyneinä. Tutkimuksessa arvioidaan myös näiden erillisten arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden yhteyttä toisiinsa.

*Sisäpiirintieto* on määritelty arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:ssä (määritelmäsäännös). Arvopaperimarkkinalain määritelmäsäännöksen mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla (tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä) kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan *täsmällistä* tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka ei ole ollut muuten arvopaperimarkkinoilla saatavissa ja joka *on omiaan olennaisesti* vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen (tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden) arvoon. Sisäpiirintieto viittaa tässä tutkimuk-



nessa arvopaperimarkkinalain määritelmäsäännöksen mukaiseen määritelmään.<sup>3</sup>

*Sisäpiirinsääntelyllä* tarkoitetaan tässä tutkimuksessa (i) arvopaperimarkkinalain sisäpiirintietoa koskevan määritelmäsäännöksen (arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §), (ii) arvopaperimarkkinalain hankekohtaista sisäpiirinrekisteriä koskevan määräyksen (arvopaperimarkkinalain 13 luvun 6 §), (iii) arvopaperimarkkinalain sisäpiirintiedon käyttökieltoa ja ilmaisukieltoa koskevan määräyksen (arvopaperimarkkinalain 14 luvun 2 §), (iv) rikoslain sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rangaistussäännöksen (rikoslain 51 luvun 1 §), (v) sisäpiiriasioita koskevien itsesääntelynormien sisäpiirintietoa koskevien määräysten sekä (vi) Finanssivalvonnan sisäpiirintietoa koskevien määräysten, ohjeiden, standardien ja tulkintojen muodostamaa *yhteistä kokonaisuutta*.

Markkinaosapuolilla on käytännöllisesti katsoen aina eri tiedot arvopapereista ja niiden arvoon vaikuttavista tekijöistä. Siksi markkinaosapuolet eivät ole tosiasiallisesti koskaan täysin tasavertaisia toisiinsa verrattuina käytettävissä olevan tiedon osalta, ja siksi *tietty informaatioepätasapaino markkinaosapuolten välillä on hyväksyttävää*, vaikka yleisesti tavoiteltaisiin markkinaosapuolten tasapuolista sekä oikea-aikaista tiedonsaantia arvopaperimarkkinoilla. Tutkimuksen lähtökohdaksi hyväksytään se, ettei kaikilla markkinaosapuolilla ole eikä voi olla *tosiasiallisesti samoja tietoja samanaikaisesti käytettävissään* kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista. Markkinaosapuolet ovat tiedollisesti aina tosiasiasa toisiinsa verrattuina eri asemassa.

Tutkimuksen lähtökohdaksi hyväksytään myös se, etteivät markkinaosapuolet ole koskaan henkilökohtaisen osaamisensa tai kykyjensä perusteella *täysin tasavertaisia*, ja siksi markkinaosapuolten kyky kerätä, yhdistellä ja käyttää hyväkseen hallussaan ja saatavilla olevaa tietoa on *aina toisistaan osin poikkeava*. Markkinaosapuolet ovat toisin sanoen osaamiseltaan aina toisiinsa verrattuina eri asemassa.

Tutkimuksen lähtökohdaksi hyväksytään sekin, etteivät kaikki markkinaosapuolet tee ratkaisujaan arvopaperimarkkinoilla ainoastaan rationaalisen päätök-

<sup>3</sup> Arvopaperimarkkinalain tarkoittamasta *rahoitusvälineestä* käytetään tässä tutkimuksessa johdonmukaisesti ilmaisua *arvopaperi*, joka vastaa myös arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 §:n mukaista määritelmää. Arvopaperilla tarkoitetaan arvopaperimarkkinalaissa sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu (tai saatetaan) yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopapereiden kanssa. Tässä tutkimuksessa arvopaperi ymmärretään *siviilioikeudellisena yleiskäsitteenä*. Siviilioikeudessa arvopaperi ymmärretään asiakirjaksi, jonka hallinta on arvopaperin osoittaman oikeuden käyttämisen edellytys. Arvopaperin käsite voitaisiin myös erottaa arvopaperimarkkinalain mukaisesta arvopaperin sekä toisaalta arvoosuuden ja rahoitusvälineen käsitteistä. Tällaista erottelua ei tässä tutkimuksessa ole kuitenkaan tehty. Ks. tähän liittyen esimerkiksi *Marjosola* 2012, s. 310. Ks. perinteisemmästä arvopaperin käsitteestä tarkemmin esimerkiksi *Zitting – Rautiala* 1982, s. 37; *Telaranta* 1981, s. 18–19. Ks. myös HE 32/2012 vp, s. 101–102; HE 184/2001 vp, s. 21.

sentekoprosessin varassa (maksimoiden oman hyötynsä hallussaan olevan ja saatavilla olevan tiedon sekä sen perusteella tehtävien rationaalisten analyysien tai johtopäätösten varassa), vaan *ratkaisuja tehdään myös irrationaalisilla perusteilla tai jopa aivan sattuman- tai tunteenvaraisesti*. Markkinaosapuolet eivät toisin sanoen toimi aina rationaalisesti arvopaperimarkkinoilla.

Kun kysymys sisäpiirintiedon syntyminen osalta on tulevaisuuteen kohdistuvasta tapahtumasta tai olosuhteesta, ei tulevaisuuden tapahtumaa tai olosuhdetta arvioivalla markkinaosapuolella voi arviointihetkellä olla *tosiasiallista oikeaa ja varmaa tietoa tulevaisuudesta*. Siksi markkinaosapuolen suorittama etukäteisarviointi perustuu aina välttämättä jonkinlaiseen *sattumanvaraiseen arvioon* tulevaisuuden tapahtumista ja olosuhteista, jotka joko tapahtuvat arvioidulla tavalla, tapahtuvat muulla kuin arvioidulla tavalla tai eivät tapahdu lainkaan. Etukäteisarviointia, ja esimerkiksi arvopapereiden osto- tai myyntipäätöstä, tekevällä markkinaosapuolella ei voi toisin sanoen olla täydellistä, oikeaa, varmaa ja todellista tietoa tulevasta tapahtumasta tai olosuhteesta sanan varsinaisessa merkityksessä.<sup>4</sup> Siksi kysymys on aina välttämättä jonkinasteisen todennäköisyyden määrittelemisestä sekä arvioinnista.

---

<sup>4</sup> Tutkimuksessa ei ole tarpeellista käsitellä tarkemmin tiedon *tietoteoreettista määritelmää*. *Platonin* mukaan tiedon määritelmä on ”hyvin perusteltu tosi käsitys”. Ks. *Goldman* 1999, s. 5. Jotta esitetty väite olisi tietoa, sen on oltava totta ja lisäksi sen on oltava perusteltua. *Kuusi* on kuvannut tietoon liittyviä käsitteitä sisällöllisesti merkitystä vahvistavalla käsitejanalla data – informaatio – tieto – viisaus. Data kuvaa ”nuotteja” ja informaatio on ”nuottien yhdistelmä”. Tieto on vastaanottajan reflektoimaa informaatiota. *Informaatio liittyy siksi aina johonkin kokonaisuuteen, ja se muuttuu tiedoksi vasta sen jälkeen, kun vastaanottaja on liittänyt sen osaksi jo hallussaan olevaa tietoa*. Ks. tarkemmin *Kuusi* 1986, s. 150–164. Perusmääritelmän mukaan tieto on jotain sellaista, mikä vähentää epävarmuutta. Ks. esimerkiksi *Kallioinen* 2002, s. 13; *Niiniluoto* 1996, s. 57; *Wiio* 1996, s. 22. *Aarnio* määrittelee tiedon *henkilön rationaalisesti perustelluksi ja oikeaksi uskomukseksi asioiden tilasta*. Ks. *Aarnio* 1989a, s. 36.



---

## 2 Teoreettinen perusta

### 2.1 PERINTEINEN NÄKÖKULMA SISÄPIIRINTIEDON SYNTYMISEEN

Tutkimuksessa analysoidaan pääasiassa sisäpiirintiedon syntymiseen liittyen arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n määritelmäsäännöksessä mainittujen täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymistä.

Sisäpiirintiedon syntymistä on perinteisesti arvioitu arvopaperimarkkinalain sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen perusteella. Määritelmäsäännös on avoin ja tulkinnanvarainen. Määritelmäsäännöksen mukaan tiedon *täsmällisyysvaatimus* on ensimmäinen edellytys, jonka tulee täytyä, jotta tieto voi olla sisäpiirintietoa. Jos tiedon täsmällisyysvaatimus ei täyty, ei kysymyksessä ole sisäpiirintietoa, eikä epätäsmällisen tiedon käyttäminen arvopaperikaupassa ole kiellettyä, vaikka muilla arvopaperikaupan osapuolilla tai markkinaosapuolilla ei olisikaan käytettävissään tätä samaa epätäsmällistä tietoa. Täsmällisyysvaatimuksen täyttymisen arviointia on pidetty yleisesti haasteellisena Euroopan unionin arvopaperimarkkinoita koskevasta yhtenäistämissääntelystä huolimatta.<sup>5</sup>

Myös arvopaperimarkkinalain määritelmäsäännöksen mukaisen tiedon *olennaisuusvaatimuksen* on täyttyttävä, jotta tieto muodostuisi sisäpiirintiedoksi. Olennaisuusvaatimuksen täyttymisen arviointi liittyy keskeisesti arvopaperin arvoon ja siis tiedon (oletettuun) vaikutukseen kyseisen arvopaperin arvon osalta (arvovaikutus). *Konkreettista arvovaikutusta* eli sitä, että tieto tosiasiallisesti myös vaikuttaisi arvopaperin arvoon, ei määritelmäsäännöksen mukaisen olennaisuusvaatimuksen täyttymiseltä kuitenkaan edellytetä. Tiedon tulee olla sellaista, että se olisi tavanomaisesti omiaan olennaisesti vaikuttamaan kyseisen arvopaperin arvoon. Jos tiedolla ei ole arvovaikutusta, kysymys ei ole olennaisuusvaatimuksen täyttävästä sisäpiirintiedosta, vaikka muilla arvopaperikaupan osapuolilla tai markkinaosapuolilla ei tätä samaa epäolennaista tietoa olisikaan käytettävissään.

---

<sup>5</sup> Häyrynen 2009, s. 122. Ks. kuitenkin toisin *Talouselämä* 2007:ssä esitetty näkemys, jonka mukaisesti sisäpiirintiedon syntymisen edellytysten arviointi olisi ollut aina *ongelmatonta*. Täsmällisyyden käsitettä voidaan pitää (arvopaperimarkkinalaissa esitettynä) myös *harhaanjohtavana*, koska käsitteen yleiskielen mukainen merkitys viittaa hyvin tarkkaan ja yksityiskohtaiseen tietoon. Ks. Häyrynen – Kajala 2013, s. 173.

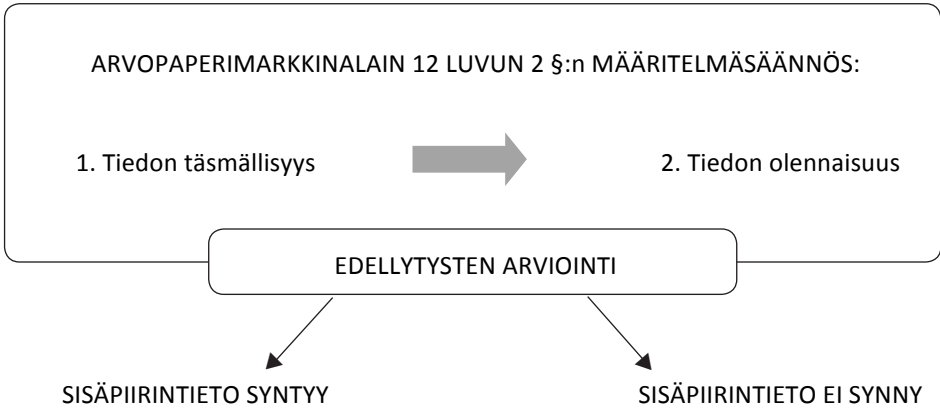
Olenaisuusvaatimuksen täyttymistä koskevasta arvioinnista on erotettava tilanne, jossa tiedolla on arvoaikutus, mutta *arvoaikutuksen suuntaa* ei pystytä ennakoimaan.<sup>6</sup> Asialla on merkitystä muun muassa arvioitaessa sisäpiirintiedon hyväksikäytön rangaistavuutta.

Sisäpiirintiedoksi muodostuvan tiedon osalta kysymys on siis sekä täsmällisyydestä olennaisuusedellytysten täyttymisestä. Täyttymistä on arvioitava *tapauskohteisesti suoritettavan kokonaisharkinnan* perusteella. Sisäpiirintiedon syntyminen vaikuttaa ratkeavan perinteisen tulkintatavan mukaan pitkälti sillä perusteella, mikä sisäpiirintiedon *käsitteen* voimassa oleva arvopaperimarkkinlain mukainen *määritelmä* on sekä miten tätä määritelmää tulkitaan. Kysymys on tällöin arvopaperimarkkinaoikeudellisen käsitteen luokittelusta ja tulkinnasta.

Myös perinteisessä varallisuus oikeudessa on katsottu samansuuntaisesti, että järjestelmän ongelmanratkaisuvoima on perustunut *käsitteistön varassa tehtyyn luokitteluun*. Varallisuus oikeudelliset ongelmatilanteet on perinteisesti hahmotettu selvittämällä, mistä subjektiivisesta oikeudesta kulloinkin on ollut kysymys. Perinteisen varallisuus oikeudellisen järjestelmän yleisten oppien rakentamisen painopiste on ollut juuri *käsitteellisissä rajanvedoissa*.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Tällaisessa tilanteessa kysymys saattaa arvoaikutuksen suunnan epävarmuudesta huolimatta olla sisäpiirintiedosta. *Sisäpiirintiedon syntymisen* kannalta merkitystä ei ole sillä, voidaanko arvoaikutuksen suunta arvioida ennakolta. Erillinen kysymys *sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuuden* osalta on kuitenkin se, täyttääkö tiedon käyttäminen omaksi vahingoksi hyötymistarkoitusta edellyttävän tunnusmerkistökriteerijän. Vastaus tähän on selvästi kielteinen. Sisäpiirintietoa voi käyttää ilman rangaistusuhkaa omaksi vahingokseen. Omaksuttu tulkintaratkaisu ei ole täysin ongelmaton *markkinoiden tehokkuuden näkökulmasta* arvioituna. Kysymys liittyy välillisesti myös sisäpiirintiedon kaupankäyntisuunnan teoreettisiin perusteisiin. *Kallunki – Nilsson – Hellströmin* tutkimuksen mukaan sijoittajat realisoivat mieluummin voittoja (ostavat osakkeita sisäpiirintiedon perusteella osakekurssin korkeamman odotusarvon (nousun) perusteella) kuin tappioita (myyvät osakkeita sisäpiirintiedon perusteella osakekurssin alhaisemman odotusarvon (laskun) perusteella). Näkemys ei voi kuitenkaan olla kattava, koska osakekaupan toteuttamiseen liittyy muun muassa osakkeiden alkuperäisen hankintahinnan suhde transaktiohetken hintaan (ja odotusarvoon) verrattuna ja siksi kategorisen yleistyksen tekeminen asiassa ei ole täysin perusteltua. Ks. *Kallunki – Nilsson – Hellström* 2009, s. 37–53.

<sup>7</sup> *Pöyhönen* 2003, s. XIII (kohta 10).



**Kuvio 1.** Perinteinen näkökulma sisäpiirintiedon syntymiseen.

Kuvio hahmottaa sisäpiirintiedon syntymisen perinteisempään arviointiin liittyvää *pistemäistä* tulkintatapaa. Arviointitapa perustuu arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n määritelmäsäännöksen mukaisten edellytysten täyttymisen arviointiin. Tällöin arvioinnissa keskitytään vaiheittain ensin siihen, onko käsillä oleva tieto riittävän täsmällistä, ja vastauksen ollessa myöntävä, siihen, onko tieto olennaista arvopaperin arvonmuodostuksen osalta. Mikäli arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n määritelmäsäännöksen edellytykset täyttyvät, kysymys on sisäpiirintiedosta. Asian *laajempi oikeudellinen arviointi* jää perinteisessä arviointimallissa toteutumatta. Samalla laajemmat oikeudelliset kytkennät esimerkiksi oikeusperiaatteisiin, perusoikeuksiin ja itsesääntelyyn jäävät enemmälti tunnistamatta ja analysoimatta arviointitilanteessa.

## 2.2 LAAJEMPI NÄKÖKULMA SISÄPIIRINTIEDON SYNTYMISEEN

Sisäpiirintiedon syntymisen arviointi arvopaperimarkkinalain määritelmäsäännöksen ja perinteisten tulkintatapojen perusteella voi johtaa liian *kapea-alaiseen* tulkintaan, joka ei ota riittävästi huomioon esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön ja sääntelykokonaisuuden merkitystä. Tässä tutkimuksessa arvioidaan siksi sitä, voidaanko arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon määritelmän rinnalla arvioida sisäpiirintiedon syntymistä tavalla, joka yhdistää *useampia oikeudenaloja ja näkökulmia*, ja edelleen, mitä tällaisessa täydentävässä laajemmassa arvioinnissa tulisi erityisesti huomioida.

Lainopillinen tutkimus pyrkii pääasiallisesti selvittämään voimassa olevan oikeuden sisältöä ja jäsentämään sitä esitettyjen tutkimuskysymysten mukaisesti. Tällöin tutkimuskysymyksiin vastaamisen jälkeen tiedossa on, tai ainakin pitäisi olla, voimassa olevan oikeuden kannanotto tai tulkinta tutkittavana olevassa asiassa. Oikeustieteen ainoana tehtävänä ei ole kuitenkaan vastata tutkimuskysymyksiin vain edellä kuvatulla suppealla tavalla. Oikeustieteen tehtävät ovat tätä laajempia.<sup>8</sup> Lainopillinen tulkinta perustuu *merkitysten luovalle ja monialaiselle käyttämiselle*. Tällöin on tunnettava ja tunnistettava yksittäisen tulkittavana olevan säännöksen lisäksi myös muut asiaan vaikuttavat oikeussäännöt ja oikeuslähteet.<sup>9</sup> Oikeustieteessä on sallittua käyttää monialaisempaa tutkimusotetta erityisesti tutkimuskohteissa, joilla on liityntöjä useampiin oikeudenaloihin. Samalla oikeustiede muodostuu dynaamisemmaksi, mikä tarjoaa monipuolisempia näkökulmia tarkasteltavana oleviin kysymyksiin. Monialaisuus ja monipuolisuus johtavat rikkaampiin tutkimuksellisiin johtopäätöksiin. Samalla oikeudellinen tarkastelunäkökulma laajenee. Siksi tässä tutkimuksessa käsitellään sisäpiirintiedon syntymistä monipuolisesti useammista oikeudellisista näkökulmista.

<sup>8</sup> Ks. samansuuntaisesti esimerkiksi Mäntylä 2010, s. 13. Ks. myös Husa 1995, s. 13. Myös Klami suhtautui kriittisesti *suppeaan oikeustieteen tehtävään*. Klamin mukaan oikeustieteen keskeisenä tehtävänä on paljastaa eri alojen faktatiedon pohjana oleva ammatti-ideologia sekä arvioida sitä *kokonaisvaltaisesti ja kriittisesti*. Ks. Klami 1986a, s. 94–95. Toisaalta näkökulma oikeuteen ei voi myöskään olla täysin riippumaton tieteenteoreettisista tai oikeusteoreettisista sitoumuksista. Mielikäs keskustelu oikeudesta edellyttää sitoutumista johonkin kieli- ja oikeusyhteisön tunnistamaan tapaan *käsitteellistä oikeudelliset ilmiöt*. Ks. Siltala 2003, s. 30. Peczenikin mukaan oikeustieteen tavoitteena on esittää oikeusjärjestys *koherenttina pääsääntöjen ja poikkeusten verkostona*. Ks. Peczenik 2005, s. 249. Jareborgin mukaan lainopin tehtävänä on oikeusjärjestelmän *tieteellinen rekonstruktio*. Ks. Jareborg 2004, s. 1–10.

<sup>9</sup> Niemi 1996, s. 232.

## 2.2.1 Sääntelytasojen huomioiminen

Arvopaperimarkkinoiden sääntely on toteutettu Suomessa pääasiallisesti arvopaperimarkkinain ja itsesääntelyn avulla. Lisäksi arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö, eli sisäpiirintiedon väärinkäyttö, markkinoiden vääristäminen ja arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisvelvollisuuden rikkominen, on säädetty rangaistavaksi rikoslain 51 luvussa. Rikoslakinormien tulkintaan vaikuttavat muun muassa rikosoikeuden yleiset opit sekä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä myös erityisesti talousrikosoikeudessa omaksutut tulkintatavat. Perusoikeuksista erityisesti laillisuusperiaate sekä oikeusturvaa koskevat säännökset asettavat näille tulkintatavoille reunaehdoja. Myös perusoikeuksien taustavaikuttamina toimivat yleiset oikeusperiaatteet voivat ohjata arvopaperimarkkinaoikeudellisen ongelman ratkaisemista. Tutkimuksessa arvioidaan näitä sääntelytasoja ja niiden tulkintavaikutusta sisäpiirintiedon syntymiseen liittyviin kysymyksiin vastattaessa. Erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa rikosoikeudellisessa arvioinnissa pitäisi huomioida arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kaikki tasot, niiden sisältö sekä merkitys mahdollisimman tasapuolisesti laillisuusperiaatteesta kuitenkaan tinkimättä.<sup>10</sup> *Arvopaperimarkkinoiden sääntelytasot* muodostuvat tässä tutkimuksessa arvopaperimarkkinalaista, talousrikosoikeudellisista näkökulmista, oikeusperiaatteista, perusoikeusnäkökulmista sekä itsesääntelystä.

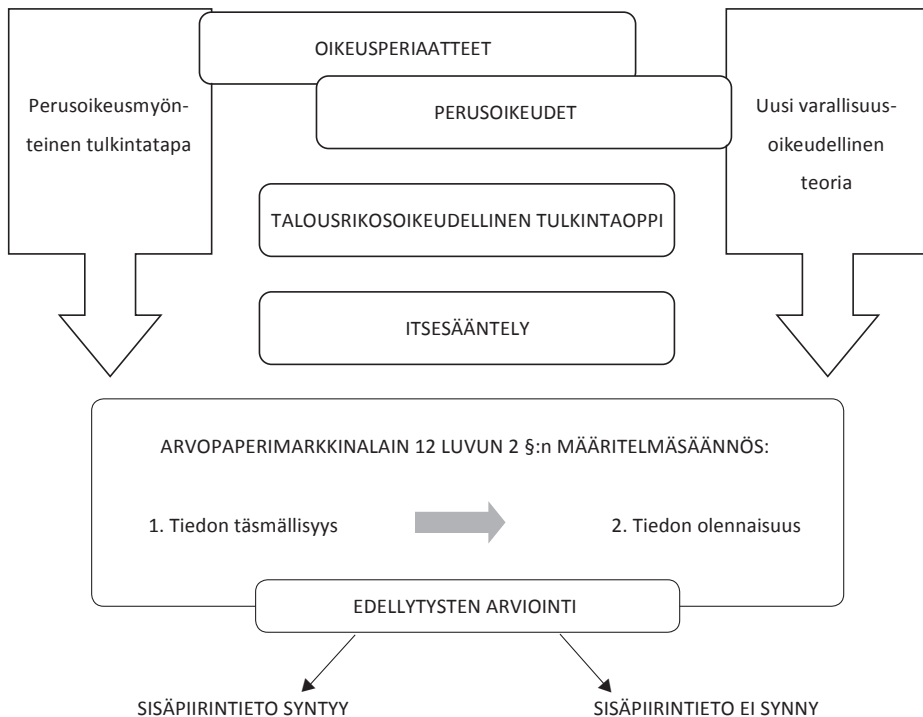
Sisäpiirintiedon arvopaperimarkkinain mukaisen määritelmän sisällölliset tulkintaongelmat eivät liity välittömästi rikoslain 51 luvun sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivan normin sisällön tulkitsemiseen vaan tunnusmerkistöön liittyvän *aineellisoikeudellisen arvopaperimarkkinain avoimen määritelmäsäännöksen sisällön* selvittämiseen. Rikosoikeudellinen rangaistusnormi on sisällöltään selkeä, mutta sen soveltamista edeltävä arvopaperimarkkinain mukainen sisäpiirintiedon määritelmää koskeva normi on avoin ja tulkinnanvarainen. Arvopaperimarkkinain mukaisen sisäpiirintiedon määritelmän tulkitseminen edellyttää tapauskohtaisesti toimintaympäristön oikeudellisesti merkityksellisten tosiasioiden tunnistamista ja tuntemista. Tämä kokonaisuus muodostaa sisäpiirinsääntelyn hermeneuttisen kehän, jossa on tunnistettava ja tunnettava kulloinkin arvioitavana olevan tapauksen oikeudellisesti merkitykselliset tosi-

---

<sup>10</sup> Sisäpiirintiedon väärinkäytön rikosoikeudellisessa arvioinnissa on kuitenkin ongelmallista nojautua muihin kuin laintasosiin normeihin, koska rangaistustuomio voi perustua vain lakiin eikä lainkäyttäjää saa mennä lain ulkopuolelle. Ks. esimerkiksi *Frände* 2012, s. 29. Tämä ei kuitenkaan rajoita sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien aineellisoikeudellisten ongelmien tulkintaa sisäpiirinsääntelyn kokonaisuuden perusteella. Tulkinnan lopputuloksen on kuitenkin myös tällöin oltava laillisuusperiaatteen mukainen.



asiat arvioitavana olevan tapauksen kannalta merkityksellisten normien löytämiseksi ja päinvastoin.<sup>11</sup>



**Kuvio 2.** Laajempi näkökulma sisäpiirintiedon syntymiseen.

Kuviossa jäsenetään sisäpiirintiedon syntymiseen ja arviointiin liittyvää *laajempaa oikeudellista näkökulmaa*. Pistemäisen arvioinnin (aallosulkeiden sisällä oleva alue) lisäksi sisäpiirintiedon syntymistä voidaan arvioida talousrikosoikeudellisen tulkintaopin, oikeusperiaatteiden, perusoikeuksien ja itsesääntelyn avulla. Näiden vaikutus tulkintatilanteessa huomioidaan *perusoikeusmyönteisen tulkintatavan* sekä tässä tutkimuksessa koeluontoisesti myös *uuden varallisuus-oikeudellisen teorian* mukaisen ajattelutavan avulla. Nämä teemat rakentuvat perinteisemmän tulkintatavan päälle ja muodostavat yhdessä täydellisemmän sekä myös uudenlaisen kuvan voimassa olevan oikeuden näkemyksestä sisäpiirintiedon syntymiseen liittyen.

<sup>11</sup> Samansuuntaisesti ks. *Virtanen* 2004, s. 1049–1050.

## 2.2.2 Uuden varallisuus oikeudellisen teorian testaaminen

Tässä tutkimuksessa sisäpiirintiedon syntymistä arvioidaan perinteisemmän ja laajemman näkökulman lisäksi uuden varallisuus oikeudellisen teorian näkökulmasta. Uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukainen arviointinäkökulma syntyy teorian soveltamisesta analysoitaessa sisäpiirin hankkeen syntymistä pääjaksossa XIII. Uusi varallisuus oikeudellinen teoria muodostuu *nelikentästä*, jonka määritelmälliset kulmapilarit ovat *toimintaympäristö*, *kokonaisuusjärjestely*, *intressitaho* ja *riskipositio*.

Arvopaperimarkkinoiden sääntely on perinteisesti keskittynyt arvopaperipörssiin (kaupankäyntipaikan) toiminnan sääntelyyn, tiedonantovelvollisuuden sisällön määrittelemiseen sekä rikosoikeudellisten sanktioiden asettamiseen arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttötilanteissa. Viime vuosina arvopaperimarkkinoita on kuitenkin ryhdytty tarkastelemaan enemmän myös varallisuus oikeudellisesta näkökulmasta. Tällöin markkinoiden yleinen toimivuus ja sen kansantaloudelliset vaikutukset jäävät sääntelyn taustatavoitteiksi, ja etusijalle nousee korostuneemmin markkinaosapuolten subjektiivisten oikeuksien ja velvollisuuksien tarkastelu.<sup>12</sup> Tarkastelutavan muutos on myös tämän tutkimuksen eräs lähtökohta.

Tutkimuksen varallisuus oikeudellisessä arvioinnissa on omaksuttu uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukainen näkökulma, jonka *Karhu* on esitellyt vuonna 1997.<sup>13</sup> *Karhu* on jatkanut tämän teorian kehittämistä myöhemmässä tutkimuksessaan, jonka eräänä merkkipaaluna voidaan pitää uutta varallisuus oikeudellista teoriaa koskevan laajemman tutkimuksen julkaisemista vuonna 2000.<sup>14</sup> Teorian laajempi ja yksityiskohtaisempi analysointi on kuitenkin rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Sen sijaan uutta varallisuus oikeudellista teoriaa käytetään sisäpiirintiedon syntymistä koskevan arvioinnin testausalustana tarkasteltaessa sisäpiirin hanketta uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa nelikentässä.

<sup>12</sup> *Norros* 2009, s. 2.

<sup>13</sup> *Pöyhönen* 1997b, s. 525–560.

<sup>14</sup> *Pöyhönen* 2000. Tässä tutkimuksessa on käytetty keskeisenä lähteenä teoksen 2. painosta *Pöyhönen* 2003. *Karhun* tutkimusta ja uutta varallisuus oikeudellista teoriaa on arvioitu kotimaisessa oikeustieteessä myös kriittisesti. Ks. esimerkiksi *Aarnio* 2002; *Mikkilä – Lohi* 2012. Ks. myös *Tuori* 2002a, jossa arvioidaan kuitenkin pääasiallisesti teosta *Wilhelmsson* 2001 teokseen *Pöyhönen* 2000 suhteuttaen.

## 2.3 MUIDEN OIKEUDENALOJEN MERKITYS TUTKIMUKSELLE

Vaikka kysymys on pääasiallisesti arvopaperimarkkinaoikeuden alaan sijoittuvasta tutkimuksesta, tutkimuskysymyksiä lähestytään edellä kerrotulla tavalla monioikeudellisista näkökulmista. Kysymys ei ole selkeästi arvopaperimarkkina-, rikos- tai varallisuus oikeudellisesta tutkimuksesta, vaan se sisältää näkökulmia edellä mainittujen oikeudenalojen lisäksi myös muilta oikeudenaloilta. Tutkimuksessa on omaksuttu tutkimusote, joka ei rajoitu tarkkarajaisesti vain tiettyihin oikeudenaloihin, koska sisäpiirintiedon syntymisen määrittelyyn liittyviä näkökohtia voidaan perustellusti selittää useamman eri oikeudenalan näkökulmien perusteella. Näkökulmien laaja-alaisuus on tyypillistä nykyaikaisille oikeudellisille ongelmille.

Arvopaperimarkkina-alaissa säänneltyjä kysymyksiä koskevassa oikeuskirjallisuudessa arvopaperimarkkinaoikeus tulkitaan usein itsenäiseksi, yhtiö- ja velvoiteoikeudesta erilliseksi oikeudenalaksi.<sup>15</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudesta on toisinaan myös erotettu *arvopaperioikeus*, joka rakentuu velkakirjalain 2 luvun juoksevia velkakirjoja koskevista säännöksistä sekä keskeisistä velkakirjaoikeudellisista periaatteista.<sup>16</sup> Rahoitusmarkkinoiden oikeussuhteiden hahmottaminen edellyttää monissa tapauksissa yhteisö-, velvoite- ja sopimusoikeuden sääntöjen ja periaatteiden kautta tapahtuvaa laaja-alaista ajattelua. Arvopaperimarkkina-ala perustavoitteiden (tehokkaan toimintaympäristön luominen arvopaperimarkkinoille, sijoittajien suojaaminen ja arvopaperimarkkinoiden toimintaan kohdistuvan luottamuksen edistäminen) saavuttamiseksi vanhaan arvopaperimarkkinalakiin pyrittiin kokoamaan yleisistä velvoite-, sopimus- ja yhtiöoikeudellisista säännöistä ja periaatteista sellaiset määräykset arvopapereiden kaupasta ja tiedonantovelvollisuudesta, että kaikilla sijoittajilla olisi ollut sama ja reaaliaikainen tieto sijoitusratkaisuihin vaikuttavista seikoista.<sup>17</sup> Tavoiteasetanta on ollut osin epärealistinen, koska markkinaosapuolten tietoisuus ei voi koskaan muodostua täysin yhteneväksi, eikä esimerkiksi sisäpiirinsäätelyllä edes pyritä tähän.

Useamman eri oikeudenalan sääntöjen ja periaatteiden sulauttaminen vanhaan arvopaperimarkkinalakiin oli omiaan muodostamaan laista tulkinnanvaraisen ja epätasällisen. Siksi myös arvopaperimarkkinaoikeuden omien yleisten oppien

<sup>15</sup> Pönkä 2012, s. 68.

<sup>16</sup> Marjosola 2012, s. 310; Pönkä 2012, s. 68 (alaviite 257).

<sup>17</sup> Toiviainen 2005, s. 562, 570. Toiviaisen esittämä näkemys liittyy vanhan arvopaperimarkkinalain sisältöön. Sääntelyn perustavoitteita ei ole kuitenkaan muutettu uuden arvopaperimarkkinalain säätämisen yhteydessä. Perustavoitteet ovat saaneet taustansa Euroopan unionin arvopaperimarkkinoita koskevasta sääntelystä.

kehitys on jäänyt toistaiseksi vaillinaiseksi.<sup>18</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten tulkinvaraisuus korostuu, mikäli niitä ei tarkastella arvopaperimarkkinain lisäksi muiden sääntelykeinojen ja oikeudenalojen normistojen (laajasti ymmärrettynä) avaamien näkökulmien perusteella. Monialaisuus voi toisaalta johtaa myös sääntelyn ennakoitavuuden heikkenemiseen.

Arvopaperimarkkinoita koskevia oikeudellisia kysymyksiä on käsitelty perinteisesti yhtiöoikeuden yhteydessä, koska arvopaperimarkkinoita on säännelty aikaisemmin pääasiallisesti yhtiöoikeuden kautta. Osake yhtiöoikeuden ydinkäsitteenä on myös keskeinen arvopaperimarkkinaoikeudellinen ja sisäpiirinsääntelyn instrumentti. Sääntelyn kohdistuminen osakkeeseen (arvopaperiin) muodostaa edelleen arvopaperimarkkinaoikeuden keskeisen yhteyden yhtiöoikeuteen. Ennen vanhan arvopaperimarkkinain sääntämistä arvopaperimarkkinoiden sääntely oli pääasiassa yhtiöille asetettujen velvollisuuksien sääntelyä. Tällöin markkinoiden luotettavuuden turvaaminen oli toteutettu ensisijaisesti markkinaosapuolten sisäisen sääntelyn avulla.<sup>19</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on aikaisemmin katsottu, että arvopaperimarkkinaoikeuden kehityksen lähtökohtana on ollut yhtiöoikeus ja että arvopaperimarkkinaoikeus koostuu niistä yhtiöoikeuden ja pörssioikeuden osa-alueista, jotka liittyvät arvopaperien julkiseen kaupankäyntiin ja sijoittajan aseman suojaamiseen. Arvopaperimarkkinaoikeuden on katsottu aikaisemmin muodostuvan yhtiön ja markkinoiden sekä yhtiöoikeuden ja pörssioikeuden väliin jäävän sääntelyn näkökulmasta *harmaasta alueesta*.<sup>20</sup> Oikeuskirjallisuudessa on korostettu myös sitä, ettei arvopaperimarkkinoiden määritelmä ole tyhjentävä, se ei kilpaile muiden oikeudenalojen kanssa eikä poissulje muita tarkastelutapoja. Siksi arvopaperimarkkinaoikeudellisia ongelmia tulisi käsitellä ennemminkin siviilioikeuden ja yritystoiminnan sääntelyn *erityistapauksina*. Arvopaperimarkkinaoikeuden on katsottu kattavan arvopaperimarkkinoiden oikeudelliset puitteet ja varsinaiseen vaihdantaan liittyvät oikeudelliset kysymykset.<sup>21</sup>

Uudemmassa oikeuskirjallisuudessa arvopaperimarkkinaoikeudella on katsottu tarkoitettavan arvopaperimarkkinoihin liittyviä yhtiö-, velvoite-, rikos-, hallinto- ja informaatio-oikeuteen lukeutuvia oikeuskysymyksiä tutkivaa oikeudenalaa. Uudemmankin katsontakannan mukaan erityisesti liikkeeseenlaskijaa koskevan sääntelyn osalta arvopaperimarkkinaoikeuden näkemistä yh-

<sup>18</sup> Yleisten oppien merkityksestä laajemmin ks. esimerkiksi *Tuori* 2002b, s. 1–15; *Tuori* 2003b, s. 81–161. Yleisten oppien tehtäviä ovat muun muassa systematisoiva ja koherenssia luova tehtävä, pedagoginen tehtävä, konstitutiivis-epistemologinen tehtävä, heuristinen tehtävä sekä argumentatiivis-normatiivinen tehtävä. Ks. *Virtanen* 2004, s. 1049.

<sup>19</sup> *Annola* 2005, s. 41–42.

<sup>20</sup> *Sillanpää* 1994, s. 5–7. *Sillanpää* on myöhemmin katsonut arvopaperimarkkinaoikeuden muodostavan itsenäisen oikeudenalan. Ks. *Sillanpää* 2006, s. 686.

<sup>21</sup> *Timonen* 1997, s. 182.

tiöoikeudesta erillisenä tai itsenäisenä oikeudenalana on pidetty epätarkoituksemukaisena.<sup>22</sup>

Edellä esitetyn perusteella arvopaperimarkkinaoikeudella on katsottu olevan liityntöjä ainakin yhtiö-, velvoite-, varallisuus-, rikos-, hallinto- ja informaatio-oikeuteen. Arvopaperimarkkinoita voidaan siksi kuvata eri oikeudenalojen välimaastoon jääväksi toimintaympäristöksi, jota arvopaperimarkkinalaki pyrkii jäsentämään yhtenäisemmäksi kokonaisuudeksi. Ottaen huomioon sen, ettei arvopaperimarkkinaoikeudelle ainakaan vielä ole kehittynyt kattavia ja laaja-alaisia yleisiä oppeja, ei arvopaperimarkkinaoikeutta ole pidetty Suomessa täysin itsenäisenä oikeudenalana.<sup>23</sup>

Arvopaperimarkkinaoikeus voidaan kuitenkin perustellusti katsoa *itsenäiseksi oikeudenalaksi*. Arvopaperimarkkinaoikeuden itsenäisyyttä puoltavat muun muassa rikoslain 51 luvussa säädetty arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskeva *oma rikosoikeudellinen normisto*, arvopaperimarkkinalain 15 luvussa säädetty *oma hallinnollinen seuraamusjärjestelmä* sekä arvopaperimarkkinalain 16 luvussa säädetty *oma vahingonkorvausjärjestelmä*. Tutkimuksen kannalta ei kuitenkaan ole ratkaisevaa se, mihin oppiaineeseen tutkimus tiukasti arvioituna kuuluu. Tutkimusta ei pidä lokeroida tiukasti vain yhteen oppiainetuoliin etenkin sellaisissa aihepiireissä, joilla on kosketuspintoja useampiin oikeudenaloihin tai tieteenaloihin.

Vakiintuneen tieteenalajaottelun sekä yliopistojen oppiainejaon on katsottu perustuvan ennemminkin tiedepolitiikkaan ja tieteen sisäiseen työnjakoon kuin puhtaasti tutkimuksellisiin syihin. Oikeustieteen eri oppialojen erottelu perustuu monelta osin perinteeseen eikä tutkimuksesta kumpuaviin syihin. Yksittäisessä tutkimuksessa tutkimusaiheen mielekkyys ja yhteiskunnallinen merkittävyys ovat tärkeämpiä kuin se, mihin tieteenalaan tutkimus sijoittuu.<sup>24</sup>

Pitkälle eriytynyt ja kapeisiin erityisaloihin hajautunut oikeudellinen tarkastelu voi vaikeuttaa hajanaisen ja laajan normiaineuksen kokonaisvaltaista hahmottamista. Liian kapea-alainen lähestymistapa voi muodostua esteeksi oikeuden *asianmukaiselle soveltamiselle* nykyajan moniulotteisissa ratkaisutilanteissa. Oikeudellisissa käytänteissä kohdataan jatkuvasti monimutkaisia ongelmia, joita ei voida sijoittaa vain yhden oikeudenalan puitteisiin. Ongelmien hahmottaminen ja ratkaiseminen edellyttävät usein useamman oikeudenalan tuntemusta ja hallintaa sekä valmiuksia näiden oikeudenalojen oppien samanaikaiseen sovelta-

<sup>22</sup> Pönkä 2012, s. 204.

<sup>23</sup> Pönkä 2012, s. 69; Nuolimaa 1994, s. 1156; Villa 2006, s. 309.

<sup>24</sup> Ks. samansuuntaisesti *Ervasti* 2004, s. 7; ks. myös *Eriksson* 1969, s. 426.

miseen.<sup>25</sup> Edellä kuvatut ongelmat koskevat erityisesti dynaamista yritystoimintaa ja liike-elämää yleisemmin sekä arvopaperimarkkinaoikeudellisia tulkintatilanteita.

Myös oikeustieteessä olisi edelleen laajennettava teoreettisia lähtökohtia, menetelmiä ja tutkimuskohteita. Tämä turvaisi oikeustieteen säilymisen dynaamisena ja sen muodostumisen edelleen kehittyväksi tieteenalaksi. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että oikeustieteen tulisi uudistua ja eri oikeudenalojen olisi siirryttävä enemmän monitieteiseen ja yhteyshakuiseen suuntaan.<sup>26</sup> Tätä määrää on tavoiteltu myös tässä tutkimuksessa.

Perinteisen oikeudenalajaottelun on myös aikaisemmin katsottu soveltuvan huonosti arvopaperimarkkinoiden informaatioon liittyviä seikkoja koskevaan tutkimukseen, koska tutkimus linkittyy useampiin oikeudenaloihin ja myös muille tieteenaloille ulottuviin elementteihin. Ennen kuin voidaan perustellusti arvioida esimerkiksi jonkin teon rangaistavuutta rikosoikeudellisen järjestelmän perusteella, on tunnettava arvioinnin kohteena olevaan toimintaan liittyvät tavanomaiset (ja myös erityiset) toimintaperiaatteet, alalla vallitsevat menettelytavat sekä näitä sääntelevien yksityisoikeudellisten normien sisältö ja tulkintaperiaatteet. Arvopaperimarkkinarikoksia sääntelevä sanktiojärjestelmä on luotu lähtökohtaisesti varmistamaan, että toimialan keskeisimpiä pelisääntöjä noudatetaan. Rangaistavasta teosta voi olla kysymys vasta silloin, jos näitä pelisääntöjä rikotaan olennaisesti.<sup>27</sup> Tällöin on myös keskeistä tietää ja ymmärtää arvopaperimarkkinoiden tavanomaiset toimintaperiaatteet ja menettelytavat, koska ilman tätä esitietoja ja -ymmärrystä on ilmeisenä riskinä tulkinnan suuntautuminen väärällä tavalla.

## 2.4 MENETELMÄT

Oikeustieteen tieteellisyys ei ole toissijaista suhteessa sen tehtävään palvella oikeudelliseen käytännön työhön osallistuvia lakimiehiä. Oikeustieteellä on tärkeä yhteiskunnallinen palvelutehtävä, mitä ei kuitenkaan tule alistaa vain käytännön palvelemiselle.<sup>28</sup>

<sup>25</sup> *Länsineva* 2002, s. 18. Esimerkiksi nykyaikaisessa talousrikosoikeustutkimuksessa kohdataan rikosoikeusjärjestelmän, perusoikeuksien ja taloudellisten vaihdantasuhteiden jännitteinen kenttä, mikä johtaa kaikkien näiden elementtien tasapuoliseen huomioimiseen. Ks. *Tapani* 2002a, s. 939.

<sup>26</sup> *Ervasti* 2013, s. 22. Ks. laajemmin esimerkiksi ympäristöoikeuden alalta *T. Määttä* 2000, s. 333–355.

<sup>27</sup> Samansuuntaisesti ks. *Sillanpää* 2006, s. 686.

<sup>28</sup> Ks. myös *Hirvonen* 2011, s. 19. Lainoppi ja oikeustieteet ovat kokonaisuudessaan *tiedettä* eikä tieteellisyyden kriteereistä voida luopua käytännön palvelutehtävän edessä. Käytännössä ammatikseen oikeussäännösten kanssa työskentelevät saattavat kuitenkin joskus kokea tarkasteltavana olevan asian teoreettisen arvioinnin tarpeettomaksi. Ks. *Hirvonen* 2011, s. 33. Myös esimerkiksi

*Tuori* on yhdistänyt oikeustieteen tieteellisyyden ja käytännöllisyyden viittaamalla *oikeustieteen kaksoiskansalaisuuteen*. Tällöin oikeustiede on *tieteellinen käytäntö*, jota ohjaavat tieteen kriteerit ja pelisäännöt ja myös *oikeudellinen käytäntö*, joka osallistuu oikeusjärjestyksen uudistamiseen ja muokkaamiseen. Oikeustiede on sallittu oikeuslähde, jonka tuloksilla ei kuitenkaan ole samanlaista sitovuutta kuin lainsäädännöllä ja tuomioistuinratkaisuilla.<sup>29</sup> Toisaalta juuri oikeustieteessä usein systematisoidaan ja jäsennetään voimassa olevaa normistoa ja huomioidaan samalla systematisointia tukevat tuomioistuinratkaisut. Tällöin oikeustiede välittää ratkaisuntekijälle tietoa voimassa olevan normiston ja siihen liittyvien oikeuskulttuurin puheenvuorojen sisällöstä.

Oikeustieteen ja laajemmin myös oikeuden tehtävät ovat siis ainakin kahtaalla. Nämä tehtävät palvelevat sekä tieteellisyyden että käytännön tarpeita. Myös tässä tutkimuksessa on tavoiteltu kummankin tehtävän suorittamista tutkimuksen painottuessa kuitenkin tieteellisyyden tarpeiden täyttämiseen.

Oikeustieteessä ei ole olemassa yhtä yleispäteväksi todettua tai standardisoitua metodisäännöstöä, johon oikeus tutkimuskohteena voitaisiin sovittaa ja jota seuraamalla tutkimuskohteesta tuotettaisiin luotettavaa tieteellistä tietoa. Oikeustieteessä täsmennetään vain harvoin, mitä metodikäsitteellä tosiasiallisesti tarkoitetaan.<sup>30</sup> Oikeustieteessä ei ole olemassa yhtä oikeaa tietä, jota seuraamalla päädyttäisiin oikeaan lopputulokseen.

Tässä tutkimuksessa on käytetty hyväksi useampia metodeja. Ratkaisu on ollut tältä osin *metodisen pluralismin* mukainen. Metodinen pluralismi merkitsee tutkimuksen metodista moninaisuutta ja moniarvoisuutta, jota on pidetty yleisesti tutkimuksen kannalta positiivisena lähestymistapana.<sup>31</sup>

Tämä tutkimus on arvopaperimarkkinaoikeuden alueelle yleisesti ja sisäpiirinsäätelyn alueelle erityisesti sijoittuva lainopillinen tutkimus, jossa systematisoidaan ja tulkitaan keskeistä tutkimusaiheeseen liittyvää tutkimusaineistoa,

---

*Aarnio* on katsonut, että teoreettiset tarkastelut voidaan kokea ”...hyödyttömiksi, eräissä tapauksissa peräti totunnaisia ajatustaipumuksia sekoittavaksi askarteluksi”. Ks. *Aarnio* 1978, s. 12.

<sup>29</sup> *Tuori* 2000a, s. 160–162, 304.

<sup>30</sup> *Aarnio* 2011, s. 12. *Kankaan* mukaan oikeustiede on mielen ja kielen tiedettä, jolle on ominaista joustava monimetodisuus ja jossa tutkimusmenetelmiä ei lukita lopullisesti tutkimusta aloitettaessa. Tutkimuksenteossa avautuvat uudet näkökulmat oikeuteen ja oikeudellisten ilmiöiden havainnoimiseen synnyttävät virikkeitä, jotka vaikuttavat käytettäviin tutkimusmenetelmiin. Ks. *Kangas* 1997a, s. 91. *Aarnion* mukaan säädösten tulkinta tai normien soveltaminen käytännössä ei ole mekaaninen yksikäsitteisiä sääntöjä noudattava prosessi. Sen sijaan se on harkintaa ja punnintaa. Oikeustieteen metodi on *näkökulma oikeuteen*. Ks. *Aarnio* 2006, s. 237. Kreikan kielen sanalla *metodi* tarkoitetaan tietä, joka vie päämäärään. Ks. *Kvale* 1996, s. 4.

<sup>31</sup> *Hirvonen* 2011, s. 9. *Laaksovirran* mukaan vain kapeisiin metodologisiin lähtökohtiin perustuva tieteen metodologia johdattaa helposti myös käytännön tutkimustyötä ”näkemään metsässä vain oman leimikon”. Ks. *Laaksovirta* 1985, s. 36. Näkemys tukee monipuolisemman metodivalikoiman käyttämistä oikeustieteellisessä tutkimuksessa.

mikä on yleisen käsityksen mukaan lainopillisen tutkimuksen tarkoitus.<sup>32</sup> Tutkimuksessa systematisointi ja tulkinta tapahtuvat useamman oikeudenalan leikkauspisteessä.

Lainopillinen lähestymistapa liittyy tässä tutkimuksessa erityisesti perinteisen arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon määritelmän ja sisäpiirintiedon syntyminen täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten arviointiin. Tässä tutkimuksessa esitetään systematisoitu kannanotto siihen, mikä on voimassa olevan oikeuden näkemys sisäpiirintiedon syntymisestä. Tältä osin tutkimuksessa on kysymys vallitsevan lainopillisesta tutkimuksesta. Vallitsevassa lainopissa omaksetaan tuomarin näkökulma oikeuteen ja tuotetaan oikeudellisia systematisointija tulkintakannanottoja, jotka otaksuttavasti vastaavat korkeimpien oikeuksien käsitystä voimassa olevasta oikeudesta.<sup>33</sup>

Lainopissa on kysymys myös siitä, että tutkimuksessa toistetaan aikaisemmin todettuja (ja tutkittuja) normatiivisia totuuksia. *Helin* on todennut, että tutkijan tulee uudistaa ja toistaa tutkimusalansa konstitutiivisia sääntöjä sekä eksplikoida, täsmentää ja parhaassa tapauksessa myös muuntaa näitä sääntöjä. Säännön toistaminen on arvokasta, koska säännön olemassaolo tarkoittaa alakohtaisen eliitin suhteellista yksimielisyyttä, joka on johdettavissa kirjallisista lähteistä.<sup>34</sup> Säännön toistaminen ei saa kuitenkaan johtaa siihen, ettei lainopissa huomioitaisi muuttuneita olosuhteita esimerkiksi yhteiskunnassa, sääntelyn kohteena olevassa toimintaympäristössä tai sääntely-ympäristössä yleisemmin.

Lainopissa ei kuitenkaan tarvitse esittää ainoastaan näkemystä tai väitettä voimassa olevan oikeusjärjestyksen sisällöstä, koska esimerkiksi *Niiniluodon* mukaan lainopissa on käytettävissä kolme erilaista vaihtoehtoa. Lainoppi voi olla (i) *normikuvaus*, joka on tosi tai epätosi väite oikeusjärjestyksen sisällöstä, (ii) *normiväite*, joka viittaa siihen, mikä rationaalisesti tulisi hyväksyä oikeusjärjestyksessä ja (iii) *normisuositus*, joka on ehdotus siitä, mitä pitäisi lisätä oikeusjärjestykseen tai poistaa siitä.<sup>35</sup> Esitetyn jaottelun mukaisesti tämä tutkimus painottuu

<sup>32</sup> Ks. esimerkiksi *Linna* 1987, s. 1; *Kultalahti* 1990, s. 74–75, 98–104; *Makkonen* 1998, s. 2. Lainopista yleisemmin ks. esimerkiksi *Aarnio* 1978, s. 52–57.

<sup>33</sup> Ks. *Siltala* 2001, s. 121–124. Tältä osin kysymys on myös käytännöllisen lainopin piiriin kuuluvasta tutkimuksesta. Ks. muun muassa *Aarnio* 1989a, s. 302; *Siltala* 2003, s. 109–110. *Fränden* mukaan tuomioistuimet luovat päteviä sääntöjä ja periaatteita *tulkitseamalla ja systematisoimalla* voimassa olevaa oikeutta. Ks. *Frände* 2005, s. 50.

<sup>34</sup> *Kaisto* 2005a, s. 344; *Helin* 1998, s. 1035. *Helinin* mukaan tarvitaan tradition kannattelemista ja sen vahvistamista, että jokin sääntö on yhä voimassa olevaa oikeutta. Siksi suuri osa lainopillisten tutkimusten sisällöstä on sen *toistamista*, mitä muut ovat aikaisemmin sanoneet. Tämän tradition päälle voi *Helinin* mukaan ”sitten rakentaa vähän omaa”.

<sup>35</sup> *Niiniluoto* 1999, s. 369; *Kaisto* 2005a, s. 345.



selvimmin vaihtoehtojen (ii) (normiväite) ja (iii) (normisuositus) välimaaston mukaiseen lainoppiin.

Sisäpiirinsääntelyn ja sisäpiirintiedon syntymisen jäsentäminen uuteen varallisuus oikeudelliseen teoriaan, perusoikeusnäkökulmien laajempi huomioiminen markkinaosapuolten toiminnassa sekä sisäpiirinsääntelyn arvioiminen laaja-alaisena kokonaisuutena tähtäävät uuden näkökulman esille nostamiseen ja laajempialaiseen tulkintaan arvioitaessa sitä, milloin sisäpiirintieto syntyy. Tutkimuksessa omaksutun laajempialaisen ja monipuolisemman metodin avulla pyritään täydentämään ja rikastamaan vallitsevan lainopillisen metodin perusteella saavutettua yksipuolisempaa näkemystä sisäpiirintiedon syntymisestä.

Lainopillisen tutkimussuuntauksen toisena äärireunana on usein *de lege ferenda* -tutkimus, jolla pyritään esittämään uutta lainsäädäntöä tutkimuskohteen alueelle. Tätä päämäärää ei tässä tutkimuksessa tavoitella. Lainopillisen tutkimuksen ja *de lege ferenda* -tutkimuksen välimuotona voidaan pitää *de sententia ferenda* -tutkimusta, jossa pyritään esittämään lainsoveltajalle tarkoituksenmukaisia tapoja tulkita voimassa olevaa oikeutta. *De sententia ferenda* -tutkimus eroaa puhtaasta lainopillisesta tutkimuksesta siten, ettei tutkittavana olevassa oikeustilassa ole mitään tarkasti yksilöitävää sisältöä, mikä olisi selvitettävissä lain huolellisella tulkinnalla. Tällöin tutkimuksen kohteena on se, että oikeustilaa voidaan tulkita hyväksyttävällä tavalla eri tavoin, mutta tutkijan tehtävänä olisi löytää *tarkoituksenmukaisin* tulkintavaihtoehto. *De sententia ferenda* -tutkimus soveltuu oikeudellisiin substanssikysymyksiin, joista kirjoitetussa laissa tai muissa velvoittavissa oikeuslähteissä ei ole osoitettavissa ainakaan kovin tarkkarajaisia vaatimuksia lain soveltajalle, vaan joissa lain soveltaja joutuu ottamaan huomioon eri suuntaan vaikuttavia oikeusperiaatteita, vertailukohtia ja reaalisia argumentteja.<sup>36</sup>

*De sententia ferenda* -tutkimusmetodi soveltuu myös tämän tutkimuksen vaihtoehtoiseksi, perinteisempää lainopillista metodologiaa täydentäväksi lähestymistavaksi. Erityisesti sisäpiirinsääntelyn moniportaisuuden, perusoikeusnäkökohtien ja uuden varallisuus oikeudellisen teorian kytkeminen perinteiseen sisäpiirinsääntelyyn ja sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien näkökohtien systematisointiin sekä tämän perusteella tehtävät tulkinnat sisäpiirintiedon syntymisestä tähtäävät juuri tarkoituksenmukaisimman tulkintavaihtoehdon löytämiseen ja jäsentämiseen.

Sisäpiirintiedon syntymisen systematisointi aikaisemmasta poikkeavalla tavalla muodostuu tämän tutkimuksen keskeisten teemojen erivahvuisen painottamisen kautta. Yksittäisessä tulkintatilanteessa systematisoinnin lopputulos riippuu usein tapauskohtaisista olosuhteista ja siksi kattavien, yleisesti sovelletta-

<sup>36</sup> Ks. myös Norros 2009, s. 11–12.

vien tulkintasuositusten esittäminen asiassa ei ole yksiselitteistä. Tällöin voidaan päätyä myös *argumentaatiota kehittelevään tutkimustapaan*, jossa tutkimuksen pääpaino on ratkaisuun vaikuttavien argumenttien hahmottamisessa sekä niiden keskinäisessä suhteuttamisessa. Argumentaatiota kehittelevässä tutkimusotteessa annetaan yksittäistä tapausta tarkastelevalle tutkijalle käteen ”ratkaisun avaimet”, mutta argumenttien tapauskohtainen painotus ja siten myös tarkasteltavan oikeuskysymyksen lopputulos jäävät lainsoveltajan ratkaistaviksi.<sup>37</sup> Argumentaatiota kehittelevällä tutkimusotteella pyritään korostuneeseen objektiivisyyteen.<sup>38</sup>

Myös argumentaatiota kehittävä tutkimusote soveltuu tämän tutkimuksen yhdeksi metodiksi, koska sisäpiirintiedon syntymistä koskevassa tulkintatilanteessa on pääasiallisesti aina kysymys yksilöllisesti tapahtuvasta tapauskohtaisesta arvioinnista. Tämä tutkimus pyrkii siten tarjoamaan käytettäväksi uusia argumentteja sisäpiirintiedon syntymistä koskevassa tulkintatilanteessa ja yleisemmin oikeustieteellisessä keskustelussa.

## 2.4.1 Tutkimuksen paikantaminen oikeustasoilla

Tutkimuksen tavoitteiden ja valittujen tutkimusmenetelmien arvioimista helpottaa, mikäli tutkimus voidaan edes jollain tarkkuudella paikantaa oikeusjärjestyksen kentässä. Tässä paikantamisessa käytetään avuksi *Tuorin* kehittämää tasotellumallia.<sup>39</sup> Tasotellumallin käyttäminen helpottaa myös aikaisempien sisäpiirintietoa koskevien tutkimusten paikantamista ja suhteuttamista oikeusjärjestykseen sekä vertaamista tähän tutkimukseen verrattuna.

*Tuorin* kriittisen oikeuspositivismin ohjelman keskeisiin lähtökohtiin kuuluu käsitys oikeudesta *monitasoisena normatiivisena ilmiönä*. Tällöin oikeus jaotellaan kolmeen eri tasoon, jotka ovat (i) oikeuden pintataso, (ii) oikeuskulttuurin taso ja (iii) oikeuden syvärakenne.<sup>40</sup> *Oikeuden pintatason* ilmiöihin kuuluvat yksittäiset säädökset, tuomioistuinratkaisut sekä lainopin normi- ja tulkintakan-

<sup>37</sup> *Norros* 2009, s. 12–13.

<sup>38</sup> *Norrgård* 2006, s. 24–25; *Norros* 2009, s. 13 (alaviite 43).

<sup>39</sup> Ks. tasoerotteluun liittyen myös *Aarnio* 2011, s. 21–22, missä esitetään säädösten ymmärtämisen tasoerottelu, joka rakentuu neljälle tasolle (säädökset, systeemi, sisältö ja perusta), joista kaksi ensimmäistä tasoa vastaavat kysymykseen ”mitä” ja kaksi jälkimmäistä tasoa vastaavat kysymykseen ”miksi”. *Aarnion* perustataso vastaa *Tuorin* oikeuskulttuuritasoa. Perusta- ja oikeuskulttuuritasot avaavat syvimmässä mielessä kanavan oikeuden ymmärtämiseen.

<sup>40</sup> *Tuori* on käsitellyt oikeutta monitasoisena ilmiönä jo vuonna 1983 julkaistussa väitöskirjassaan, jossa hän kutsui oikeuden pintatasoa *lakimuodoksi*, oikeuskulttuuria *oikeusideologiaksi* ja oikeuden syvärakennetta *oikeusmuodoksi*. Ks. *Tuori* 1983, s. 74–77; ks. myös *Tuori* 1990, s. 27; *Iiveskivi* 1998, s. 34. *Aarnion* mukaan *Tuorin* tasomallit ovat *argumentaatioteorian lähtökohtia*. Ks. *Aarnio* 2002, s. 518.

nanotot. *Oikeuskulttuuri* muodostuu kansalaisten yleisestä oikeuskulttuurista eriytyneestä lakimiesten ammatillisesta asiantuntija- ja eliittikulttuurista, johon kuuluvat eri oikeudenalojen yleiset opit, peruskäsitteet ja yleiset periaatteet sekä metodisina ainesosina oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa ja oikeusnormien tulkinnassa käytettävät argumentaatiomallit ja oikeusnormien tulkintastandardit. *Oikeuden syvärakenteen* muodostavat oikeustyyppin perustavat oikeuskategoriat ja oikeustyyppiä määrittävä rationaalisuustyyppi. Syvärakenteen ilmiöihin kuuluvat myös perus- ja ihmisoikeudet normatiivisina ideoina, jotka ovat sedimentoituneet oikeuden syvärakenteeseen viime vuosisatojen valtiosääntökäytäntöjen ja nykyisten ihmisoikeussopimusten sekä niiden valvontakäytännön tuloksena.<sup>41</sup>

Kun lainkäyttäjät ratkaisee rutiinijutun, ratkaisun tekemiseksi riittää usein oikeuden pintatason diskursiivinen tieto, vaikka ratkaisua tehtäessä tukeuduttai-siinkin tosiasiallisesti oikeuskulttuuriin ja oikeuden syvärakenteeseen. Näitä syvempiä tasoja koskevaa tietoa ei kuitenkaan rutiinijuttua ratkaistaessa tarvitse saattaa diskursiiviseen muotoon. Vaikeammassa jutussa pintatason diskursiiviseen tietoon nojautuminen ei riitä. Tällöin lainkäyttäjän on avattava oikeuden pintatasoon nähden syvempiä oikeuskulttuuriin ja oikeuden syvärakenteeseen kuuluvia kerrostumia ja muunnettava niitä koskeva praktinen tieto diskursiiviseksi. *Tuorin* mukaan oikeuden kerrostuneisuuden näkökulmasta oikeusjuttujen vaikeusaste riippuu oikeuden pinnanalaisten tasojen tematisoimistarpeesta.<sup>42</sup>

Sisäpiirintiedon syntymiseen liittyviä kysymyksiä, sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia rikosasioita sekä yleisemmin arvopaperimarkkinarikosasioita on pidetty yleisesti vaikeina ratkaista, tai ainakaan niitä ei niiden vähäisen esiintyvyydenkään vuoksi voida pitää ”rutiinijuttuina” tuomioistuimessa. Arvopaperimarkkinaoikeuden pintataso on jäänyt siksi väistämättä ohueksi. Tällöin sisäpiirintiedon syntymistä koskevien kysymysten, sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosasioiden ja yleisemmin arvopaperimarkkinarikosasioiden ratkaisemiseksi tarvittavaa praktista tietovarantoa on muunnettava oikeuskulttuurin ja oikeuden syvärakenteen kerroksista diskursiiviseksi pintatasolla käytettäväksi tiedoksi. Tämä tutkimus pyrkii osaltaan avaamaan näkökulmia oikeuden pintatasoa syvempiin kerrostumiin.

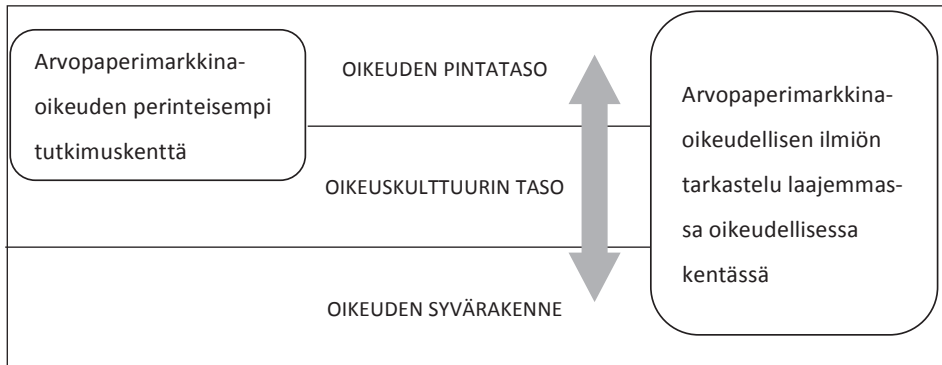
*Tuorin* tasottelumalliin suhteutettuna on havaittavissa, että sisäpiirintietoa koskeva oikeustieteellinen tutkimus on aikaisemmin keskittynyt pääasiassa oikeuden pintatason ilmiöiden selvittämiseen perinteiseksi mielletyn lainopin normi- ja tulkintakannanottojen avulla. Vastaava havainto koskee myös tämän tutkimuksen osa-aluetta, joka systematisoi sisäpiirintiedon syntymisen täsmällisyys- ja olennaisuusedellytyksiä perinteiseksi mielletyn metodin mukaisesti. Sen si-

<sup>41</sup> *Tuori* 2000a, s. 171, 179, 185–186, 202, 208, 213; *Ilveskivi* 1998, s. 34.

<sup>42</sup> *Tuori* 2000a, s. 171, erityisesti s. 214; *Hakamies* 2012, s. 72–73.

jaan siltä osin kuin tässä tutkimuksessa arvioidaan esimerkiksi oikeusperiaatteiden merkitystä sisäpiirinsäätelyn osana ja analysoidaan perusoikeuksien merkitystä arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä sekä testataan uuden varallisuusoi-keudellisen perusoikeusvärittynen teorian sovellettavuutta sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvässä tulkinnassa, siirtymään selvästi oikeuden pintatasolta kohti oikeuden syvempiä kerroksia.

Tässä tutkimuksessa sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvän tulkinnan teoreet-tista painopistettä siirretään oikeuden pintatasolta kohti oikeuden syvärakenteita siten, että tutkimus kohdentuu näiden tasojen välille, pääasiassa oikeuskulttuurin alueelle. Oikeuskulttuuritason sisällä tutkimus hakee paikkaansa sekä syvära-keen että pintatason rajapinnoista. Tutkimuksen tarkoituksena on välittää nä-kemyksiä oikeuden syvemmiltä tasoilta oikeuden pintatasoa kohti, mikä mah-dollistaisi pintatason tulkintakannanotoissa rikkaamman ja täydellisemmän nä-kemyksen sisäpiirintiedon syntymisestä.<sup>43</sup>



**Kuvio 3.** Tutkimuksen asemoiminen oikeustasoille.

Kuvio hahmottaa tämän tutkimuksen sijoittumista oikeustasoille. Tutkimuksessa siirrytään oikeuden pintatason ilmiön arvioinnista kohti oikeuden syvempiä ra-keiteita. Siirtymä tapahtuu tutkimuksen pääjaksoissa kuvattujen teemojen avul-la. Siirtymä on samalla kaksisuuntaista. Ensinnäkin tutkimuksessa siirrytään oi-keuden pintatason normatiivisen ilmiön selittämisestä ilmiön tarkasteluun erityi-sesti syvemmällä oikeuskulttuurin tasolla. Toisaalta syvempien rakenteiden ele-menttejä liu’utetaan oikeuden pintatasolle arviointi- ja tulkintatyössä käytettä-viksi. On havaittavissa, että arvopaperimarkkinaoikeuden perinteisempi tutki-

<sup>43</sup> Tasottelumallien eri tasoja välittävistä suhteista ks. esimerkiksi *Ilveskivi* 1998, s. 35; *Tuori* 1997a, s. 321–324; *Tuori* 2000a, s. 217–233.

muskenttä sijoittuu kattavammin oikeuden pintatasolle kuvaamalla pääasiassa voimassa olevan normiston sisältöä. Tällöin syvempien tasojen oikeusideologiat voivat kuitenkin jäädä vaillinaisesti huomioituiksi eikä tarkastelun kohteena olevasta ilmiöstä voida muodostaa oikeudellisesti kattavaa kokonaiskuvaa.

## 2.4.2 Arvopaperimarkkinaoikeuden monopolvinen oikeuslähdeoppi

Arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden ymmärtämistä vaikeuttaa arvopaperimarkkinoiden ja sisäpiirinsääntelyn mekaniikka, joka muodostuu pääasiassa (i) lainsäädännöstä, (ii) markkinaosapuolten itsesääntelystä, (iii) valvontaviranomaisen asettamasta ei-laintasoisesta sääntelystä sekä (iv) tuomioistuintratkaistuista. Myös (v) Euroopan unionin sääntelyllä ja (vi) Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaistuilla on tärkeä asema kansallisen arvopaperimarkkinaoikeudellisen normiston sisällön tulkinnassa. Lisäksi tulkinta-apuna käytetään (vii) oikeustieteen kannanottoja. On havaittavissa, että vastauksia arvopaperimarkkinaoikeudellisiin kysymyksiin on etsittävässä useista eritasoisista lähteistä, joiden tarjoamat ratkaisuperusteet eivät aina ole keskenään johdonmukaisia tai yksiselitteisiä. Lisäksi oikeuslähteitä voidaan käyttää arvioitsijan asemasta ja intresseistä riippuen eri painotuksin ja erilaisessa etusijajärjestyksessä.

Esimerkiksi pörssin kurinpitomenettelyssä voidaan painottaa itsesääntelynormistoa, kun taas tuomioistuinmenettelyssä lainsäädännöllä, lain esitöillä ja prejudikaateilla on keskeinen painoarvo. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa rikosoikeudellisessa ratkaisutoiminnassa (kirjoitetulla) lailla on keskeisin merkitys oikeuslähteenä.

Edellä mainittujen oikeuslähteiden (i)–(vii) lisäksi myös *perusoikeudet* on huomioitava arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tulkintatilanteessa. Perusoikeuksia voidaan tässä tarkoituksessa arvioida joko muodollisesti tai sisällöllisesti. Muodollisessa arvioinnissa painotetaan perusoikeussäännösten sanamuotoa ja niiden muodollista asemaa. *Sisällöllisessä arvioinnissa painotetaan puolestaan perusoikeuksien koko oikeusjärjestelmän legitimoivaa ideologista lähtökohtaa.* Tällöin perusoikeudet olisivat ikään kuin koko oikeusjärjestyksen yleisiä oppeja (ja oikeusperiaatteita), joita ei tule rajata normi- tai argumentaatiolähteinä tavanomaisen lainsoveltamisen ulkopuolelle. Teoreettisen lainopin piirissä harjoitettussa systematisoinnissa perusoikeuksilla ja oikeudenalakohtaisilla oikeusperiaatteilla voi olla huomattavaa merkitystä.<sup>44</sup> Oikeudellisesti kiperät tapaukset ovat viime kädessä aina ratkaistavissa oikeusperiaatteiden avulla.<sup>45</sup>

<sup>44</sup> Nuotio 2004, s. 1269–1270.

<sup>45</sup> Pöyhönen 1988a, s. 31.

Arvopaperimarkkinaoikeuden monopolvinen sääntelytapa ja siitä johdettavissa oleva oikeuslähdeoppi noudattavat Suomessa myös muilla oikeudenaloilla havaittavissa olevaa oikeuslähteiden polysentristä kehityssuuntausta. Tämän kehityssuuntauksen mukaisesti käytettävissä ei ole enää vain yhtä yhtenäistä oikeuslähdeoppia vaan monia erilaisia oikeuslähdeoppeja siitä riippuen, kenen kannalta asiaa tarkastellaan. *Karhun* mukaan oikeuslähteiden polysentrisyyden ajatus on tapa säilyttää oikeuslähdeopin normatiivisuus mutta silti tunnistaa muuttuva yhteiskunnallinen todellisuus.<sup>46</sup> Oikeuslähdeopin polysentrisyys on kuitenkin ollut havaittavissa (jo) 1980-luvulta alkaen oikeuslähdeoppien hajautuessa eri oikeudenaloilla eri sisältöisiksi. Yhtenäisen oikeuslähdeopin sijaan voidaan siksi nykyisin perustellusti puhua ongelma-, oikeusala- tai tilannekohtaisesta oikeuslähdeopista.<sup>47</sup>

Polysenttrinen oikeuslähdeoppi vastaa kehittyneesti nykyaikaisen vaihdantayhteiskunnan haasteeseen tosielämän dynaamisten tarpeiden huomioimiseksi.<sup>48</sup> Erityisesti arvopaperimarkkinoiden toiminnan, toimintatapojen ja toimintaympäristön kehitys on ollut merkittävästi säädöskehitystä nopeampaa, mikä osaltaan oikeuttaa uusien ja vaihtoehtoisten oikeuslähdeoppien hyväksikäyttämisen – ja myös edellyttää sitä – oikeita ja oikeudenmukaisia ratkaisuja sekä tulkintatapoja etsittäessä. Tällöin myös sisäpiirintiedon syntymiseen ja sen tulkintaan on haettavissa tulkinta-apua arvopaperimarkkinallain ulkopuolisista oikeuslähteistä.

Argumentaatioperusteena käytettävien oikeuslähteiden on oltava hyväksytyjä. Normin on oltava muodollisesti voimassa, tehokas ja hyväksyttävä. Niin sanottujen aineellisten oikeuslähteiden, jotka ovat laille alisteisia, käyttämisen edellytyksenä on niiden rationaalinen hyväksyttävyyys. Rationaalinen hyväksyttävyyys on puolestaan yhdistettävissä aineellisten oikeuslähteiden institutionaaliseen tukeen. Tällöin oikeuslähteen on oltava vähintään kyseisen oikeudenalan yhteiskunnallisen asiantuntijakollektiivin tukema lähde. Viime kädessä tämä kollektiivi määrittelee itse oman oikeuslähdeoppinsa, mikä ei kuitenkaan tarkoita sitä, ettei tässä määrittelyssä noudatettaisi oikeuslähdeopin yleisesti hyväksytyjä pelisääntöjä.<sup>49</sup> Myös polysentrisen oikeuslähdeopin soveltamisessa on huomioitava, että sen soveltaminen ei saa johtaa esimerkiksi laillisuusperiaatteen, oikeusturvaperiaatteen tai omaisuudensuojanperiaatteen vastaisesti ennakoimattomiin ratkaisuihin.

<sup>46</sup> *Karhu* 2003, s. 806.

<sup>47</sup> *Syrjänen* 2008, s. 207.

<sup>48</sup> Erityisesti eurooppalaistuneesta polysentrisestä oikeuslähdeopista ja oikeudellisesta pluralismista ks. *Husa* 2011, s. 249–271. *Toimintateoreettisesta näkökulmasta* oikeuslähdeoppiin ks. esimerkiksi *Nuotio* 2004, s. 1273–1274; ks. kattavasti aiheesta *H. Tolonen* 2003.

<sup>49</sup> Ks. samansuuntaisesti *Virtanen* 2004, s. 1053–1054.

### 2.4.3 Keskeinen lähdeaineisto

Tutkimuksessa jäsennetään keskeisesti (i) arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n sisältöä. Lainkohta koskee *sisäpiirintiedon määritelmää*. Lisäksi tutkimuksessa arvioidaan (ii) arvopaperimarkkinalain 14 luvun 2 §:n sisältöä, joka sisältää *sisäpiirintiedon ilmaisu- ja käyttökiellon* sekä tähän liittyen (iii) rikoslain 51 luvun 1 §:n sisältöä *sisäpiirintiedon väärinkäytön* rangaistussäännöksen osalta.<sup>50</sup> Nämä normit muodostavat keskeisen sisäpiirintiedon syntymistä, käyttämistä ja väärinkäyttämistä koskevan normikehikon ja ovat tutkimuksen aineellisen puolen kannalta keskeiset normilähteet.

Myös edellä mainittujen normien (sekä niiden muutosten) taustalla olevat lainvalmisteluasiakirjat kuuluvat tutkimuksen keskeiseen lähdeaineistoon. Tutkimuksen kannalta keskeinen arvopaperimarkkinaoikeutta koskeva lainvalmisteluasiakirja on 1.1.2013 voimaan tullutta uutta arvopaperimarkkinalakia koskeva hallituksen esitys HE 32/2012 vp sekä aikaisemmin voimassa olleen vanhan arvopaperimarkkinalain ja sen muutosten sisäpiirintietoa ja sisäpiirintiedon käyttämistä koskevien säädösten esityöt. Voimassa olevan arvopaperimarkkinalain esitöihin on yhdistetty kattavasti aikaisemmin voimassa olleiden, sisäpiirintietoa koskeneiden normien esitöiden tausta-ajatuksia. Tutkimuksen talousrikosoikeuteen kytkeytyvän jakson ja yleisemmin rikoslainopin osalta tärkeänä lähteenä on hallituksen esitys rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi HE 44/2002 vp.

Tutkimuksen kannalta keskeinen perusoikeusnormi on rikosoikeudellisesta laillisuusperiaatteesta säättävä perustuslain 8 §:n sekä siihen kytköksissä oleva, myös laillisuusperiaatetta määrittävä rikoslain 3 luvun 1 §. Tutkimuksessa arvioidaan lisäksi perustuslain 21 §:n ja Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan takaamia oikeusturvan ja oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin periaatteita. Perusoikeuksiin liittyvä keskeinen lainvalmisteluasiakirja on hallituksen esitys perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta HE 309/1993 vp.

Tutkimuksessa arvioidaan Euroopan unionin voimassa olevaa sääntelyä sekä vireillä olevia säädöshankkeita siltä osin kuin ne liittyvät tutkimusaiheeseen. Tutkimuksen kannalta keskeisiä voimassa olevia Euroopan unionin taseoisia normeja ovat *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003 ja *Määritelmädirektiivi* 2003. Vireillä olevien Euroopan unionin säädöshankkeiden osalta tutkimuksessa huomioidaan erityisesti *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011 ja *Seuraamusdirektiiviehdotus* 2011. Tutkimuksessa selvitetään myös edellä mainittu-

<sup>50</sup> Valitusta oikeusteoreettisesta lähestymistavasta riippumatta *normit* ovat yksi nykyaikaisen oikeuden metafysisistä lähtökohdista. Normit ovat oikeuden atomeja, joiden varaan koko oikeudellinen ajattelu rakentuu. Ks. *M. Viljanen* 2012, s. 269.

jen Euroopan unionin säädösten tausta-asiakirjoja. Euroopan unionin tasoinen tutkimukseen liittyvä sääntely on huomioitu per 4.12.2013 asti.

*Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:lla sekä sen perusteella annettulla *Määritelmädirektiivi* 2003:lla (sekä näiden normien perusteella annetuilla Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisuuilla) on merkitystä kotimaisten arvopaperimarkkinaoikeudellisten normien tulkintalähteenä. Direktiivien tulkintavaikutuksen periaate edellyttää, että kansallista lainsäädäntöä tulkitaan mahdollisimman pitkälle direktiivien sanamuodon ja tarkoituksen mukaisesti.<sup>51</sup> *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003 on arvopaperimarkkinaoikeudellinen direktiivi, jonka perusteella annettujen kansallisten säännösten tulkinnassa on otettava huomioon direktiivin tavoitteet ja sisältö. Tulkintavaikutus saa sitä huomattavamman merkityksen, mitä epätasomallisemmin kansallinen säännös on kirjoitettu ja mitä vähemmän tulkintatukea saadaan lain esitöistä tai oikeuskäytännöstä.<sup>52</sup>

Arvopaperimarkkinain määritelmäsäännöksen mukainen sisäpiirintiedon määritelmä ei ole yksiselitteinen, eivätkä lainvalmisteluasiakirjat tai olemassa oleva oikeuskäytäntö anna juurikaan tulkinta-apua asiassa. Tämä korostaa Euroopan unionin ylikansallisen sääntelyn ja myös sen tausta-arvojen merkitystä kansallisissa arvopaperimarkkinaoikeudellisissa tulkintakysymyksissä. Kansallisia sääntöksiä on seurattu säädökseen SDK 834/2013 per 4.12.2013 asti.

Tutkimuksessa arvioidaan sisäpiirintiedon syntymisen kannalta keskeisen korkeimman oikeuden ennakkoratkaisun KKO 2006:110 lisäksi myös eräitä alioikeustasoisia tuomioita. Tutkimuksessa esitetään tutkimusaiheeseen liittyvä keskeinen Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisukäytäntö.<sup>53</sup> Oikeuskäytäntöä tutkimuksen aihepiiristä on niukasti.<sup>54</sup> Korkein oikeus on antanut tutkimusaiheeseen välittömästi tai välillisesti liittyviä ennakkoratkaisuja ainoastaan neljä kappaletta (edellä mainitun KKO 2006:110 lisäksi KKO 2000:82, KKO 2009:1 ja KKO 2013:53). Edellä mainituista ratkaisuista ainoastaan ennakkoratkaisu KKO 2006:110 liittyy välittömästi tutkimuksen aihepiiriin eli sisäpiirintiedon

<sup>51</sup> Ks. myös *Häyrynen* 2006a, s. 73. Direktiivin tulkintavaikutuksesta kansallisessa oikeudessa yleisemmin ks. esimerkiksi *Pöysti* 1999, s. 188; *Raitio* 2005, s. 81; *Prechal* 2005, s. 55.

<sup>52</sup> *Häyrynen* 2006a, s. 74.

<sup>53</sup> *Spector Photon* jutussa Euroopan unionin tuomioistuin tulkitsi ensimmäisen kerran *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n sisältöä. Aikaisemmat sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisut ovat liittyneet *Sisäpiiridirektiivi* 1989:n tulkintaan. Tältä osin ks. *Grøngaard & Bangin* juttu ja *Georgakiksen* juttu. *Grøngaard & Bangin* jutussa oli kysymys pääasiassa *sisäpiirintiedon ilmaisemisesta*. *Georgakiksen* jutussa oli kysymys pääasiassa *sisäpiirintiedon ja arvopaperin kurssin tukemisen välisestä suhteesta*.

<sup>54</sup> HE 32/2012 vp, s. 70. Ks. samansuuntaisesti myös *Kurenmaa* 2003, s. 11; *Häyrynen* 2006a, s. 10. Muissakaan Pohjoismaissa tutkimusaiheeseen liittyvää oikeuskäytäntöä ei ole runsaasti. Ks. kuitenkin esimerkiksi Ruotsin osalta HD B 455-07 ja HD B 380-11, Norjan osalta HR 2013-1977-A sekä Tanskan osalta jäljempänä esiteltävä HR U.2005.984H.



syntymiseen. Kuitenkin myös pääasiassa arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön täyttymistä arvioivassa ennakkoratkaisussa KKO 2013:53 on otettu kantaa sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksiin. Tutkimusaineistossa huomioitujen alioikeustasoisten tuomioiden sekä syyttämättäjättämispäätösten oikeuslähdeopillinen asema on korkeimman oikeuden antamia ennakkoratkaisuja huomattavasti heikompi.<sup>55</sup> Ne on kuitenkin huomioitu tutkimuksen lähdeaineistona lähinnä arvopaperimarkkinaoikeuden ja siihen liittyvän oikeuskäytännön kehittymisen arvioinnin mahdollistamiseksi.

Tutkimuksen perinteisemmän rikoslainopillisen arvioinnin tueksi on ollut käytettävissä runsaasti korkeimman oikeuden ennakkoratkaisuja. Näiltä osin keskitytään kuitenkin vain tutkimuksen kannalta merkityksellisten ennakkoratkaisujen arvioimiseen. Oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin ja *ne bis in idem*-periaatteen toteutumiseen liittyen korkein oikeus on antanut aikaisempaa ratkaisulinjaa muuttaneita ennakkoratkaisuja, joista erityisesti KKO 2013:59 ja KKO 2013:78 ovat tärkeitä. Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisuja on seurattu ratkaisuun KKO 2013:87 asti. Valitusluparekisterin osalta myönnettyjä valituslupia on seurattu valituslupa VL 2013-124 asti. Valitusluparekisterin perusteella korkein oikeus on myöntänyt runsaasti valituslupia erityisesti *ne bis in idem*-periaatteen arviointiin liittyen vuonna 2013.<sup>56</sup>

Sisäpiirintiedon määritelmää ja syntymistä käsitellään eräissä oikeustieteellisissä väitöstutkimuksissa ja muissa oikeustieteellisissä tutkimuksissa. Sisäpiirintietoa ja sen syntymistä koskevat aikaisemmat oikeustieteelliset tutkimukset ovat pääosin ajalta ennen 1.1.2013 voimaan tullutta uutta arvopaperimarkkinalakia. Uudessa arvopaperimarkkinalaissa ei kuitenkaan ole säädetty vanhasta arvopa-

<sup>55</sup> Alioikeustasoisen oikeuskäytännön ja syyttämättäjättämispäätösten oikeuslähdeopilliseen asemaan on suhtauduttu perustellusti kriittisesti. *Sillanpään* mukaan alioikeuden ratkaisuista ei erityisesti arvopaperimarkkinarikosten osalta voida tehdä juurikaan johtopäätöksiä niiden lainvoimaisuudesta riippumatta, koska usein alioikeudessa tuomitulla vastaajalla ei ole ollut muutoksenhakuintressiä asiassa. Ks. *Sillanpää* 2006, s. 689. Huomio on arvopaperimarkkinarikoksiin liittyen oikeuslähdeopillisesti perusteltu erityisesti niiden alioikeustasoisten ratkaisujen ja syyttämättäjättämispäätösten osalta, jotka on annettu ennen korkeimman oikeuden ennakkoratkaisua KKO 2006:110. Ennakkoratkaisun KKO 2006:110 jälkeen annetuista alioikeustasoisista ratkaisuista on puolestaan ammennettavissa johtopäätöksiä ainakin jossain määrin, koska nämä ratkaisut heijastelevat usein ennakkoratkaisun KKO 2006:110 sisältöä ja siinä esitettyjä tulkintoja. Tällöin on kuitenkin erityisesti kiinnitettävä huomiota siihen, onko alioikeudessa ratkaistavana ollut tapaus ollut keskeisten oikeustosisieikkojen osalta samankaltainen ennakkoratkaisussa KKO 2006:110 arvioidun tapauksen kanssa. Arvopaperimarkkinarikosasiassa ratkaistaviksi tulevat jutut ovat nimittäin oikeustosisiekastoiltaan usein toisistaan huomattavastikin poikkeavia. Lisäksi näyttökysymyksillä ja näytön arvioinnilla yleisemmin on huomattavaa merkitystä arvioitaessa eri juttujen mahdollista samankaltaisuutta. Alioikeustasoisten ratkaisujen ja syyttämättäjättämispäätösten perusteella ei voida tehdä juurikaan johtopäätöksiä voimassa olevan oikeuden sisällöstä.

<sup>56</sup> Ks. esimerkiksi VL 2013-105; VL 2013-101; VL 2013-100; VL 2013-99; VL 2013-98; VL 2013-97; VL 2013-92; VL 2013-91; VL 2013-90.

perimarkkinaalaista poikkeavalla tavalla sisäpiirintiedon määritelmästä, syntymisestä tai sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymisestä. Siksi nämä vanhan arvopaperimarkkinain voimassaoloaikaan sijoittuvat oikeustieteen kannanotot ovat tämän tutkimuksen kannalta yhä merkityksellisiä.

Tutkimuksen keskeisen aihepiirin, sisäpiirintiedon syntymisen, kannalta tärkeässä asemassa ovat *Kurenmaan* väitöstutkimus vuodelta 2003, *Annolan* väitöstutkimus vuodelta 2005, *Häyrysen* väitöstutkimus vuodelta 2006 (erityisesti sisäpiirinsääntelyä koskevat jaksot) sekä muut *Häyrysen* aihepiiriä ja arvopaperimarkkinaoikeutta yleisemmin koskevat tutkimukset ja kirjoitukset sekä *Knutsin* sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ja arvopaperimarkkinarikoksia koskeva tutkimus. *Kurenmaa*, *Annola*, *Häyrynen* ja *Knuts* ovat käytännössä hallinneet kotimaista oikeustieteellistä keskustelua sisäpiirintietoa koskevissa oikeudellisissa kysymyksissä, ja siksi heidän tutkimuksiinsa liittyviä viittauksia on tässä tutkimuksessa lukuisia.<sup>57</sup> Tämän tutkimuksen valmistuessa loppuvuonna 2013 julkaistiin *Häyrynen – Kajalan* kattava kommentaariteos uudesta arvopaperimarkkinalaisista.<sup>58</sup> Teoksessa on huomioitu myös sisäpiirintiedon syntymisestä käyty oikeustieteellinen keskustelu ajantasaisesti.

Yleisemmin arvopaperimarkkinaoikeuden alalta tutkimuksen kannalta tärkeitä oikeustieteellisiä tutkimuksia ovat muun muassa *Timosen* väitöstutkimus vuodelta 1997 sekä *Rudangon* tutkimus siviili- ja arvopaperimarkkinaoikeudesta vuodelta 1998. Tutkimuksen kannalta tärkeä tutkimus on myös *Huovisen* vuonna 2004 julkaistu väitöstutkimus arvopaperimarkkinoiden tiedottamiskysymyksiin liittyen sekä *Sillanpään* vuonna 1994 julkaistu väitöstutkimus julkisesta ostotarjouksesta.<sup>59</sup>

Kansainväliseen oikeuskirjallisuuteen tukeudutaan tutkimuksessa soveltuvin osin, mutta tutkimuksen aihepiirin kansallisesta painotuksesta johtuen sen merkitys ei ole tässä tutkimuksessa keskeinen. Toisaalta eri sääntelymuotojen arvioinnissa nojaututaan jossain määrin myös kansainväliseen oikeustieteelliseen tutkimukseen.

Perusoikeuksia koskevien kannanottojen osalta tukeudutaan aihetta koskevaan varsin laajaan ja kattavaan perusoikeusuudistuksen jälkeiseen kotimaiseen oikeustieteelliseen tutkimukseen. Keskeisessä asemassa ovat muun muassa *Län-*

<sup>57</sup> Ks. *Kurenmaa* 2003; *Annola* 2005; *Häyrynen* 2006a; *Knuts* 2011a. Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisua KKO 2006:110 on käsitelty erityisesti kirjoituksissa *Annola* 2007 ja *Häyrynen* 2007. On huomattava, että korkeimman oikeuden ennakkoratkaisu KKO 2006:110 ei ole ollut käytettävissä *Kurenmaan*, *Annolan* ja *Häyrysen* väitöstutkimusten laatimisen ja julkaisemisen aikana eikä näissä tutkimuksissa ole siten voitu huomioida korkeimman oikeuden linjauksia esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymiseen liittyen.

<sup>58</sup> *Häyrynen – Kajala* 2013.

<sup>59</sup> *Timonen* 1997; *Rudanko* 1998; *Huovinen* 2004; *Sillanpää* 1994.

*sinevan* ja *V-P. Viljasen* tutkimukset. Tutkimuksen talousrikosoikeudellisen teeman osalta *Fränden, Melanderin, Tapanin* sekä *Nuotion* tutkimukset sekä muut oikeustieteelliset kirjoitukset ovat tärkeitä.<sup>60</sup>

Tutkimukseen liittyvä varallisuusosoikeudellinen arviointi perustuu pääasiassa *Karhun* uuteen varallisuusosoikeudelliseen teoriaan. Tältä osin tutkimuksen keskeisenä lähteenä on *Karhun* vuonna 2000 julkaistu tutkimus sekä muu uutta varallisuusosoikeudellista teoriaa koskeva oikeustieteellinen tutkimus myös siltä osin kuin teoriaa on käsitelty kriittisesti. Tutkimuksen oikeusteoreettinen kehys rakentuu pääasiassa *Tuorin* ja *Siltalan* laajan tuotannon varaan.

Siltä osin kuin tutkimuksessa on viitattu *asiantuntijalausuntoihin*, on huomattava, ettei niitä ole tarkoitettu tieteellisiksi tutkimuksiksi. *Yleisesti asiantuntijalausunnot mielletään niiden pyytäjien puolesta laadituiksi asiamieskirjoituksiksi*. Tutkimuksessa asiantuntijalausuntojen on ymmärrettävä edustavan vain tiettyä näkökantaa lausunnon kohteena olevasta asiasta, eikä tätä näkökantaa ole tarkoitettu oikeustieteen objektiiviseksi kannanotoksi käsitelystä asiasta. Asiantuntijalausuntoja voidaan kuvata erääksi *näkökulmaksi* lausunnon kohteena olevasta asiasta. Asiantuntijalausunnot on otettu tutkimuksen lähdeaineiston osaksi arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten ongelmallisuuden ja tulkinnallisuuden osoittamiseksi.

Tutkimuksen lähteiksi on lähdeluettelossa merkitty myös ne toimitetut teokset, joihin tutkimuksessa viitattu artikkeli tai kirjoitus on sisältynyt.

---

<sup>60</sup> Ks. esimerkiksi *Länsineva* 2002; *V-P. Viljanen* 2001; *Frände* 2012; *Melander* 2008; *Tapani* 2004; *Nuotio* 1998b.

---

### 3 Rajaukset

Tutkimus keskittyy käsittelemään sisäpiirintiedon syntymistä. Sisäpiirintiedon syntymiseen liittyy erityisesti arvopaperimarkkinallain määritelmäsäännöksen tarkoittamien sisäpiirintiedon *täsmällisyys-* ja *olennaisuusedellytysten* täyttymisen arviointi. Tarkastelun ulkopuolelle jäävät tässä tutkimuksessa määritelmäsäännöksen tarkoittamien *rahoitusvälineen, säännellyn markkinan ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän* määritelmien analysointi suhteessa sisäpiirintiedon syntymiseen. Tarkemman arvioinnin ulkopuolelle jää myös sisäpiirintiedon määritelmään kuuluvan *tiedon julkistamattomuusvaatimuksen* tarkastelu.

Sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvät tulkintaongelmat konkretisoituvat usein *hanketilanteessa*. Tällöin on merkityksellistä arvioida käsillä olevan tiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymistä ja suhteuttaa tämä arviointi tulevaisuudessa (mahdollisesti) tapahtuvaan seikkaan tai olosuhteeseen. Tutkimuksessa olisi voitu perustellusti keskittyä yksinomaisesti sisäpiirintiedon syntymisedellytysten arviointiin vain hanketilanteen näkökulmasta arvioituna. Tutkimuksessa avataan kuitenkin sisäpiirintiedon syntymiseen liittyviä useamman oikeudenalan näkökulmia laajemmin ja hanketta käytetään sisäpiirintiedon syntymistä konkretisoivana tyypitapauksena tutkimuksessa esitettävän uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa arvioinnissa.

Tutkimuksessa ei tarkastella liikkeeseenlaskijan *omien osakkeiden hankintaa* eikä niin sanottujen *blokkikauppojen* sisäpiirioikeudellisia, sinänsä huomionarvoisia kysymyksiä.

Erityisesti omien osakkeiden hankkimiseen sekä osakkeen arvovaikutukseen liittyen Tanskan korkeimman oikeuden ratkaisu niin sanotussa *Midtbankin* jutussa on huomionarvoinen. Vuonna 2005 annettu ratkaisu on ensimmäinen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva korkeimman oikeusasteen antama ratkaisu Pohjoismaissa.

Jutussa oli kysymys siitä, että *Midtbank* hankki markkinoilta omia osakkeitaan samanaikaisesti, kun se kävi tuolloin vielä alustavia neuvotteluja yhdistymisestä *Svenska Handelsbankenin* kanssa. Alioikeus tuomitsi *Midtbankin* hallituksen jäsenet sisäpiirintiedon väärinkäytöstä vankeusrangaistuksiin. Muutoksenhakuuomioistuimien hylkäsi kaikki syytteet. Korkein oikeus katsoi, että *yhdistymisneuvottelut olivat muodostuneet sisäpiirintiedoksi*, mutta kyseisessä tapauksessa tätä sisäpiirintietoa ei ollut käytetty ”epärehellisesti” hyötymistarkoituksessa hyväksi ja kysymys oli myös ollut aikaisemmin tehdyn osingonjakopäätöksen täytäntöönpanosta. Korkein oikeus hylkäsi syytteet, vaikka syytetyillä oli ollut hallussaan sisäpiirintietoa, jolla oli arvovaikutus.

Jutussa oli kysymys myös siitä, että *Midtbankin* hallituksen puheenjohtaja oli ostanut itselleen *Midtbankin* osakkeita. Tämä osakekauppa oli kuitenkin tehty aikana, jolloin *Svenska Handelsbanken* oli vasta lähestynyt *Midtbankia* koskien mahdollista yhteistyötä tulevaisuudessa, eikä tällä tiedolla katsottu olleen vaikutusta *Midtbankin* osakkeen arvoon. Siksi myös hallituksen puheenjohtajan syyte hylättiin.<sup>61</sup>

Tutkimuksessa ei käsitellä laajemmin arvopaperimarkkinalain 15 luvussa säädettyjä *hallinnollisia seuraamuksia* eikä arvopaperimarkkinalain 16 luvussa säädettyä *vahingonkorvausjärjestelmää*, vaikka näistä kummankin voitaisiin perustellusti katsoa kuuluvan myös sisäpiirinsääntelyn piiriin erityisesti seuraamusten osalta. Näitä kysymyksiä ei ole kuitenkaan mahdollista käsitellä tämän tutkimuksen puitteissa tarkemmin.

Tutkimuksen ulkopuolelle on rajattu myös sisäpiirintiedon väärinkäyttöringkaksella mahdollisesti saavutetun *rikoshyödyn muodostumiseen ja menetettäväksi tuomitsemiseen* liittyvät kysymykset, vaikka menettämisseuraamuksella on välitön liittymä esimerkiksi markkinaosapuolen varallisuusasemaan ja omaisuuden suojaan. Perusoikeusnäkökulman osalta tutkimuksessa on keskitytty pääasiallisesti perusoikeussäännöksistä laillisuusperiaatteeseen ja oikeusturvan takaavaan perusoikeusnormiin. Perusoikeusnäkökulmat nivoutuvat yhteen arvioitaessa yksittäisten markkinaosapuolten oikeusasemaa suhteessa kollektiiviseen markkinoiden luottamukseen. Lisäksi perusoikeusnäkökulmat korostuvat pääjaksossa VIII uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa arvioinnissa arvopaperimarkkinaoikeudellisen toimintaympäristön tulkintatyövälineenä.

Varallisuus oikeuden osalta tutkimus on rajattu koskemaan ainoastaan *Karhun* uutta varallisuus oikeudellista teoriaa ja sen nelikentän sovellettavuutta sisäpiirintiedon syntymistä arvioitaessa. Näin ollen tutkimuksessa ei selvitetä perinteisemmän varallisuus oikeuden teorioita tai yleisiä oppeja laajemmin kuin mitä tutkimuksen kannalta on tarpeellista.

Tutkimus liittyy osin sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeviin tuomioistuinratkaisuihin eli rikoslainkäyttöön. Rikoslainopillisia näkökohtia arvioidaan tutkimuksen aihepiiriin ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan sääntelyyn liittyen. Tutkimuksen järkevä kokonaisuudesta ei kuitenkaan anna mahdollisuuksia rikosoikeuden ja sen yleisten oppien yksityiskohtaisempaan tai laajempaan erittelemiseen.

---

<sup>61</sup> Tanskan korkein oikeus HR U.2005.984H.

---

## 4 Rakenne

Tutkimus muodostuu yhdeksästä pääjaksosta (pääjaksot I–IX). Tutkimus rakentuu yleisestä erityiseen -periaatteen mukaisesti siten, että jaksossa I esitellään *tutkimuskohde sekä tutkimuksen teoreettinen lähestymistapa*. Jaksossa annetaan kokonaiskuva tutkimuksesta ja niistä metodeista, joilla tutkimuskohdetta lähestytään. Jakso I toimii tutkimuksen johdantojaksona ja teoreettisena viitekehysenä tutkimuksen myöhemmille jaksoille.

Jaksossa II käsitellään *arvopaperimarkkinoiden toimintaa* arvopaperimarkkinoiden ja sisäpiirinsäätelyn näkökulmasta. Tutkimuksen kohteena on tältä osin sisäpiirinsäätelyn merkitys ja vaikutus arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Samalla määritellään tehokkaat markkinat, markkinoiden luottamus sekä arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja nimenomaisesti sisäpiirinsäätelyn ja arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta. Nämä arvopaperimarkkinoiden toimintaan keskeisesti liittyvät, usein taloustieteellisiksi mielletyt ilmiöt ovat tärkeässä asemassa arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymistä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä. Lisäksi jaksossa esitetään vaihtoehtoinen ja täydentävä näkökulma traditionaalisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä tulkittaessa käytetylle oikeustaloustieteelliselle metodille. Jakso II taustoittaa tutkimusta yleisellä tasolla ja avartaa lisää teoreettisia näkökulmia käsitellessä arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä.

Jaksossa III käsitellään *talousrikosten ja arvopaperimarkkinarikosten keskinäistä yhteyttä*. Sisäpiirintiedon syntyminen kytkeytyy keskeisesti rikoslain 51 luvun sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivan normin tulkintaan. Aikaisemmissa tutkimuksissa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ei ole arvioitu laajemmin talousrikollisuuden osana. Talousrikollisuuteen ja sen säätelyn tulkintaan liittyy kuitenkin tärkeitä näkökohtia, jotka on huomioitava sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa rikosoikeudellisessa tulkinnassa.

Jaksossa IV käsitellään *oikeusperiaatteita sekä erityisesti arvopaperimarkkinoiden periaatepohjaista sääntelytapaa*. Jaksossa analysoidaan oikeusperiaatteiden merkitystä erityisesti sisäpiirinsäätelyn taustavaikuttimina. Vaikka arvopaperimarkkinoiden sääntely on kansallisesti ja kansainvälisesti järjestetty perinteisesti osin periaatepohjaisesti, ei oikeusperiaatteiden oikeudellista asemaa ja merkitystä ole riittävästi tiedostettu arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa. Oikeusperiaatteet pitää ottaa arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa vakavasti. Vakavasti ottaminen edellyttää sitä, että oikeusperiaatteet ja niiden käyttömahdollisuudet on pystyttävä tunnistamaan. Oikeusperiaatteiden käyttömahdollisuudet korostuvat teleologisessa laintulkintatilanteessa.

Tulkintaetuoikeutta ei ole aina perusteltua myöntää yksipuolisesti markkinoiden luottamusta tai taloustieteellistä tehokkuusargumenttia korostavan periaatteen eduksi. Myös markkinaosapuolten yksilöllisemmät oikeudet, perustellut oikeusturvaodotukset sekä niitä suojaavat oikeusperiaatteet on huomioitava asianmukaisesti ja tasapuolisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tulkintatilanteessa. Oikeusperiaatteet niveltävät arvopaperimarkkinaoikeudellisen arvioinnin myös perusoikeuskenttään.

Jaksossa V esitetään *sisäpiirinsääntelyyn liittyviä perusoikeusnäkökohtia sekä hahmotetaan arvopaperimarkkinoiden sääntelyä perusoikeuskentässä*. Tutkimuksen perusoikeusnäkökulmaa kehitetään yksipuolisesta markkinoiden suojeleobjektin eli luottamuksen suojaamisesta markkinaosapuolten laajemman suojaamisen suuntaan. Perusoikeudet kuuluvat kaikille markkinaosapuolille tasapuolisesti, ja myös markkinaosapuolia on suojattava arvopaperimarkkinoilla. Aikaisemmissa tutkimuksissa laajemmat perusoikeuskysymykset on pääasiassa sivuutettu. Tässäkään tutkimuksessa ei perusoikeuskenttään pureuduta kaikilta osin yksityiskohtaisesti, mutta perusoikeusnäkökulmaa laajennetaan merkittävästi arvopaperimarkkinoiden sääntelymekaniikan osana ja tulkinta-apuvälineenä. Yksittäisten perusoikeuksien osalta arvioidaan perustuslain 8 §:n mukaista laillisuusperiaatetta ja perustuslain 21 §:n mukaista oikeusturvan ja oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin periaatetta. Laillisuusperiaatteen arvioiminen tapahtuu jaksossa pääasiassa täsmällisyyden ja ennakoitavuuden vaatimusten arvioimisen perusteella. Oikeusturvan ja oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin periaatetta arvioidaan itsekriminointisuojan ja *ne bis in idem* -periaatteen näkökulmista. Jaksossa esitetyt perusoikeusnäkökohdat toimivat osaltaan yleisempänä johdantona jaksossa VIII esitettävälle, systemaattisesti perusoikeusmyönteisen uuden varallisuus-oikeudellisen teorian testaamiselle sisäpiirintiedon syntymistä arvioitaessa.

Jaksossa VI käsitellään *itsesääntelyä yleisesti sekä arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyä yksityiskohtaisemmin*. Arvopaperimarkkinoiden sääntely rakentuu periaatepohjaisen normisääntelyn lisäksi itsesääntelylle. Itsesääntely on kansallisesti ja kansainvälisesti käytetty arvopaperimarkkinoiden sääntelykeino. Itsesääntelyn asema ja merkitys ovat kuitenkin jääneet Suomessa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä epäselviksi, eikä itsesääntelyä ole mielletty ainkaan keskeiseksi ratkaisulähteeksi arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa. Jaksossa analysoidaan itsesääntelyn merkitystä arvopaperimarkkinoiden sääntelyn osana. Tutkimuksessa pyritään aikaisempia tutkimuksia syvällisempään analyysiin itsesääntelyn asemasta ja merkittävyyydestä arvopaperimarkkinoiden sääntelykeinoana.

Jaksossa VII systematisoidaan *sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuus-edellytysten täyttymistä*. Jaksossa tarkastellaan sisäpiirintiedon syntymistä yksityiskohtaisesti.

Jaksossa VIII *sisäpiirintiedon syntyminen asemoidaan uuden varallisuusoi-  
keudellisen teorian mukaiseen nelikenttään*. Arvopaperikauppa on varallisuusoi-  
keudellinen ilmiö, mutta tästä huolimatta aikaisempien sisäpiirintietoa koske-  
vien tutkimusten huomio ei ole juurikaan kiinnittynyt varallisuusoi-  
keudellisiin näkökulmiin. Tähän voi olla osasyynä se, ettei perinteisemmän, staattiseksi  
mielletyn varallisuusoi-  
keuden yleisten oppien ja teorian yhdistäminen dynaami-  
seen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöön ole ollut yksinkertaista tai  
mielekkästä. *Uusi varallisuusoi-  
keudellinen teoria* yhdistyy kuitenkin arvopaperi-  
markkinaoi-  
keudelliseen toimintaympäristöön luontevasti ja tarjoaa uuden mah-  
dollisen tarkastelualustan arvopaperimarkkinaoi-  
keudellisille ja sisäpiirintiedon  
syntymistä koskeville kysymyksille. Jaksossa tarkastellaan erityisesti uuden va-  
rallisuusoi-  
keudellisen teorian käyttökelpoisuutta arvopaperimarkkinaoi-  
keudelli-  
sessa toimintaympäristössä arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymistä sisäpiirin-  
hankkeen avulla.

Jaksossa IX esitetään tutkimuksen *keskeiset johtopäätökset*.





## II

# ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELY JA KESKEISET MÄÄRITELMÄLLISET APUVÄLINEET

”On yleisen edun mukaista sekä ehkäistä yleisesti rikollisuutta  
että keskittyä ehkäisemään sellaisia rikoksia,  
jotka tuottavat yhteiskunnalle eniten vahinkoa.”

*Beccaria* [1764], s. 41



---

# 1 Arvopaperimarkkinoiden sääntely Suomessa

## 1.1 SÄÄNTELYN TAUSTA

*Tolosen* mukaan käsite ”markkinat” esiintyi systemaattisesti muotoiltuna ensimmäisen kerran 1600-luvun arvo-opillisen keskustelun kritiikissä. Yleisesti markkinat perustuivat uuden ajan alun luonnonoikeudellisten teorioiden mukaan edellytyksille, jotka olivat myyjien ja ostajien lukumäärä, käytettävissä olevan rahan määrä sekä ostamisen ja myymisen tapa.<sup>1</sup> Myös nykyaikaiset arvopaperimarkkinat rakentuvat myyjien, ostajien, rahoitusvälineiden ja markkinamekanismin olemassaololle. Sekä arvopaperimarkkinoiden että markkinamekanismin toiminnan kannalta sääntely, sääntelyn noudattamisen valvonta ja oikeasuhtainen sanktiojärjestelmä mahdollisten väärinkäyttötapausten varalta ovat keskeisessä asemassa.

Helsingin pörssi aloitti varsinaisen toimintansa vuonna 1912. Kaupankäyntimäärät olivat kuitenkin tuolloin vähäisiä. Arvopaperimarkkinat olivat kehittymättömät, mikä merkitsi käytännössä muun muassa liikkeeseenlaskijoiden oman pääoman ehtoisten rahoituskanavien puuttumista.<sup>2</sup> Kehittymättömät arvopaperimarkkinat olivat myös alttiit väärinkäytöksille ja niiden aiheuttamille markkinahäiriöille.

Arvopaperimarkkinoiden toimivuutta säänneltiin Suomessa ennen vanhan arvopaperimarkkinalain ja sen valvontajärjestelmän säätämistä pääasiassa *itsesääntelyllä*. Sääntelytapa oli jo tuolloin tyypillinen myös kansainvälisesti.<sup>3</sup> Keskeinen itsesääntelyn muoto oli pörssitoimintaa ohjaava *ettinen säännöstö*.

---

<sup>1</sup> *H. Tolonen* 1992a, s. 148–149. Markkinakäsitteestä laajemmin ks. esimerkiksi *Timonen* 1997, s. 96–101. Lainoillisen tutkimuksen historiallisesta ulottuvuudesta ks. esimerkiksi *Kangas* 1997a, s. 92. *Kankaan* mukaan silloin, ”... kun tutkimuksen pääpaino on voimassaolevan oikeuden sisällön systematisoinnissa ja tulkinnassa, tutkimus ilman historiallista perspektiiviä jää torsoksi.” Oikeushistoriallisen tarkastelun tavoitteena on *oikeudellisen muutoksen analyysi*. *Kekkonen* mukaan tutkija ei voi jättää ottamatta kantaa oikeudellisten muutosten taustasyihin. Muussa tapauksessa tarkastelu jää ”kuvailun asteelle”. Ks. *Kekkonen* 2002, s. 7–17.

<sup>2</sup> *Rudanko* 1998, s. 6. *Pörssi* on määritelty arvopaperimarkkinalain 2 luvun 6 §:ssä ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 1 luvun 2 §:n 4 kohdassa. Pörssi on suomalainen osakeyhtiö, joka harjoittaa pörssitoimintaa (säännellyn markkinan ylläpitämistä) Suomessa.

<sup>3</sup> Esimerkiksi Saksassa arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä valvottiin *ainoastaan itsesääntelyn* avulla vuoteen 1993 saakka, jolloin Saksassa tuli voimaan ensimmäinen *arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä* koskeva rangaistussäännös. Ks. *Rautio – Majanen* 2008, s. 1421.

Ennen vanhan arvopaperimarkkinalain säätämistä sisäpiiriläisiä säänneltiin osakeyhtiölailla. Osakeyhtiöoikeudellinen sääntely kohdistui yhtiön johtohenkilöihin. Sääntelystä puuttui arvopaperimarkkinaoikeudellinen näkökulma, ja sisäpiirinsääntely oli selkeästi osa yhtiöoikeudellista sääntelyä. Liikkeeseenlaskijan aseman korostamisesta on nykyisin siirrytty sijoittajien ja markkinoiden näkökulman korostamiseen.<sup>4</sup> Tässä tutkimuksessa näkökulmaa on laajennettu edelleen. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä ja sääntelyn tulkinnassa tulee sijoittajien ja markkinoiden kollektiivisen näkökulman lisäksi huomioida markkinaosapuolten yksilöllisemmät perusoikeudet ja arvopaperimarkkinoiden sääntelykokonaisuus mahdollisimman kattavasti. Tulkinnan painottuminen yksipuolisesti sijoittajien tai markkinoiden kollektiivisen suojaamisen korostamiseen voi johtaa liian yksipuolisiin ratkaisuihin monipuolisessa ja -polvisessa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä.

Arvopaperimarkkinoiden sääntely perustui ennen vanhan arvopaperimarkkinalain säätämistä osakeyhtiöoikeuden lisäksi muun muassa yleiseen velvoiteoikeuteen, sopimusoikeuteen ja kauppaoikeuteen. Vanhaa arvopaperimarkkinalakia säädettäessä pidettiin välttämättömänä kieltää liikkeeseenlaskijoiden ja markkinaosapuolten luottamus- ja toimihenkilöitä käyttämästä hyödykseen asemansa perusteella saatua luottamuksellista tietoa arvopaperin hinnanmuodostuksesta. Siksi markkinoiden puolueettoman toiminnan takaamiseksi säädettiin käyttäytymissääntöjä, joista merkittävin koski sisäpiirintiedon käytön kieltämistä. Samalla asetettiin kaupankäyntirajoituksia liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöille sekä muille liikkeeseenlaskijoita lähellä oleville tahoille sekä määrättiin sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden osakeomistus julkiseksi.<sup>5</sup> Sisäpiiriläisten valvonnan katsottiin edellyttävän erityistä lainsäädäntöä, koska itsesääntelyn avulla ei ollut pystytty puuttumaan kaikkien sisäpiiriin kuuluvien markkinaosapuolten toimintaan. Sääntelyn tehokkuuden varmistaminen edellytti myös mahdollisuutta rikosoikeudellisten seuraamusten käyttämiseen.<sup>6</sup> Arvopaperimarkkinalainsäädännön kehitys Suomessa liittyi Euroopan unionin vastaavaan säädöskehitykseen. Myös ulkomaiset sijoittajat olivat osoittaneet kasvavaa kiinnostusta Suomen pääomamarkkinoita kohtaan vanhan arvopaperimarkkinalain säätämisen ajankohtana. Arvopaperimarkkinoita säätelevää nimenomaista normistoa tarvittiin tukemaan kansallisten arvopaperi- ja pääomamarkkinoiden kansainvälistymistä.

Tarkasteltaessa Helsingin pörssin toimintaa ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyä aikaperspektiivissä on havaittavissa, että pörssin toiminnan käynnistyttyä

<sup>4</sup> Annola 2005, s. 216 (myös alaviite 409).

<sup>5</sup> Kurenmaa 2003, s. 21–22; HE 157/1988 vp, s. 3–4, 47; KM 1987:44, s. 261.

<sup>6</sup> Ks. myös Kurenmaa 2003, s. 22.

varsinaisesti vuonna 1912 ja tätä ajankohtaa seuranneiden varhaisten sääntelyhankkeiden (ja niiden epäonnistumisen) jälkeen pörssi toimi Suomessa ikään kuin ”sisämarkkinapaikkana”, jonka toimintaa ryhdyttiin aktiivisemmin sääntelemään vasta 1980-luvulla Euroopan unionin sääntelykehityksen ja kaupankäyntiaktiivisuuden lisääntymisen ohjaamana. Sääntelyn kehittäminen oli tarpeellista, koska sääntely on myös arvopaperimarkkinoiden järkevä toiminnan edellytys.<sup>7</sup>

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä ja arvopaperimarkkinoiden väärinkäytösääntelyllä ei ole Suomessa toistaiseksi pitkäaikaista traditiota, mikä ilmenee muun muassa arvopaperimarkkinaoikeuden yleisten oppien kehittymättömyytenä sekä oikeuskäytännön lukumääräisenä niukkuutena. Pitkäaikaisen tradition puuttuminen on havaittavissa myös muilta oikeudenaloilta johdettavissa olevien tulkintatyövälineiden jäsentymättömyytenä arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä tulkittaessa.

## 1.2 SÄÄNTELYN KEHITYS ENNEN VANHAN ARVOPAPERIMARKKINALAIN SÄÄTÄMISTÄ

Myöhemmin perustetun välittäjälaitoksen ja pörssin perustana toimi Ruotsin vallan aikainen kauppatoimisto. Välittäjälaitoksesta säädettiin ensimmäisen kerran vuonna 1662 yleiselle kauppatoimistolle vahvistetuissa erioikeuksissa. Vuonna 1720 säädetyllä välittäjäjärjestyksellä perustettiin pienimuotoinen tavarapörssi sekä luotiin yhteinen kurssimerkintä vekselikaupassa. Samalla ulkomaisesta vekselikaupasta muodostui virallisten välittäjien erioikeus.<sup>8</sup> Välittäjäjärjestyksen perusteella tapahtunutta vähäistä kauppaa voidaan pitää varhaisena pörssitoimintana, jolle ei ollut kuitenkaan vielä perustettu varsinaista markkinapaikkaa.

Pörssin perustamista Suomessa suunniteltiin alustavasti ensimmäisen kerran tiettävästi vuonna 1812. Arvopaperimarkkinoiden kehittymättömyyden takia pörssiä ei kuitenkaan tuolloin perustettu.<sup>9</sup> Taloudellisten olojen vakiintuminen johti myöhemmin uuteen aloitteeseen pörssin perustamiseksi. Ehdotus *pörssin ohjesäännöksi* hyväksyttiin vuonna 1862. *Meklarien ohjesääntö* vahvistettiin

<sup>7</sup> Timonen 1997, s. 102.

<sup>8</sup> KM 1987:44, s. 15–16.

<sup>9</sup> KM 1987:44, s. 12. Vuonna 1811 perustettiin Suomen Pankki, jolle keskitettiin ulkomaanvekseleiden kauppa. Ulkomaanvekseleiden kaupalla luotiin vähäisen arvopaperikaupan suuntaviivoja. Arvopaperikauppaa käytiin velkakirjoilla, merivakuutuksilla sekä myöhemmin obligaatiolla. Ks. *Stjerschantz* 1987, s. 9. Pienimuotoinen arvopaperikauppa ei edellyttänyt erityistä kaupankäyntipaikkaa tai erityistä sääntelyä.

vuonna 1863.<sup>10</sup> Meklarien ohjesääntöä voidaan pitää pörssin ja arvopaperimarkkinoiden *ensimmäisenä varsinaisena säädännöllisenä toimenpiteenä* Suomessa.<sup>11</sup>

Säilyneiden tietojen mukaan ainakin Helsingissä *Helsingfors Börsföreningin* puitteissa pörssin jäsenet kokoontuivat tekemään kauppvoja. Muissa kaupungeissa toimineista pörssiyhdistyksistä ja niiden toiminnasta on vain niukasti tutkimustietoa.

Pörssihuutokaupat aloitettiin Helsingissä vuonna 1879, jolloin vahvistettiin *huutokaupoissa noudatettava ohjesääntö*.<sup>12</sup> Huutokauppoja kohtaan esitetyn kritiikin seurauksena syntyi myöhemmin nykymuotoinen Helsingin pörssi.<sup>13</sup> Helsingin pörssin ensimmäinen kaupankäyntipäivä oli 7.10.1912.

Suomessa arvioitiin 1920-luvun alussa ensimmäisen kerran arvopaperimarkkinoita koskevien erityisten lakien säätämisen tarpeellisuutta. Valtioneuvosto asetti komitean valmistelemaan ehdotusta *pankkiiri- ja pörssitoimintaa koskevaksi lainsäädännöksi*. Valmistuneessa mietinnössä perusteltiin lainsäädännön tarvetta arvopaperikaupan merkityksen kasvamisella sekä tarpeella suojella yleisöä vaaroilta, joita sopimaton toiminta arvopaperimarkkinoilla voi aiheuttaa.<sup>14</sup> Mietinnön perusteella tehdyt ehdotukset eivät johtaneet lainsäädäntöön. Seuraava pörssilainsäädäntöä koskeva mietintö valmistui vuonna 1939, mutta sitä ei painettu.<sup>15</sup> Tämän ajankohdan jälkeen pörssi toimi sääntelyllisesti käytännössä uudistamattomassa tilassa 1980-luvulle asti.

Vuonna 1939 toteutettiin arvopaperimarkkinoidenkin kannalta merkittävä lainsäädäntöuudistus rajoituslain tullessa voimaan. Rajoituslain keskeinen sisältö oli se, etteivät ulkomaalaiset saaneet omistaa suomalaisesta osakeyhtiöstä enempää kuin 20 prosenttia osakepääomasta ilman valtioneuvoston lupaa. Valtioneuvostolla oli myös oikeus erityisestä syystä asettaa osakeyhtiön yhtiöjärjestyksen hyväksymisen ehdoksi yhtiöjärjestyksen täydentäminen mää-

<sup>10</sup> *Tiderman* 1937, s. 10–11; *Stjernschantz* 1987, s. 10–11. Vuonna 1864 tuli voimaan ensimmäinen osakeyhtiölaki.

<sup>11</sup> *Ohjesääntö sisälsi kuvauksen pörssin ääriviivoista*. Säännön mukaan pörssin tarkoitus oli ”... saada toimeen kaupungin kauppiaskunnan lähempi yhteenliittyminen yleensä sekä yhdyttämällä sen jäsenet täsmällisesti määrätunnilla tarkoitukseen määrättyssä huoneistossa koettaa aikaansaada joustavampi ja ajanmukaisempi liikejärjestelmä, mikäli mahdollista yhdistettynä siihen vakavuuteen, minkä valantehneen välittäjän välitys on omansa antamaan kauppatoimille, kauppoille ja kaikenlaisille sopimuksille.” Ks. *Tiderman* 1937, s. 12.

<sup>12</sup> *Tiderman* 1937, s. 15.

<sup>13</sup> *Tiderman* 1937, s. 19–20. Komitean keskeinen tehtävä oli luoda ajanmukainen arvopaperipörssi. Samassa yhteydessä muun muassa termiinikaupat kiellettiin. Ks. *Tiderman* 1937, s. 21–33; *von Hertzen* 1999, s. 11.

<sup>14</sup> *von Hertzen* 1999, s. 22; KM 1921:25, s. 28–30.

<sup>15</sup> KM 1987:44, s. 17; *von Hertzen* 1999, s. 24.

räyksellä, jonka mukaisesti yhtiön osakkeita ei saanut lainkaan luovuttaa ulkomaalaiselle. Tarkoitus oli estää suomalaisen kiinteän omaisuuden joutumisen ulkomaiseen omistukseen.<sup>16</sup> Rajoituslaki kumottiin lailla ulkomaalaisten yritysostojen seurannasta (1612/1992), joka tuli voimaan 1.1.1993. Alkuperäinen laki ulkomaalaisten yritysostojen seurannasta kumottiin 1.6.2012 voimaan tulleella uudella lailla (172/2012).

Vuonna 1981 perustettiin *meklarilista*. Meklarilistan ylläpitämisestä vastasivat pörssin jäseninä olleet välittäjät ja myöhemmin, vuonna 1984, perustettu *Arvopaperivälittäjien yhdistys*.<sup>17</sup> Meklarilista poikkesi pörssin ylläpitämästä listasta, koska sillä välitettiin noteeraamattomien yhtiöiden osakkeita kysynnän ja odotettavissa olevan vaihdon perusteella ilman liikkeeseenlaskijan myötävaikutusta.<sup>18</sup> Meklarilistan kauppatape säännöt vahvistettiin vuonna 1982, ja ne korvattiin myöhemmin pörssin eettisillä säännöillä.<sup>19</sup>

Vuonna 1984 perustettiin *OTC-markkinat*. OTC-markkinoiden asema virallistettiin ja sen säännöt vahvistettiin syksyllä 1985. Myös OTC-listan ylläpitämisestä vastasi Arvopaperivälittäjien yhdistys. OTC-markkinat perustettiin helpottamaan niiden osakkeiden pörssin päälistalle pääsyä, jotka eivät vielä täyttäneet päälistaedellytyksiä.<sup>20</sup> OTC-kaupankäynnissä oli kysymys sopimusjärjestelystä pörssin päälistan ulkopuolisen yhtiön ja pankin tai pankkiiriliikkeen välillä. Välittäjä sitoutui noteeraamaan OTC-listalla olevan yhtiön osakkeille osto- ja myyntikurssin ja lisäksi ostamaan tai myymään milloin tahansa sovitun erän yhtiön osakkeita. Koska kaupankäynti OTC-listan osakkeilla oli vähäistä eikä sille ollut olemassa erityistä markkinapaikkaa, oli liikkeeseenlaskijan ja välittäjän sopimuksen tavoitteena luoda osakkeille markkina.<sup>21</sup> Meklari- ja OTC-listat yhdistettiin pörssin I-listaksi vuonna 1998.

Pörssi oli vielä 1980-luvulla pääosin tuntematon instituutio. Myös pörssin oikeudellinen asema oli epäselvä. Vuodelta 1912 peräisin olleet pörssin säännöt olivat vanhentuneet ja ne hidastivat osaltaan pörssi-instituution kehittymistä. Pörssikaupan kasvaessa ja ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostuessa Suomen pääomamarkkinoista yhä enemmän ryhdyttiin pörssin sääntöjä samalla uudistamaan. Lisäksi eräät julkista huomiota herättäneet *sisäpiirinkaupat* saivat pörssikomitean ryhtymään selvityksiin sääntelyn tehostamiseksi.

<sup>16</sup> HE 102/1938 vp, s. 1–3.

<sup>17</sup> Kurenmaa 2003, s. 16.

<sup>18</sup> HE 157/1988 vp, s. 16.

<sup>19</sup> Rissanen 1985, s. 831.

<sup>20</sup> Stjernschantz 1987, s. 108–128.

<sup>21</sup> Rissanen 1985, s. 831.



Korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 1985 II 58 oli kysymys siitä, että yhtiön johtokunnan jäsen oli ostanut itselleen ja edustamalleen yhtiölle osakkeita johtokuntaan kuulumattomilta vähemmistöosakkeenomistajilta tilanteessa, jossa johtokunta oli jo käynyt luottamuksellisia neuvotteluja yhtiön osakekannan myymisestä ja saanut niistä kiinteän ostotarjouksen. Ostotarjoushinta oli ollut 750 markkaa osakkeelta. Yhtiön johtokunnan jäsen oli ostanut osakkeita vähemmistöosakkeenomistajilta 120 markan osakekohtaisella hinnalla. Korkein oikeus julisti johtokunnan jäsenen ja vähemmistöosakkeenomistajien välisen osakekaupan oikeustoimilain 33 §:n nojalla pätemättömäksi.

Kyseisessä korkeimman oikeuden ratkaisussa oli kysymys yksityisen osakeyhtiön osakkeiden kaupasta, eikä ratkaisu liity välittömästi arvopapereiden julkiseen pörssiin. Kysymys on kuitenkin ollut arvopaperikaupasta, jossa ostajalla on ollut kaupankäynnistä (osakkeista ja niiden jo aikaisemmin sovitusta myyntihinnasta) myyjää parempaa tietoa, jota ostaja on käyttänyt kaupankäynnissä taloudellisessa hyötymistarkoituksessa hyväkseen. Ratkaisussa ei kuitenkaan viitata ostajaan *sisäpiiriläisenä* eikä ratkaisussa muutoinaan arvioida *sisäpiirintiedon syntymistä*.

Pörssikomitea kiinnitti uudistustyönsä yhteydessä huomiota muun muassa siihen, että pörssiltä puuttuivat kirjalliset eettiset säännöt.<sup>22</sup> Tämän johdosta Helsingin pörssi vahvisti vuonna 1985 arvopaperipörssin *uuden ohjesäännön*, jossa pörssieettiset määräykset olivat säännön olennaisesti uusin osa. Ohjesäännöt koskivat muun muassa *pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuutta sekä sisäpiirinkauppoja*. Ohjesäännön valmistelun yhteydessä julkisuudessa käytiin laajaa keskustelua erityisen ”pörssilain” säätämisestä.<sup>23</sup> Samassa yhteydessä hyväksyttiin pörssiä koskeva *uusi järjestyssääntö*.<sup>24</sup>

Uudistusten jälkeen Helsingin pörssin itsesääntelynormisto muodostui pörssieettisistä määräyksistä, pörssiyhtiöille asetettavista vaatimuksista, joukkovelkakirjalainojen pörssilistalle ottamisen edellytyksistä sekä välittäjiä ja meklareita koskevista vaatimuksista. Laajan itsesääntelynormiston tarkoituksena oli varmistaa pörssiä koskeva luotettavuus ja suojata arvopapereiden omistajia.<sup>25</sup>

<sup>22</sup> *Stjernschantz* 1987, s. 129–135.

<sup>23</sup> *Stjernschantz* 1987, s. 129–135.

<sup>24</sup> *von Hertzen* 1999, s. 34.

<sup>25</sup> *Rissanen* 1985, s. 830.

### 1.3 VANHA ARVOPAPERIMARKKINALAKI JA KESKEISET MUUTOKSET

Ensimmäinen arvopaperimarkkinoiden osa-aluetta koskeva erityislaki (sijoitusrahastolaki) tuli voimaan vuonna 1987. Uuden säännellyn sijoitusvaihtoehdon odotettiin lisäävän kotitalouksien säästämistä ja auttavan toisaalta vähentämään korkeaa vieraan pääoman osuutta suomalaisyritysten rahoitusrakenteessa. Lisäksi tavoitteena oli piensijoittajien lukumäärän kasvattaminen arvopaperimarkkinoilla. Sijoitusrahastolain keskeinen pyrkimys oli suojella piensijoittajia laintasoisella normilla.<sup>26</sup> Vuonna 1988 tuli voimaan johdannaismarkkinoita sääntelevä laki, joka koski kaupankäyntiä optioilla ja termiineillä.

*Vanha arvopaperimarkkinalaki ja laki arvopaperivälitysluokista tulivat voimaan 1.8.1989.* Samalla pörssi menetti huomattavan osan vapaudestaan päättää itse toimintaansa ohjaavasta normistosta. Vanhan arvopaperimarkkinalain valmistelussa huomioitiin laajasti Euroopan unionin jäsenvaltioissa voimassa ollut sekä valmisteilla ollut sääntely, vaikka Suomen jäsenyys Euroopan unionissa ei vielä tuolloin ollut ajankohtainen. Arvopaperimarkkinalainsäädännön keskeinen tavoite oli vahvistaa sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoihin ja niiden toimintaan. Toinen tärkeä tavoite oli turvata yhtiöiden kasvanut tarve ja halu saada rahoitusta markkinoilta pankkirahoituksen sijaan. Lisäksi haluttiin turvata ja vahvistaa piensijoittajien toimintamahdollisuuksia arvopaperimarkkinoilla.<sup>27</sup>

Vanha arvopaperimarkkinalaki sisälsi säännöksen *luottamuksellisen yritystietodon väärinkäytön kiellosta*. Väärinkäytön tunnusmerkistön täytyminen edellytti jo vanhan arvopaperimarkkinalain aikana taloudellista hyötymistarkoitusta.<sup>28</sup> Vanhan arvopaperimarkkinalain mukaisena luottamuksellisena yritystietona pidettiin kuitenkin vain *liikkeeseenlaskijaa* koskevaa tietoa, joka oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan kyseisen liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon. Sisäpiirintiedon määritelmä oli soveltamisalaltaan vanhan arvopaperimarkkinalain mukaan rajatumpi verrattuna nykyisin voimassa olevan arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon määritelmän soveltamisalaan. Soveltamisalan ulkopuolelle jäivät vanhassa arvopaperimarkkinalaissa muun muassa kaikki liikkeeseenlaskijan osakkeiden jälkimarkkinoiden kehitykseen vaikuttavat liikkeeseen-

<sup>26</sup> von Hertzen 1999, s. 36.

<sup>27</sup> HE 157/1988 vp, s. 3–4, 19, 22; KM 1987:44, s. 261–263, 277–278; von Hertzen 1999, s. 45. Aikaisemmin jo 1960-luvulla oli käyty yleisesti keskustelua siitä, oliko sisäpiirintiedon perusteella tehdyn kaupankäynnin kieltävä lainsäädäntö edes tarpeellista. Sääntelyn vastustajien mukaan sisäpiirinkaupat eivät vahingoita sijoittajia, koska ulkopuolinen sijoittaja olisi tehnyt kaupat samaan hintaan myös ei-sisäpiiriläisen kanssa. Ks. aihepiiristä yleisemmin esimerkiksi *Hopt* 1990, s. 52–54; *Leland* 1992, s. 859–887.

<sup>28</sup> Vanha arvopaperimarkkinalaki 5 luku 1 §.

laskijan ulkopuoliset tiedot. Vanhan arvopaperimarkkinalain mukaisen luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kiellon tahallisesta tai törkeästä huolimattomuudesta tapahtuneesta rikkomisesta rangaistiin sakkorangaistuksella tai enintään kahden vuoden mittaisella vankeustuomiolla.<sup>29</sup> Rangaistusasteikosta on pääteltävissä, ettei yritystiedon väärinkäyttörikosta pidetty vielä tuolloin yhteiskunnallisesti kovinkaan moitittavana tekona.

Euroopan unionissa 1980-luvulla alkanut arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kehittyminen johti myös Suomessa tarpeeseen laajentaa sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisointia vanhan arvopaperimarkkinalain säätämisen jälkeen. Tarve kehittää lainsäädäntöä perustui paljolti Euroopan unionin *Sisäpiiridirektiivi* 1989:ään ja sen vanhaa arvopaperimarkkinalakia *laajemman* sisäpiirintiedon määritelmän ottamiseen osaksi kansallista lainsäädäntöä Euroopan talousalueesta vuonna 1992 tehdyn sopimuksen liitesäännösten mukaisesti.<sup>30</sup> Vuonna 1993 vanhaa arvopaperimarkkinalakia muutettiin siten, että sisäpiirintiedolla tarkoitettiin paitsi arvopaperin liikkeeseenlaskijaan liittyvää tietoa, myös arvopaperiin liittyvää tietoa. Samalla lainkohdan otsikko muutettiin *sisäpiirintiedon väärinkäytön kielloksi*. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien tekojen rangaistusasteikot säilyivät vielä tuolloin ennallaan.

Rikoslain kokonaisuudistuksen yhteydessä vuonna 1980 perustettu rikoslakiprojekti määritteli kokonaisuudistuksen tavoitteeksi niiden päämäärien, etuuk-sien ja arvojen yhtenäisen tarkastelun ja arvioinnin, joita rikoslainsäädännöllä tuli erityisesti edistää ja suojata.<sup>31</sup> Tässä tarkoituksessa suoritettiin rikosten eri tekemuotojen rangaistavuuden uudelleenarviointia, ja tekemuodot, joiden paheksuttavuutta tuli korostaa, oli rikoslakiprojektin mukaan keskitettävä rikoslakiin. Rikoslakiprojektissa hahmoteltujen suuntaviivojen mukaisesti hallitus antoi vuonna 1994 eduskunnalle ehdotuksen rikoslain uuden 51 luvun säätämisestä ja arvopaperimarkkinarikosten siirtämisestä rikoslakiin.<sup>32</sup> Esitys kuitenkin raukesi.

<sup>29</sup> Vanha arvopaperimarkkinalaki 8 luku 1 §; *Parkkari* 2007, s. 212.

<sup>30</sup> Ks. HE 318/1992 vp, s. 1, 34; HE 254/1998 vp, s. 8. Vaikka arvopaperimarkkinat kehittyivät 1980- ja 1990-luvuilla huomattavasti, pysyi myös Euroopan unionin tasoinen arvopaperimarkkinoiden sääntely pitkään muuttumattomana. 1970- ja 1980-luvuilla annetut direktiivit pysyivät voimassa 2000-luvulle asti. Ks. *Häyrynen – Kajala* 2013, s. 23.

<sup>31</sup> Rikoslain kokonaisuudistukseen tähtäävä työ oli aloitettu jo vuonna 1972, jolloin uudistusta valmistelemaan oli asetettu *rikosoikeuskomitea*. Rikosoikeuskomitean ratkaistavaksi asetettu keskeinen kysymys oli, mistä nyky-yhteiskunnassa olisi rangaistava ja miten ankarasti. Myös nykyaikaisen yhteiskunnan rikollisuus (mukaan lukien talousrikollisuus) oli jäänyt tuolloin vielä vähäiselle huomiolle. *Mietinnössä* 1976 esitetyt näkemykset johtivat rikoslakiprojektin käynnistymiseen 31.3.1980. Rikoslakiprojekti lakkautettiin yleisiä oppeja koskevien pykälien hyväksymisen jälkeen yhdeksäntoista vuotta myöhemmin 31.3.1999. Ks. *Haaste* 2010. Rikoslain kokonaisuudistuksesta ks. laajemmin myös *Matikkala* 2013, s. 90–95.

<sup>32</sup> HE 293/1994 vp.

Uusi esitys rikoslain 51 luvun säätämisestä annettiin vuonna 1998.<sup>33</sup> Laki rikoslain muuttamisesta tuli voimaan vuonna 1999, ja se sisälsi rikoslain uuden 51 luvun rangaistusnormit sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.<sup>34</sup>

Rikoslain 51 lukua ja vanhaa arvopaperimarkkinalakia muutettiin 1.7.2005 voimaan tulleilla laeilla. Muutokset perustuivat tarpeeseen saattaa kansallisesti voimaan *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003 sekä siihen liittyneet täytäntöönpanodirektiivit ja -asetus. Sisäpiirintiedon määritelmä siirrettiin rikoslain 51 luvun 6 §:stä vanhan arvopaperimarkkinalain 5 luvun 1 §:n 1 momenttiin. Uudistuksella pyrittiin selkeyttämään tiedon olennaisuuteen ja täsmällisyyteen liittyviä edellytyksiä. Näiden sääntelytoimenpiteiden jälkeen sisäpiirinsääntely oli Suomessa saatettu vastaamaan Euroopan unionin vastaavaa sääntelyä, jonka tavoitteena oli Tukholman Eurooppa-neuvostossa vuonna 2001 hyväksytyyn julki- lausuman mukaisesti Euroopan unionin yhdentyneiden rahoituspalvelumarkki- noiden luominen vuoden 2005 loppuun mennessä.<sup>35</sup>

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kehittymisen osalta on huomioitava, että sääntely on alun perin perustunut ja perustuu edelleen Suomessa pääasiassa Euroopan unionin sääntelykehityksen perusteella tehtyihin lainsäädännöllisiin rat- kaisuihin. Suomalaisessa arvopaperimarkkinasääntelyssä on vahva eurooppalai- nen leima. Kuitenkin suomalainen arvopaperikaupankäynti on ollut varsin kehiti- tymätöntä aina 1980-luvulle asti verrattuna esimerkiksi Euroopan finanssikes- kusten arvopaperikaupankäyntiin ja kaupankäyntitraditioon. Toiminta- ja sään- tely-ympäristöt eivät siksi ole välttämättä yhdenmukaisia tai vertailukelpoisia keskenään, ja tämä on otettava huomioon tulkittaessa kansallisen arvopaperi- markkinasääntelyn sisältöä ja tarkoitusta.

## 1.4 UUSI ARVOPAPERIMARKKINALAKI JA SÄÄNTELYN KEHITYSNÄKYMÄT

1.1.2013 voimaan tulleelle arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudis- tukselle oli olemassa merkittävä tarve. Kokonaisuudistuksen yhteydessä vanha arvopaperimarkkinalaki sekä sen perusteella annetut valtiovarainministeriön asetukset kumottiin ja niiden tilalle säädettiin *uusi arvopaperimarkkinalaki*. Ar- vopaperimarkkinalakia ja siihen läheisesti liittyvää muuta lainsäädäntöä ei ollut tarkasteltu kokonaisuutena vanhan arvopaperimarkkinalain säätämisen jälkeen,

<sup>33</sup> HE 254/1998 vp.

<sup>34</sup> *Parkkari* 2007, s. 213.

<sup>35</sup> HE 137/2004 vp, s. 17. Ks. kokoavasti *Parkkari* 2007, s. 211–215.

vaikka vanhaan arvopaperimarkkinalakiin oli tehty lukuisia muutoksia sekä ositaisuudistuksia ja sen rinnalle oli säädetty myös uusia yksittäisiä erillislakeja. Vielä 2000-luvun alussa tehtyjen muutosten seurauksena vanhasta arvopaperimarkkinalaista oli muodostunut soveltamisalaltaan vaikeasti ymmärrettävä ja rakenteeltaan pirstaleinen laaja kokonaisuus. Vanha arvopaperimarkkinalaki piti sisällään runsaasti vaikeaselkoisia viittauksia, eivätkä sen käsitteistö, määritelmät ja kirjoitustapa olleet yhdenmukaisia. Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksella oli tarkoitus parantaa sääntelyn teknistä laatua, selkeyttä ja ymmärrettävyyttä. Uudella arvopaperimarkkinalainsäädännöllä pyrittiin poistamaan erityisesti käytännön soveltamis- ja tulkintaongelmia, joita aikaisemmassa sääntelyssä oli ilmennyt. Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksella pyrittiin myös varmistamaan, että lainsäädännön yleiset tavoitteet vastaisivat markkinoiden kehittymistä vanhan arvopaperimarkkinalain säätämisen jälkeen.<sup>36</sup>

Tämän tutkimuksen kannalta keskeisiä arvopaperimarkkinalain uudistustyön tavoitteita olivat lainsäädännön sääntelyhierarkian selkeyttäminen hyödyntämällä lakia alemmantasoista sääntelyä sekä arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyn lisääminen. Uudella arvopaperimarkkinalailla pyrittiin selkeyttämään myös sisäpiirintiedon käyttöä ja sisäpiirirekistereitä koskevia säännöksiä, joissa oli vanhan arvopaperimarkkinalain osalta ilmennyt tulkintaongelmia.<sup>37</sup> Kokonaisuudistuksen jälkeen arvopaperimarkkinalaissa säädetään pääasiassa tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinoilla, kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden toiminnasta arvopaperimarkkinoilla sekä markkinoiden väärinkäytöstä.<sup>38</sup>

Uusi arvopaperimarkkinalaki ei ole kuitenkaan tuonut mitään uutta näkemystä esimerkiksi sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten edellytysten täytymisen arvioinnin helpottamiseksi. Sisäpiirintieto ja sen syntyminen ovat edelleen lainsäädännössä tarkasti määrittelemättä, ja voimassa oleva sisäpiirintiedon määritelmä sisältää vanhaa arvopaperimarkkinalakia vastaavalla tavalla tulkinnanvaraisia ja avoimia edellytyksiä. Tältä osin uusi sääntely ei ole muuttanut tilannetta.

<sup>36</sup> HE 32/2012 vp, s. 9. Valtiovarainministeriö asetti helmikuussa 2009 työryhmän, jonka tehtävänä oli valmistella ehdotus uudeksi arvopaperimarkkinalaiksi. Työryhmän oli valmisteltava ehdotukset, joilla parannettaisiin erityisesti arvopaperimarkkinalain selkeyttä yhtenäistämällä käsitteistöä ja määritelmiä sekä kirjoitustapaa vähentämällä viittaustekniikkaa ja pyrkimällä yksinkertaistamaan arvopapereita koskevan lainsäädännön rakennetta. Lisäksi arvopaperimarkkinalainsäädännön tavoitteita ja yleisperiaatteita, soveltamisalaa sekä suhdetta arvopaperimarkkinalain rinnakkaisiin lakeihin, kuten yhtiöoikeuteen ja kuluttajansuojalainsäädäntöön, oli tarkoitus selkeyttää. Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistukseen johtaneista syistä ks. myös EV 71/2005.

<sup>37</sup> *Kokonaisuudistustyöryhmän muistio* 2011, s. 9. Muistio luovutettiin valtiovarainministeriölle vuonna 2011 ja sen perusteella eduskunnalle annettiin vuonna 2012 hallituksen esitys HE 32/2012 vp. Esitys johti uuden arvopaperimarkkinalain säätämiseen joulukuussa 2012.

<sup>38</sup> Ks. myös Häyrynen – Kajala 2013, s. 21.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyltä edellytetään enemmän silloin, kun arvopaperimarkkinat toimivat kehittymättömästi. Kehittymättömiä arvopaperimarkkinoita on säänneltävä tarkemmin, laajemmin ja tiukemmin kuin kehittyneitä arvopaperimarkkinoita, koska kehittymättömässä toimintaympäristössä myös sisäpiirintiedon väärinkäytön riski kasvaa ja väärinkäytösten haittavaikutukset ovat markkinaosapuolten kannalta suuremmat kuin kehittyneillä arvopaperimarkkinoilla. Tämä puoltaa kehittymättömämpien arvopaperimarkkinoiden tiukempaa sääntelyä sekä esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisointia ja väärinkäytöksistä seuraavia oikeasuhtaisia rangaistuksia.

Kehittyneemmillä, toimivilla ja likvideillä arvopaperimarkkinoilla sääntelyn tarve ja ohjausvaikutus puolestaan vähenevät. Kun arvopaperimarkkinat toimivat tehokkaasti, ja erityisesti silloin, kun ne lähestyvät voimakkaasti tehokkaiden markkinoiden tilaa, mahdollisuudet ja tarve sisäpiirintiedon väärinkäyttämiseksi vähenee, koska markkinaosapuolilla on jo kattavasti tietoa liikkeeseenlaskijoiden julkisista ja ei-julkisista tiedoista, eikä asymmetristä informaatiota (ainakaan sellaista, jolla olisi olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon) juurikaan ole markkinoilla olemassa. Tämä puolestaan puoltaa kehittyneillä markkinoilla sisäpiirinsääntelyn ja rangaistusuhkien lieventämistä, koska sääntely rajoittaa tosiasiallisesti vapaata kaupankäyntiä. Markkinamekanismien edelleen diversioituessa ja kehittyessä arvopaperimarkkinoiden sääntelyä voitaisiin tehostaa enemminkin laajemmalla periaatepohjaisella itsesääntelyllä yksityiskohtaisen autoritatiivisen sääntelyn sijaan.

Arvioitaessa Euroopan unionin arvopaperimarkkinasääntelyn kehitystä ja viireillä olevia uudistushankkeita, erityisesti *Markkinoiden väärinkäyttöasetusedotus 2011*:ta ja *Seuraamusdirektiiviehdotus 2011*:ta, vaikuttaa siltä, että sääntelykehitys tulee olemaan juuri edellä esitettyyn nähden päinvastainen. Arvopaperimarkkinoiden toiminnan tehostuessa ja markkinapaikkojen kehittyessä integraation perusteella entistä likvideimmiksi ja tehokkaammiksi sääntelyilmapiiriä pyritään Euroopan unionissa *tiukentamaan* ja samalla rangaistusuhkia, rangaistusasteikkoja sekä sanktiovariaatioita tullaan *lisäämään ja kiristämään*. Myös periaatepohjaisesta itsesääntelystä on merkittävillä markkinapaikoilla (esimerkiksi Isossa-Britanniassa) jo osittain luovuttu. Vallitseva kehityssuuntaus – sääntelyilmapiirin kiristäminen ja periaatepohjaisesta itsesääntelystä luopuminen arvopaperimarkkinoiden ohjausvälineenä – ei ole sääntelyllisesti eikä sisäpiirin kaupankäynnin kielteisten vaikutusten ehkäisemiseksi *kehittyneillä tai kehittyneemmällä markkinoilla* täysin perusteltua.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen ankara kieltäminen ei ole myöskään yksin tehokas keino esimerkiksi liikkeeseenlaskijoiden pääomakustannusten tehostamiseksi. Liikkeeseenlaskijoiden pääomakustannusten on tutkittu alentuneen ja samalla tehostavan arvopaperimarkkinoiden toimintaa silloin, kun *sisäpii-*

*rintiedon väärinkäytön kieltoa valvotaan tehokkaammin. Sijoittajat ovat valmiita luopumaan osin preemiostaan, mikäli valvonta on riittävää.*<sup>39</sup>

Edellä esitetty näkemys puoltaisi ennemminkin tehokkaiden valvontamenetelmien aktiivista kehittämistä kuin sääntelyn ja sanktioinnin kiristämistä sisäpiirintiedon väärinkäytön estämiseksi.

Toisaalta myös arvopaperimarkkinoiden valvonnan on katsottu johtavan markkinoiden tehostumukseen. Valvontamekanismien luominen ja valvonnan korostaminen voivat luoda markkinoille harhakuvaan siitä, ettei sisäpiirintiedon väärinkäyttöä tapahtuisi. Kuitenkin, riippumatta sääntelyn kehityksestä, säännöksiä täytäntöönpanon tehokkudesta tai sisäpiirinsääntelyn tasosta, sisäpiirinkaupankäynnin ja sen tuottavuuden on katsottu muodostuneen entistä tärkeämmiksi sääntelykohteiksi. Toisaalta, vaikka sääntely ei eliminoisikaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä täydellisesti, se lisää markkinoiden luottamusta, parantaa likviditeettiä markkinoilla ja pienentää liikkeeseenlaskijoiden pääomakustannuksia.<sup>40</sup>

Myös sisäpiirintiedon määritelmään saattaa tulevaisuudessa tulla uusia elementtejä. *Valtiovarainministeriön muistio 2011:ssä* on kiinnitetty huomiota siihen, että *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus 2011:n* 6 artiklan 1 e -kohdassa tarkoitettu *merkityksellinen* ("relevant") sisäpiirintieto *voisi osaltaan laajentaa sisäpiirintiedon määritelmää*.<sup>41</sup>

Arvopaperikauppa liittyy keskeisesti varallisuuden vaihdantaan. Siksi arvopaperikauppaa sääntelevän ja ohjaavan normiston pitäisi ennen kaikkea turvata vaihdannan keskeisiä systeemejä ja tarkoituksellisuutta. Arvopaperimarkkinasääntelyn keskeinen tavoite on suojata markkinoiden luottamusta, minkä toteutuessa on katsottu saavutettavan tehokkaat ja toimivat markkinat. Vaihdannan intressin ongelmanratkaisuvoiman kannalta on kuitenkin olennaista, miten tavoite vaihdannan edistämiseksi täsmennetään oikeudellista analyysiä varten. Täsmennyksen kannalta keskeistä on vaihdannan suojaaminen myös liialta sääntelyltä ja tähän kytkeytyvä ennustettavuuden säilyminen sekä toisaalta tavanomaisiin liiketoiminnan muotoihin liittyvän luottamuksen suojaaminen.<sup>42</sup>

Tulevaisuudessa arvopaperimarkkinoiden sääntely vaikuttaa tiukentuvan ja ankaroituvan sekä kansallisesti että Euroopan unionin tasolla. Tämä osoittaa osaltaan yhteiskunnan paheksuvaa suhtautumista oikeudetonta taloudellista hyö-

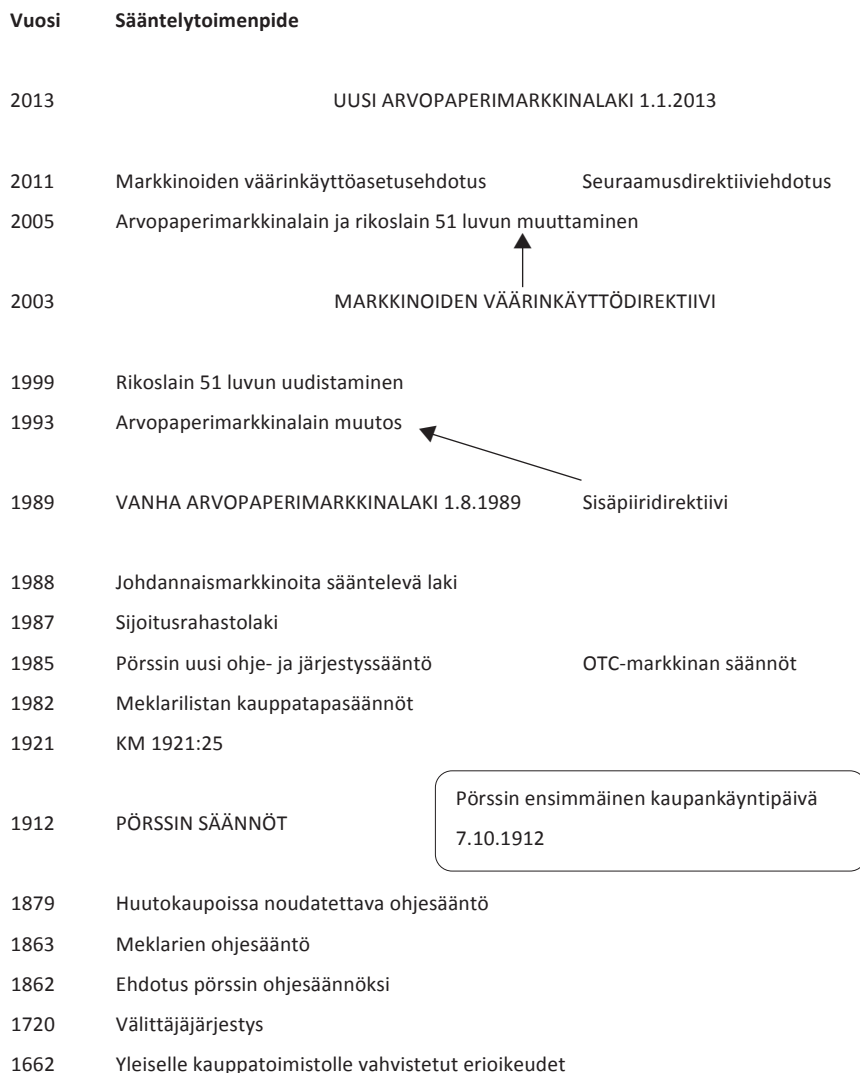
<sup>39</sup> Ks. tarkemmin sisäpiirinsääntelyn vaikutuksesta liikkeeseenlaskijoiden pääomakustannuksiin esimerkiksi *Bhattacharya – Hazem 2002*, s. 1–47.

<sup>40</sup> *Padilla 2005*, s. 5, 41.

<sup>41</sup> *Valtiovarainministeriön muistio 2011*, s. 5.

<sup>42</sup> *Pöyhönen 1988a*, s. 271. Vaihdannan intressistä laajemmin ks. esimerkiksi *Pöyhönen 1988a*, s. 146 (alaviite 89), 270–273.

tymistä ja toisaalta markkinoiden luotettavuuden vaakalaudalle asettamista kohtaan esimerkiksi sisäpiirintietoa väärinkäyttämällä. Toisaalta arvopaperimarkkinat ovat muodostuneet monella tavalla aikaisempaa tehokkaammiksi ja likvidimmiksi. Arvopaperimarkkinoilla tavoitellaan perinteisesti mahdollisimman vahvan tehokkuuden astetta. Tämän tavoitteen saavuttamista kehittyneillä markkinoilla tukisi ennemminkin virallissääntelyn lieventäminen, itsesääntelykeinojen lisääminen sekä markkinaosapuolten valvonnan tehostaminen.



**Kuvio 4.** Arvopaperimarkkinoiden sääntelyllinen kehitys Suomessa.



Aikajänteelle sijoitettuna arvopaperimarkkinoiden sääntelylliset toimenpiteet ovat olleet viimeisen 350 vuoden aikana (alkaen vuodesta 1662) ja erityisesti viimeisen sadan vuoden aikana (alkaen vuodesta 1912) lukumääräisesti harvoja. Osaltaan tämä osoittaa arvopaperimarkkinoiden merkityksen vähäisyyttä Suomessa ennen 1980-lukua. Arvopaperimarkkinoiden sääntelytraditio Suomessa on edelleen lyhyt kattaen käytännössä vain noin 25 vuotta.

---

## 2 Sääntelyn tavoitteet

Rahoitusmarkkinat jaetaan pankki- ja arvopaperimarkkinoihin. *Pankkimarkkinoilla* pankit ja muut rahalaitokset keräävät varoja talletuksina säästäjiltä ja välittävät varat edelleen luottoina rahan tarvisijoille (välitetty rahoitus). *Arvopaperimarkkinat* välittävät puolestaan rahoitusta suoraan sijoittajilta kunnille, valtiolle ja yrityksille (suora rahoitus).

Arvopaperimarkkinoiden tehtävänä on ohjata pääomavirtoja sijoittamiseen halukkailta yhteisöiltä ja yksityishenkilöiltä pääomia tarvitseville liikkeeseenlaskijoille.<sup>43</sup> Optimaalisessa tilanteessa sijoitustoiminta arvopaperimarkkinoilla johtaa pääomien kohdentumiseen kannattavaan liiketoimintaan, jolloin sijoittajien tuotto-odotukset ovat, sijoituksen riski huomioon ottaen, korkeammat kuin muita sijoitusvaihtoehtoja käytettäessä.<sup>44</sup> Sijoittajien kannalta osakemarkkinat ovat muun muassa keino sijoittaa varoja ja turvata niiden arvoa inflaatiolta sekä mahdollisuus varallisuuden kasvattamiseen. Osakemarkkinat ovat siksi usein tuottavampi sijoituskohte kuin esimerkiksi pankkitalletukset. Osakemarkkinoihin liittyy kuitenkin olennaisena osana riski osakesijoituksen arvon alenemisesta ja viime kädessä myös riski sijoituksen menettämisestä kokonaan.<sup>45</sup>

Myös markkinoilla olevan tiedon symmetrisyys vaikuttaa pääomavirtojen kohdentumiseen. Mitä oikeampaa ja täydellisempää markkinoilla oleva tieto on, sitä helpompaa ja kustannustehokkaampaa rahoituksen saaminen yleensä liikkeeseenlaskijalle on. Vastaavasti tiedon epäsymmetrisyystilanteessa liikkeeseenlaskijoiden rahoituksen saaminen voi vaikeutua, ja samalla myös rahoituksen hankintakustannukset kasvavat.

Arvopaperimarkkinat jakautuvat ensi- ja jälkimarkkinoihin. *Ensimarkkinoilla* yritykset hankkivat itselleen oman ja vieraan pääoman ehtoista rahoitusta laske-  
malla liikkeelle osakkeita, velkakirjoja tai näiden yhdistelmiä. Kansantalouden kehityksen on katsottu edellyttävän toimivia ensimarkkinoita, sillä yritykset pys-

---

<sup>43</sup> Anttila 1996, s. 19. Rahoitusmarkkinoiden perustehtävä on kanavoida varoja rahoitusyliäämäisiltä talousyksiköiltä rahoitusaliäämäisille talousyksiköille. *Sillanpään* mukaan arvopaperimarkkinoiden päätehtäviä ovat informaation ja likvidiuden tarjoaminen (sijoittajille). Ks. *Sillanpää* 1994, s. 74. *Huovisen* mukaan arvopaperimarkkinoiden tehtävänä on palvella yhteiskunnan kokonaisvarallisuuden kasvattamista pääomavirtoja ohjaamalla, riskejä jakamalla ja yhtiöiden tarkkailua helpottamalla. Ks. *Huovinen* 2004, s. 3.

<sup>44</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 15; VM 3/1998, s. 1; HE 157/1988 vp, s. 3.

<sup>45</sup> Sijoitusriskin realisoitumisesta pörssissä ks. esimerkiksi *Kaupparehti 2011*; *Kaupparehti 2013*. Pörssiyrityksistä myös *Evia Oyj* (vuonna 2009) ja *Stromsdahl Oyj* (vuonna 2008) ovat hakeutuneet konkurssiin.

tyvät niiden avulla hankkimaan itselleen edullista pääomaa esimerkiksi kilpailukykyä edistäviin investointeihin.<sup>46</sup> Ensimmäisillä ei käydä varsinaista arvopaperikauppaa, vaan niillä yritys (liikkeeselaskija) laskee liikkeelle arvopapereita hankkiakseen rahoitusta. Ensimmäisillä sijoittajan (merkitsijän) ja liikkeeselaskijan välille syntyy yleensä joko vieraaseen pääomaan liittyvä velkasuhde tai omaan pääomaan liittyvä osakkuus- tai osuussuhde, mutta ei kauppasopimussuhdetta.<sup>47</sup>

Ensimmäisten tehokas toiminta edellyttää toimivia *jälkimarkkinoita*, koska sijoittajien on pystyttävä tarvittaessa realisoimaan sijoituksensa. Jälkimarkkinoilla, joilla toimii ostajia ja myyjiä, sijoittajat käyvät keskenään kauppaa aikaisemmin ensimmäisillä liikkeeselasketuilla arvopapereilla. Samalla sijoittajat ohjaavat varojaan sellaisten yritysten arvopapereihin, joista sijoittajat uskovat saavansa tulevaisuudessa hyötyä esimerkiksi arvopapereiden arvon kasvuna tai osinko- tai korkotulona. Arvopapereiden jälkimarkkinat jaetaan arvopaperimarkkinalain mukaan julkiseen kaupankäyntiin ja muuhun vaihdantaan.<sup>48</sup> Ensimmäiset ja jälkimarkkinat ovat yhteydessä toisiinsa. Jälkimarkkinoita ei voi syntyä, ellei niillä kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita ole ensin laskettu liikkeelle ensimmäisillä.<sup>49</sup>

Ensimmäisten ja jälkimarkkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien *luottamusta* arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen. Sijoittajien pitää voida luottaa siihen, että arvopaperisijoittamisen riskit liittyvät pääasiassa liikkeeselaskijan taloudelliseen kannattavuuteen (tai muihin vastaaviin seikkoihin) eivätkä markkinarakenteiden vääristymiseen tai markkinaosapuolten epäeettiseen tai lainvastaiseen toimintaan. Liikkeeselaskijoiden on annettava markkinoille ja markkinoilla toimiville sijoittajille olennaisia, oikeita ja totuudenmukaisia tietoja toiminnastaan oikea-aikaisesti. Arvopapereiden hinnat heijastavat kaikkea kulloinkin saatavilla olevaa olennaista tietoa, ja siksi erityisesti taloustieteellisen rahoitusteorian mukaan markkinoiden tulee olla tehokkaat, läpinäkyvät ja likvidit.<sup>50</sup> Jo *Sisäpiiridirektiivi* 1989:n tarkoituksena oli taata arvopapereiden jälkimarkkinoiden häiriötön toiminta ja suojata sijoittajien luottamusta, johon vaikuttaa muun muassa se, että sijoittajia kohdellaan yhdenvertaisesti ja suojataan sisä-

<sup>46</sup> Ks. myös *Hakamies* 2012, s. 310.

<sup>47</sup> *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2005, s. 4–5; KM 1987:44, s. 30. *Arvopaperimarkkinaoikeudellisen ja sopimusoikeudellisen* kysymyksen yhteensovittamisesta käyty monipolvinen keskustelu liittyen siihen, onko liikkeeselaskijan ja merkitsijän välillä *sopimussuhde*, ks. *Esitevastuutyöryhmä* 2005, s. 33–37. Varhaisempaa oikeuskirjallisuutta aiheeseen liittyen ks. esimerkiksi *Drockila* 1965, s. 53–55, 101–104 ja uudempaa oikeuskirjallisuutta aiheeseen liittyen ks. esimerkiksi *Huovinen* 2004, s. 82; *Hidén* 2002, s. 78; *Hemmo* 1998, s. 386; *Mononen* 2004, s. 1388.

<sup>48</sup> *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2005, s. 5; *Astola* 1990, s. 2.

<sup>49</sup> Ks. myös *Astola* 1990, s. 2; *Timonen* 1997, s. 189

<sup>50</sup> *Fama* 1970, s. 383.

piiritiedon väärinkäytöltä.<sup>51</sup> Arvopaperimarkkinat eivät sääntelystä riippumatta toimi kuitenkaan täysin taloustieteellisen rahoitusteorian tarkoittamalla optimaalisella tavalla.

Arvopaperimarkkinoiden *tehokkuus* edellyttää oikeudellista sääntelyä. Yksitysoikeudelliset instituutiot mahdollistavat olosuhteet, joissa yksilöt voivat menestyksellisesti toteuttaa omia päämääriään. Tällaisten olosuhteiden ideaalia edustavat vapaat ja täydellisesti kilpaillut markkinat, joilla siirtymät resurssien allokatiossa toiseen tuottavat *pareto*-parannuksen, ja tällöin lopputulos on vastaavasti *pareto*-optimaalinen. Kun arvopaperimarkkinat toimivat tehokkaasti, vapaan vaihdannan seurauksena täydellisesti kilpailluilla markkinoilla kaikkien osapuolten asema on vaihdannan jälkeen parempi kuin ennen vaihdantaa.<sup>52</sup> *Pareto*-tehokkuuden käyttäminen arvopaperimarkkinoiden sääntelyn mittaajana on kuitenkin osin kyseenalaista, koska oikeudelliselle sääntely- ja ratkaisutoiminnalle on tyypillistä, että tehtävien ratkaisujen seurauksena *yhden osapuolen hyvinvointi heikkenee* samalla kun muiden osapuolten hyvinvointi paranee. Sääntelyn tehokkuuden arvioinnissa mittapuuksi on siksi perustellumpaa ottaa sääntelyn vaikuttavuus koko yhteiskunnan näkökulmasta ja arvopaperimarkkinaoikeudellisten sääntelykysymysten osalta sääntelyn vaikuttavuus koko arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön näkökulmasta.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteena ei ole ensisijaisesti yksittäisten sopimussuhteiden sääntely eikä yksittäisen sijoittajan tai yksittäisen liikkeenlaskijan suojaaminen arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn keskeisenä tavoitteena on sen sijaan se, että markkinoiden toiminnalle säädetään puitteet, jotka turvaavat *välillisesti* yksittäisen sijoittajan asemaa ja samalla vahvistavat sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Sijoittajien arvopaperimarkkinoita kohtaan tuntema luottamus pyritään rakentamaan yhteisille perusteille, jolloin sijoittajien voidaan katsoa luottavan yleisesti markkinoiden toimintaan. Yleinen luottamus ei ole kuitenkaan erillinen yksittäisistä sijoittajista. Markkinoiden *puolueettomuus* muodostuu siitä, että sijoittajat ovat toisiinsa nähden tasavertaisia tiedonsaannin suhteen. Yleinen markkinaluot-

<sup>51</sup> Ks. esimerkiksi *Sisäpiiridirektiivi 1989:n* soveltamisesta käytännössä *Grøngaard & Bangin* jutun tuomio (kohta 33) ja *Georgakis*in jutun tuomio (kohta 37). Tuomioissa on muun muassa vahvistettu ja julkilausuttu *Sisäpiiridirektiivi 1989:n* tarkoitus.

<sup>52</sup> *Wennberg* 1999, s. 241. *Pareto*-tehokkuus on yleisesti käytetty allokatiivisen tehokkuuden mittari. Resurssien uudelleen jakaminen on tehokasta silloin, jos se parantaa ainakin yhden osapuolen hyvinvointia, ilman että muiden hyvinvointi heikkenee. *Pareto*-tehokkuuden toteutuminen edellyttäisi tällöin sitä, että hyvinvointietua saaneet korvaisivat hyvinvointitappiota kärsineille näiden menetyksen. Vrt. *pareto*-tehokkuutta lähestyvä *Kaldor–Hicks*-tehokkuus, jolla mitataan sosiaalisten resurssien taloudellisen arvon maksimointia.

tamus voi siksi muodostua vain yksittäisten sijoittajien luottamuksen summasta.<sup>53</sup>

Arvopaperimarkkinoiden sääntely on toteutettu Suomessa kansainvälisen mallin mukaisesti jakamalla sääntely viranomaissääntelyyn ja itsesääntelyyn. Viranomaissääntely muodostuu arvopaperimarkkinoita koskevista virallisnormeista, joista tämän tutkimuksen kannalta merkityksellisin on arvopaperimarkkinalaki. Itsesääntely perustuu osin viranomaisten vahvistamiin itsesääntelynormeihin ja osin muihin itsesääntelynormeihin.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tavoitteiden on katsottu liittyvän pääasiassa neljän edellytyksen täyttämiseen. Edellytyksiä ovat (i) markkinoiden tehokkuuden ja luotettavuuden edistäminen tiedon laatua ja määrää koskevalla sääntelyllä, (ii) toimivien jälkimarkkinoiden turvaaminen ja (iii) markkinoiden yleisen luottamuksen ja markkinaosapuolten oikeudenmukaisen kohtelun varmistaminen.<sup>54</sup> Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteena on myös (iv) lisätä liikkeeseenlaskijoiden mahdollisuuksia hankkia tarpeisiinsa edullista oman tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä on siten pyritty pääasiassa edistämään rahoitusta tarjoavien sijoittajien sekä kotitalouksien sijoitushalukkuutta. Sijoitushalukkuus edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden puolueettomaan ja tehokkaaseen toimintaan. Sijoittajien luottamus ei edellytä ainoastaan sitä, että markkinoilla noudatetaan lainsäädäntöä, vaan se edellyttää myös *eettisesti kestävästä käytöstä* markkinaosapuolilta erityisesti lainsäädännön ollessa tulkinnanvaraista. Sijoittajien arvopaperimarkkinoita kohtaan tuntemaan luottamukseen kuuluu myös se, että sijoittajat luottavat jonkin tahon puuttuvan markkinoilla tapahtuviin väärinkäytöksiin ja että markkinaympäristöä sekä sääntelyä kehitetään tarpeen mukaan.<sup>55</sup> Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja arvopaperimarkkinalain (sekä erityisesti arvopaperimarkkinalain mukaisten tiedonantovelvoitteiden) tarkoituksena on saada aikaiseksi niin sanottu *fair play* -tilanne arvopaperimarkkinoille ja näin lisätä osaltaan arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta.<sup>56</sup> Eettisesti hyväksyttävää käyttäytymistä arvioidaan pääosin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön itsesääntelyn avulla ja myös markkinaosapuolten omavalvonnan perusteella.

<sup>53</sup> Annola 2005, s. 335. Vrt. kuitenkin IOSCO 2010, s. 3, jonka mukaan arvopaperimarkkinoiden sääntelyn keskeisiä tavoitteita ovat *sijoittajien suojaaminen*, markkinoiden oikeudenmukaisuuden, tehokkuuden, avoimuuden ja läpinäkyvyyden varmistaminen sekä järjestelmäriskin minimoiminen. Näiden tavoitteiden perusteella IOSCO on määritellyt 38 keskeistä arvopaperimarkkinoiden sääntelyn *periaatetta*. Ks. kollektiivisen oikeustilan syntyisestä yksilöiden oikeustilojen summalla esimerkiksi Tuori 2002c, s. 108, jonka mukaan yleinen turvallisuus muodostuu yksittäisten henkilökohtaisten turvallisuuskien summasta.

<sup>54</sup> Timonen 1997, s. 187–190.

<sup>55</sup> Häyrynen 2006a, s. 24; Hoppu 2004, s. 98.

<sup>56</sup> Leppiniemi – Puttonen 2002, s. 208.

Koska sääntely aiheuttaa liikkeeseenlaskijoille myös kustannuksia eri muodoissa, olisi perusteltua arvioida, että erityisesti taloudellisessa noususuhdanteessa sääntelyn määrä kasvaisi, sääntely muodostuisi ankarammaksi ja vastaavasti sääntelykustannukset samalla nousisivat. Taloudellisen laskusuhdanteen aikana sääntelyn määrän tulisi puolestaan vähentyä sekä lieventyä ja liikkeeseenlaskijoiden sääntelykustannusten alentua. *Frankelin* tutkimuksen mukaan asia on kuitenkin päinvastoin. Taloudellisessa laskusuhdanteessa sääntelyn määrä usein lisääntyy ja muodostuu tiukemmaksi. Samalla sääntelykustannukset kasvavat.<sup>57</sup>

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyä on pidetty ongelmallisena muun muassa seuraavien syiden vuoksi:

- i. Pakottavan lainsäädännön ja itsesääntelyn toimivan suhteen määrittely on vaikeaa.
- ii. Voimassa olevat säännökset ovat tulkinnanvaraisia riippumatta siitä, ovatko säännökset pakottavia tai tahdonvaltaisia.
- iii. Tulkinnanvaraisten normien arviointia hallitsee kartoittamattomuus.
- iv. Yksimielisyyttä ei ole siitä, mitä esimerkiksi käsite ”tieto” tarkoittaa.
- v. Olennaisuuden ja oikea-aikaisuuden määrittelemine on ongelmallista.<sup>58</sup>

Edellä esitetty *Huovisen* kategorisointi liittyy pääasiallisesti liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttämistä koskevaan vanhan arvopaperimarkkinain sääntelyyn. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja sisäpiirintiedon syntymisellä on kuitenkin myös voimassa olevan arvopaperimarkkinain osalta selkeä sääntelyllinen liityntä, koska sekä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden että sisäpiirintiedon syntymiseen liittyen kysymys on erityisesti *tiedon olennaisuuden edellytyksen* täyttymisen arvioinnista. *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003 6 artiklan 1-kohdan mukaisesti jäsenvaltioiden on tullut varmistaa, että liikkeeseenlaskijat *julkistavat* kyseisiä liikkeeseenlaskijoita välittömästi koskevan *sisäpiirintiedon* mahdollisimman nopeasti. Direktiivissä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja sisäpiirintiedon syntyminen on siis kytketty toisiinsa.

Arvopaperimarkkinain 6 luvun 4 §:n mukaan kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon. Arvopaperimarkkinain 6 luvun 5 §:ssä on säädetty tiedon julkistamisen lykkäämisestä.

Arvopaperimarkkinain 12 luvun 2 §:n mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjes-

<sup>57</sup> *Frankel* 2002, s. 1–3.

<sup>58</sup> *Huovinen* 2004, s. 70–71.

telmässä kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon. Arvopaperimarkkinalain 14 luvun 2 §:ssä on säädetty sisäpiirintiedon käyttö- ja ilmaisukiellosta.

## 2.1 SISÄPIIRINTIEDON KAKSIOSAINEN TÄYTTYMISMALLI

Arvopaperimarkkinalain 6 luvun 4 §:n mukaisesti liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistettavat tiedot voidaan jakaa kahteen ryhmään. Lainkohdan mukaisen ensimmäisen julkistettavien tietojen ryhmän muodostavat *liikkeeseenlaskijan tekemät päätökset*. Toinen ryhmä muodostuu kaikista *muista liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevista seikoista*. On huomattava, ettei liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevilla seikoilla tarkoiteta ainoastaan sellaisia konkreettisia tapahtumia, jotka ovat jo toteutuneet liikkeeseenlaskijan toiminnassa. Näin ollen lainkohta koskee määritelmällisesti myös *tulevaisuudessa* tapahtuvia seikkoja ja olosuhteita.<sup>59</sup> Tulevaisuudessa tapahtuvat seikat ja olosuhteet ovat puolestaan myös sisäpiirinsääntelyn näkökulmasta merkittävässä asemassa.

Sisäpiirintieto voi Suomessa omaksutun tulkintaratkaisun mukaisesti syntyä jo aikaisemmin kuin tiedonantovelvollisuus. Tällöin kaupankäynti arvopaperilla on kiellettyä sisäpiirintiedon syntymisajankohdasta lukien, vaikka arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus ei olisikaan vielä syntynyt. Tähän liittyen oikeuskirjallisuudessa on osin ristiriitaisesti katsottu, että arvopaperimarkkinalain jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevan säännöksen tulkinnasta voitaisiin saada apua myös sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen mukaisen olennaisuusedellytyksen täyttymisen arvioimiseen silloin, kun arvioidaan sitä, minkä tyyppinen tieto vaikuttaa olennaisesti arvopaperin arvoon.<sup>60</sup> Koska sisäpiirintie-

<sup>59</sup> Ks. samansuuntaisesti Häyrynen – Kajala 2013, s. 163.

<sup>60</sup> Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 384. *Olennaisuuden määritelmää* arvioidaan myös IFRS-standardien perusteella *taloudelliseen raportointiin* liittyen. Yleisesti olennaisuuden määrittelemistä pidetään myös IFRS-standardin osalta haasteellisena eikä olennaisuutta käsitellä tai ymmärretä yhdenmukaisesti käsitteenä. IFRS-standardin mukaan erien esittämättä jättämisen tai virheellisen esittämisen vaikutus on olennainen, jos nämä esittämättä jättämiset tai virheelliset esittämiset yksin tai yhdessä *voisivat vaikuttaa taloudellisiin päätöksiin, joita käyttäjät tekevät tilinpäätöksen perusteella*. Olennaisuus riippuu pois jätetyn tai virheellisesti esitetyn erän koosta ja luonteesta vallitsevissa olosuhteissa. Ratkaisevana tekijänä voi olla erän koko tai sen luonne tai molemmat yhdessä. Ks. *Finanssivalvonta* 2013, s. 3–4.

don syntymisen edellytykset voivat täytyä, ja ne pääsääntöisesti täyttyvät, jo jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymistä aikaisemmin, ei tiedonantovelvollisuuden kriteerien täyttymisestä ole saatavilla ainakaan kovin merkittävää tulkinta-apua asiassa. Kategorisesti on kuitenkin todettavissa, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tason saavuttanut tieto on aina myös sisäpiirintietoa siihen asti, kunnes tieto on asianmukaisesti julkistettu markkinoille.

*Määritelmädirektiivi* 2003 2 artiklan 2-kohdan mukaan liikkeeseenlaskija on noudattanut tiedonantovelvollisuuttaan (*Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003 6 artiklan 1-kohdan mukainen sisäpiirintiedon julkistamisvelvollisuus) silloin, kun liikkeeseenlaskija on kyseisten olosuhteiden *ilmetessä* tai tapahtuman *toteutuessa* viipymättä tiedottanut niistä. *Määritelmädirektiivi* 2003 1 artiklan 1-kohta määrittää sisäpiirintiedon kuitenkin siten, että sisäpiirintiedon täsmällisyysedellytys voi täytyä jo silloin, kun olosuhteiden tai tapahtuman voidaan *kohtuudella odottaa* ilmenevän tai toteutuvan. Myös tästä *Määritelmädirektiivi* 2003:n sisäisestä määritelmällisestä ristiriidasta on pääteltävissä, että sisäpiirintieto voi syntyä ennen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymistä ja kysymys on näin ollen *sisäpiirintiedon kaksiosaisesta täyttymismallista*. Tämän mallin vastakohtana voidaan pitää *sisäpiirintiedon yksiosaista täyttymismallia*. Tämä malli on käytössä Euroopan unionin jäsenmaista ainakin Saksassa, Ranskassa, Hollannissa ja Portugalissa, joissa sisäpiirintiedon ilmaisu- ja käyttökieltojen syntyminen ajoittuu samaan ajankohtaan kuin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden syntyminen.<sup>61</sup>

*Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011 6 artiklan 2-kohdan mukaan *julkistamisvelvollisuuden piiriin* kuuluvaa sisäpiirintietoa olisi sellainen luonteeltaan täsmällisenä pidettävä sisäpiirintieto, joka viittaa olosuhteisiin, joiden voidaan *kohtuudella olettaa* ilmenevän, tai tapahtumaan, jonka voidaan *kohtuudella olettaa* toteutuvan. Ehdotuksen mukainen julkistettavan tiedon määritelmä olisi siten *laajempi* kuin voimassa olevan arvopaperimarkkinalain 6 luvun 4 §:ssä määritelty tiedon julkistamisvelvollisuus. Valtioneuvosto on suhtautunut asetusehdotukseen tältä osin kielteisesti, koska sisäpiirintiedon määritelmä voi muodostua liian tulkinnanvaraiseksi julkistamisvelvollisuuden osalta. Siksi julkistamisvelvollisuuden synnyttävää sisäpiirintiedon määritelmää olisi täsmennettävä siten, että julkistamisvelvollisuus koskisi vain *jo toteutunutta tai tapahtunutta* seikkaa tai tietoa. Tällöin julkistamisvelvollisuuden ulkopuolelle jäisivät vielä seikat ja tiedot, jotka ovat toteutumiseltaan epävarmoja ja jotka ovat yhä valmisteilla.<sup>62</sup> Tämä vastaisi myös nykyistä sisäpiirintiedon kaksiosaista täyttymismallia. Asetuksen lopullisella muotoilulla ja sisällöllä on joka tapauksessa huomattavaa merkitystä kansallisessa säänte-

<sup>61</sup> Ks. sisäpiirintiedon yksiosaisesta syntymismallista esim. *Krause – Brellochs* 2013, s. 296 (myös alaviite 56).

<sup>62</sup> *Valtiovarainministeriön muistio* 2011, s. 6, 8.



lyssä, koska asetus on välittömästi sovellettavaa Euroopan unionin oikeutta jäsenvaltioissa.

*Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011:n muotoilu lisäisi sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvän sisäpiirintiedon määritelmän ja toisaalta jatkuvan tiedottamisvelvollisuuden täyttymiseen liittyvän sisäpiirintiedon määritelmän yhdenmukaisuutta ja samalla vähentäisi nykyiseen määritelmäliseen eroavaisuuteen liittyvää jännitettä. Toisaalta ehdotettu muotoilu voisi käytännössä vaikeuttaa liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuden täyttämistä, koska tällöin tiedottamisen piiriin kuuluisi entistä varhaisemmassa valmisteluvaiheessa olevia asioita. Tämä kehityssuuntaus ei ole välttämättä perusteltu. Perustellumpaa olisi edelleen tulkita sisäpiirintiedon ja siihen liittyvien ilmaisu- ja käyttökieltojen syntyvän tiedon julkistamisvelvollisuutta aikaisemmin. Tällöin liikkeeseenlaskijoiden olisi mahdollista valmistella esimerkiksi yrityskauppahankkeita luottamuksellisesti, ilman että sisäpiirinhankkeesta tulisi tiedottaa markkinoille vielä tarpeettoman aikaisessa vaiheessa, mutta sisäpiirinhankkeesta tiedotukset olisivat kuitenkin sisäpiirinsääntelyn piirissä siten, että tiedon oikeudeton käyttäminen olisi edelleen kiellettyä.<sup>63</sup>

Arvioitaessa edellä käsiteltyjä sisäpiirintiedon ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymistä koskevia arvopaperimarkkinalain sekä Euroopan unionin säädöksiä on havaittavissa, että *olennainen arvovaikutus* on sekä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden että sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksenä. On kuitenkin perusteltua katsoa, että sisäpiirintiedon määritelmän mukainen olennaisuusedellytys ylittyy aikaisemmin kuin jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuusedellytys, vaikka arvopaperimarkkinalain sanamuodosta tämä eroavaisuus (eriyäinen olennaisuusedellytyksen ylittyminen) ei olekaan välittömästi havaittavissa. Vastaavasti on myös perusteltua katsoa, että arvopaperimarkkinalain 6 luvun 4 §:n tarkoittaman jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kynnyksen ylittyminen edellyttää tiedotettavalta seikalta (tai päätökseltä) myös *riittävää täsmällisyyttä*, vaikka tästä ei olekaan erikseen lainkohdassa säädetty. Ollakseen säädöksessä tarkoitettulla tavalla olennaista tiedon on siis oltava myös riittävän täsmällistä, jolloin tulkinnassa voitaisiin päätyä myös siihen, että olennaiseksi arvioitava tieto on aina jo itsessään riittävän täsmällistä.

Korkeimman oikeuden tiedottamisrikoksen tunnusmerkistöstä koskevan ennakkoratkaisun KKO 2013:53 mukaan rikoslain 51 luvun arvopaperimarkkinarikosten eri tunnusmerkistöissä ja rikoslaissa tai arvopaperimarkkinalain määritelmäsäännöksissä esiintyvä edellytys ”on omiaan vaikuttamaan olennaisesti sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan” on *asiallisesti samansisältöinen* siitä

<sup>63</sup> Ks. *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011:sta liittyvästä kriittisestä keskustelusta sisäpiirintiedon eri täyttymismallien osalta esimerkiksi Hansen 2013, s. 2–12.

riippumatta, onko kysymys sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, kurssin vääristämisestä vai arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta.<sup>64</sup>

Vaikka olennainen arvovaikutusedellytys on asiallisesti samansisältöinen arvioitaessa toisaalta tiedonantovelvollisuuden syntymistä ja toisaalta sisäpiirintiedon syntymistä, voi siis tieto muodostua sisäpiirintiedoksi jo aikaisemmin kuin jatkuva tiedonantovelvollisuus (samasta) asiasta syntyy. Suomessa on päädytty nimenomaisesti sisäpiirintiedon kaksiosaiseen täyttymismalliin sisäpiirintiedon syntymisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymisen osalta.<sup>65</sup>

Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisu *Daimlerin* jutussa koskee keskeisesti sisäpiirintiedon täsmällisyusedellytyksen täyttymistä liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden syntymisen yhteydessä. Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaistavana oli nimenomaisesti kysymys siitä, missä vaiheessa tieto muodostui riittävän täsmälliseksi sisäpiirintiedoksi, jotta se tuli tiedottaa markkinoille. Ratkaisussaan Euroopan unionin tuomioistuin katsoi, että myös vaiheittain etenevän pitkäkestoisen prosessin *yksittäiset välivaiheet voivat olla riittävän täsmällistä sisäpiirintietoa*. Toisaalta liikkeeseenlaskijoiden oikeusturva edellyttää sitä, että tietoja, jotka liittyvät olosuhteisiin tai tapahtumiin, joiden tapahtuminen *ei ole todennäköistä*, ei voida pitää täsmällisinä. Euroopan unionin tuomioistuimen mukaan ilmaisu ”voidaan kohtuudella olettaa” tarkoittaa tulevia olosuhteita tai tapahtumia, joiden osalta *jo tiedossa olevien osatekijöiden kokonaisarvioinnin perusteella* on ilmeistä, että *on olemassa todellinen mahdollisuus*, että ne ilmenevät tai toteutuvat. Lisäksi Euroopan unionin tuomioistuin katsoi, että ilmaisulla ”voidaan kohtuudella olettaa” ei tarkoiteta sitä, että kyseisten olosuhteiden tai tapahtumien vaikutuksen laajuus kyseisen arvopaperin hintaan olisi otettava huomioon.

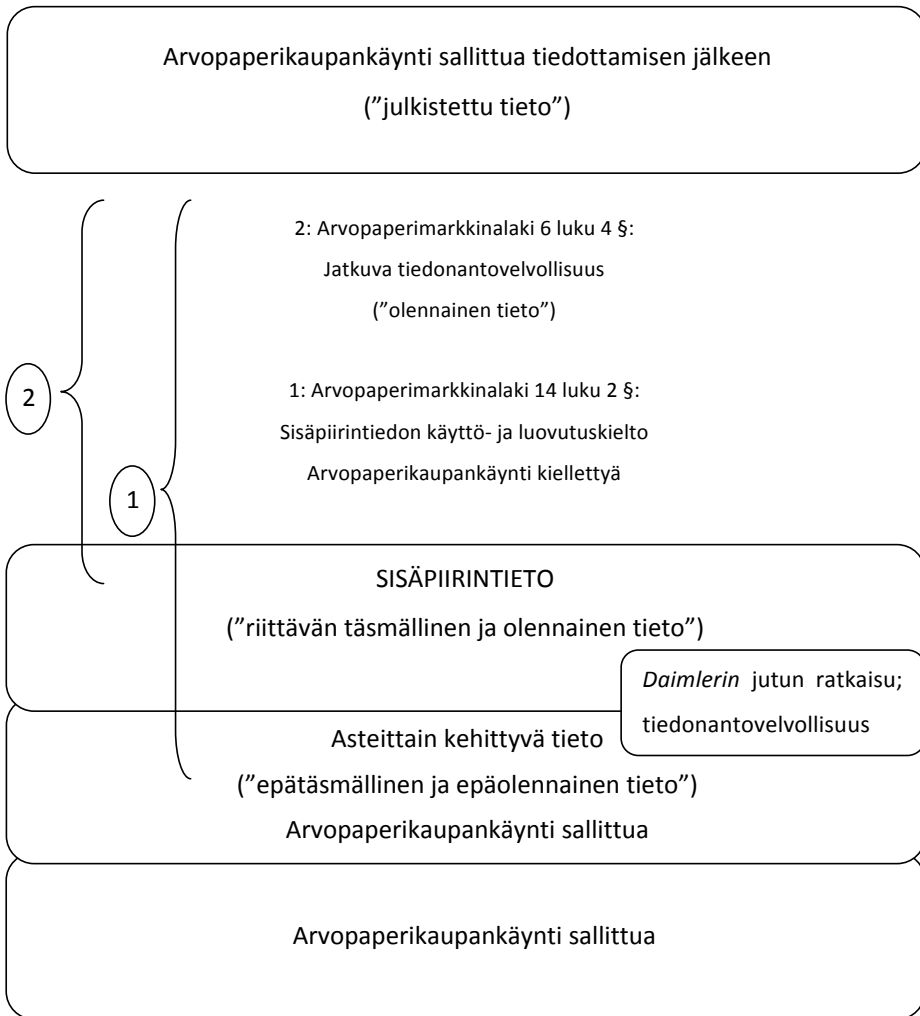
Oikeuskirjallisuudessa on katsottu Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisun perusteella tehtävien tulkintojen poikkeavan Suomessa perinteisesti noudatetusta tulkinnasta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kynnyksen ylittymisen osalta. Ratkaisun on katsottu osoittavan, ettei sisäpiirintiedon täsmällisyydelle ja siten sisäpiirintiedon syntymiselle olisi asetettavissa *kovinkaan korkeita edellytyksiä* arvioitaessa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymistä.<sup>66</sup> Tästä seuraava johtopäätös kaksiosaisen sisäpiirintiedon täyttymismallin osalta olisi se, että sisäpiirintiedon ilmaisu- ja käyttökielto syntyisivät jo tätä aikaisemmassa vaiheessa.

<sup>64</sup> KKO 2013:53 (kohta 10). Rikoslain 51 luvun tarkoittamissa arvopaperimarkkinarikoksien tunnusmerkistöissä *arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikkoksen* (rikoslaki 51 luku 5 §) tunnusmerkistöön kuuluu *olennainen arvovaikutus*. Sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksessä (arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §) on myös säädetty rahoitusvälineen olennaisesta arvovaikutuksesta. Rikoslain 51 luvun 3–4 §:ssä on säädetty *markkinoiden vääristäminen* rangaistavaksi. *Markkinat* on käsitteenä laajempi kuin *kurssi*. Markkinoiden vääristäminen on määritelty arvopaperimarkkinalain 14 luvun 3 §:ssä eikä markkinoiden vääristäminen edellytä olennaisen arvovaikutuksen aiheutumista.

<sup>65</sup> Kaksiosainen täyttymismalli on Euroopan unionin jäsenmaissa käytössä muun muassa myös Isonsa-Britanniassa, Italiassa, Espanjassa ja Ruotsissa. Ks. *Krause – Brelloch* 2013, s. 296.

<sup>66</sup> *Häyrynen – Kajala* 2013, s. 176.

Esitettyä näkemystä on syytä tarkastella osin kriittisesti. Keskeistä on huomata, että *Daimlerin* jutun ratkaisu perustuu Saksan tuomioistuimen esittämään ennakkoratkaisupyyntöön ja että Saksassa on arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä omaksuttu *yksiosaisen sisäpiirintiedon täyttymismalli*, joka edellä kerrotulla tavalla *poikkeaa* esimerkiksi Suomessa omaksutusta sisäpiirintiedon kaksiosaisen täyttymismallin mukaisesta sääntelystä. Näin ollen Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisussa on arvioitu tiedon täsmällisyysedellytyksen täyttymistä nimenomaisesti sisäpiirintiedon yksiosaisen täyttymismallin kontekstissa (liittyen liikkeeseenlaskijan jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen), jolla on välitön liittymä *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa esitettyyn muotoiluun, joka poikkeaa muun muassa Suomessa omaksutusta sääntelytavasta. Siksi on epävarmuutta siitä, missä määrin Euroopan unionin tuomioistuimen *Daimlerin* jutun ratkaisusta on saatavilla tulkinta-apua arvioidessa sisäpiirintiedon syntymisedellytysten täyttymistä Suomessa sisäpiirintiedon ilmaisu- ja käyttökiellon osalta. Epävarmuutta asiasta on siksikin, että *Daimlerin* jutussa on otettu kantaa ainoastaan täsmällisyysedellytyksen täyttymiseen, eikä ratkaisussa ole siis käsitelty olennaisuusedellytyksen täyttymiseen liittyviä näkökohtia.



**Kuvio 5.** Sisäpiirintiedon kaksiosainen täyttymismalli.

Kuvio suhteuttaa sisäpiirintiedon kaksiosaisen täyttymismallin sisäpiirintiedon syntymisajankohtaan sekä toisaalta sisäpiirintiedon käyttö- ja ilmaisukieltoon ja toisaalta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymisajankohtaan. Kun asteittain kehittyvä tieto on muodostunut riittävän täsmälliseksi ja olennaiseksi, muodostuu tieto sisäpiirintiedoksi. Tällöin sisäpiirintiedon täyttymismallin ensimmäinen osa, sisäpiirintiedon luovutus- ja käyttökielto, on voimassa. Jatkuva tiedonantovelvollisuus ei synny vielä tällöin. Kun riittävän täsmällinen ja riittävän olennainen tieto kehittyy edelleen ja saavuttaa olennaisen tiedon tason, syntyy

liikkeeseenlaskijalle tiedonantovelvollisuus, ja samalla sisäpiirintiedon täyttymismallin toinen osa täyttyy. Kun sisäpiirintiedon kaksiosaisen täyttymismallin toisen osan mukainen jatkuva tiedonantovelvollisuus on täytetty, on tieto julkitunut, se on markkinoiden saatavilla ja kaupankäynti arvopapereilla on jälleen mahdollista. Kuviossa on suhteutettu myös Euroopan unionin *Daimlerin* jutun ratkaisu sisäpiirintiedon kaksiosaisen täyttymismallin kenttään. Ratkaisu perustuu kuitenkin sisäpiirintiedon yksiosaisen täyttymismallin mukaiseen sääntelyyn.

## 2.2 VÄÄRINKÄYTTÖSÄÄNTELYN TAVOITTEET

Sisäpiirintiedon väärinkäyttösääntely on yksi arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttösääntelyn keskeisistä osa-alueista. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva sääntely on ymmärrettävä arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskevan sääntelyn kokonaisuuden osaksi, joka muodostuu lisäksi markkinoiden vääristämiskiellosta sekä tiedottamista koskevista velvoitteista.<sup>67</sup> Tässä tutkimuksessa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa sääntelyä arvioidaan pääasiallisesti *itsestänsä*. Tutkimuksessa keskitytään arvioimaan erityisesti sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymistä sisäpiirintiedon väärinkäyttämiseen liittyen.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttösääntelyllä erotetaan sallittu informaatioetu ja sen käyttäminen kielletyn informaatioedun käyttämisestä.<sup>68</sup> Sisäpiirinsääntely on toteutettu arvopaperimarkkinoiden sääntelyn osana, vaikka se olisi ollut mahdollista toteuttaa luontevasti myös esimerkiksi osana immateriaalioikeudellista sääntelykokonaisuutta, koska tiedon sallitulla hyväksikäyttämällä on läheinen yhteys immateriaalioikeuden puitteissa tapahtuvaan tiedon hyväksikäyttämiseen.<sup>69</sup> Tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan syvennytä tarkemmin sisäpiirintiedon immateriaalioikeudelliseen luonteeseen muutoin kuin huomioimalla se yhtenä varallisuus oikeuden elementtinä.<sup>70</sup>

Tieto on varallisuutta. Tiedon varallisuusluonnetta koskeva oikeutusperusteinen argumentaatio liittyy siihen, että varallisuuden omistajalla on lähtökohtaisesti oikeus tehdä varallisuudellaan mitä haluaa muiden näkemyksistä riippumatta. Sisäpiirinsääntelyn näkökulmasta tämän argumentaatiomallin ongelma on muun muassa se, ettei aina ole tarkkaa tietoa siitä, kenen varallisuutta tieto on.

<sup>67</sup> *Knuts* 2011a, s. 21.

<sup>68</sup> *Knuts* 2011a, s. 9.

<sup>69</sup> Ks. myös *Annola* 2005, s. 57 (alaviite 74).

<sup>70</sup> Ks. informaatiovarallisuudesta tarkemmin esimerkiksi *Huovinen* 2004, s. 351–386.

Jos tieto kuuluu liikkeeseenlaskijalle, tämä saa käyttää tietoa parhaaksi katsomallaan tavalla (ottaen huomioon kuitenkin sisäpiirinsääntelyn aiheuttamat käyttörajoitukset). Kaikki tieto ei kuitenkaan kuulu liikkeeseenlaskijalle, ja tiedon ominaisuuksiin kuuluu myös se, että useampi kuin yksi taho voi omistaa sen samanaikaisesti.<sup>71</sup>

Arvopaperimarkkinalain 11 luvun 29 §:ssä säädetään *tiedon salassapitovelvollisuudesta*. Lainkohdan mukaan se, joka on arvopaperimarkkinalain 11 luvussa tarkoitettuja tehtäviä suorittaessaan tai arvopaperimarkkinalain 14 luvun 28 §:ssä tarkoitetun toimielimen jäsenenä, varajäsenenä tai toimihenkilönä saanut tietää arvopaperin liikkeeseenlaskijan taloudellista asemaa koskevan julkistamattoman seikan tai liike- tai ammattisalaisuuden, ei saa sitä ilmaista tai muuten paljastaa eikä käyttää hyväksi, jos sitä ei ole säädetty tai asianmukaisessa järjestyksessä määrätty ilmaistaivaksi tai ellei se, jonka hyväksi vaitiolovelvollisuus on säädetty, anna suostumustaan sen ilmaisemiseen. Ei voida kuitenkaan olla niin, että se, jonka hyväksi vaitiolovelvollisuus on säädetty, voisi antaa rangaistusvastuun poistavalla tavalla suostumuksensa esimerkiksi sisäpiirintiedon käyttämiselle lainkohdassa tarkoitetuille tahoille.

Markkinoiden ja sisäpiirintiedon väärinkäyttösääntelyn eräänä tavoitteena on saavuttaa ja ylläpitää riittävä ja uskottava *pelotevaikutus* markkinoilla. Tavoitteen saavuttaminen edellyttää riittävää kiinnijäämisriskiä ja kohtuullista rangaistustasoa väärinkäyttötilanteissa. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskevien rikosten havaitsemista, selvittämistä ja rankaisemista on pidetty yleisesti vaikeana.<sup>72</sup> Tätä oikeuskirjallisuudessa esitettyä näkemystä ei voida kuitenkaan pitää täysin perusteltuna ainakaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosten osalta. Erityisesti nykyaikaiset sähköiset kaupankäyntimenetelmät sekä toisaalta sisäpiiriläisten rekisteröintivelvollisuudet mahdollistavat erittäin tarkan ja ajantasaisen tiedon saamisen sisäpiiriläisten arvopaperikaupoista. Arvopaperikauppoja ei voida pääasiallisesti tehdä pörssin kaupankäyntijärjestelmässä salassa. Finanssivalvonnan uusi sisäpiirikaupankäynnin valvontajärjestelmä yhdistää raportoidut kauppätiedot sisäpiiriläisten tietoihin ja näin järjestelmä osaltaan tehostaa sekä automatisoi kaupankäynnin valvontaa.<sup>73</sup>

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytösten havaitsemista merkittävämmät epäkohdat liittyvät sisäpiirinsääntelyn tulkinnanvaraisuuteen ja epätasällisyyteen. Nämä seikat voivat johtaa epäselvissä tulkintatilanteissa aiheuttomasti tutkimatta, syyttämättä tai rankaisematta jättämiseen ja siksi pelotevaikutuksen laimentumiseen. Markkinaosapuolten näkökulmasta merkittävä epäkohta

<sup>71</sup> McGee 2009, s. 71.

<sup>72</sup> Häyrynen 2009, s. 22.

<sup>73</sup> Finanssivalvonta 2011a, s. 35.

on myös se, jos tulkinnanvaraista tai epätäsmällistä normia tulkitaan virheellisesti vastaajan vahingoksi. Kumpikin epäkohdista vaikuttaa kielteisesti arvopaperimarkkinoiden tehokkaaseen toimintaan sekä markkinaosapuolten arvopaperimarkkinoita kohtaan tuntemaan luottamukseen.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyllä puututaan ensisijaisesti tiedon käyttämiseen. Yleinen periaate on, että markkinoilla toimivien sijoittajien tulisi olla tiedollisesti samassa asemassa muiden markkinoilla toimivien kanssa. Tällaisessa täydellisessä tiedonsaannin optimitilanteessa ei kuitenkaan olisi olemassa sisäpiirintietoa (tai sellaista tietoa, joka muodostaisi haltijalleen tiedollisen ylivoima-aseman muihin verrattuna) tai ainakaan sellaista sisäpiirintietoa, jonka hyväksikäyttäminen pitäisi säätää rangaistavaksi. Tiedon täydellisessä optimitilanteessa kaikilla markkinaosapuolilla olisi samanaikaisesti käytettävissään samat ja mahdollisimman täydelliset tiedot kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista, ja arvopapereiden hinnoittelu heijastaisi kaikkea olemassa olevaa olennaista tietoa. Tällaisen optimitilanteen saavuttaminen on kuitenkin käytännössä mahdotonta, ja täysimääräisesti toteutuessaan se muodostuisi markkinoiden toiminnan esteeksi.<sup>74</sup>

Markkinaosapuolet eivät ole koskaan tosiasiallisesti täysin tasavertaisessa asemassa tiedonsaannin tai käytettävissä olevan tiedon sisällön suhteen, kuten tämän tutkimuksen lähtökohtaoletuksissa esitetään. Markkinaosapuolien tiedonsaannissa, tiedon määrässä ja tiedon laadussa on hyväksyttävä tietty vaihteluväli, mikä kuuluu myös tavanomaiseen sijoittajariskiin. Sisäpiirintiedon väärinkäytösääntelylläkään ei voida saavuttaa edellä kuvattua tiedon täydellistä optimitilannetta. Sääntelyllä ei edes pyritä tiedon täydelliseen tasapainoon markkinaosapuolten kesken eikä täydellinen tasapaino olisi saavutettavissa. Tiedon epätasapainotilanteet ovat välttämättömiä arvopaperimarkkinoiden toiminnalle. Epätasapainotilanteet ovat tästä huolimatta yksi keskeisimmistä arvopaperimarkkinoiden sääntelykohteista.<sup>75</sup> *Tiedon epätasapainotilanne on kuitenkin tosiasiallisesti nykyaikaisen vaihdannan tyyppitilanne.*<sup>76</sup>

<sup>74</sup> Näkemys vastaa *Grossman–Stiglitzin*-paradoksia. Mikäli neoklassisen taloustieteen teoria täydellisestä informaatiosta täydellisillä markkinoilla pitäisi paikkansa, johtaisi tämä markkinoiden tukahtumiseen. Ks. *Ahtonen* 2010, s. 96 (alaviite 253). Ks. laajemmin täydellisesti informoitujen markkinoiden mahdottomuudesta *Grossman – Stiglitz* 1980, s. 393–408.

<sup>75</sup> *Annola* 2001a, s. 2.

<sup>76</sup> Ks. myös *Timonen* 1997, s. 75. Mikäli kaikilla markkinaosapuolilla olisi yhtenevät tiedot ja odotukset markkinoilla, ei arvopaperimarkkinoita olisi olemassa lainkaan, koska vaihdantaa ei tapahtuisi. Arvopaperimarkkinoilla tapahtuu vaihdantaa vain siksi, että jotkut markkinaosapuolet pitävät arvopaperia ylihinnoiteltuna ja vastaavasti toiset markkinaosapuolet pitävät arvopaperia alihinnoiteltuna. Ks. *Ahtonen* 2010, s. 95–96.

*Akerlofin* käytettyjen autojen kaupankäynnistä kehittämän niin sanotun *sitruunateorian* mukaan markkinaosapuolten välinen tiedon epätasapainotilanne heikentää markkinoiden tehokkuutta, koska epätasapainoisen tiedon seurauksena markkinaosapuolet suhtautuvat toisiinsa skeptisesti. Skeptisyys johtaa puolestaan epäluuloon, mikä heikentää markkinoiden toimintaa.<sup>77</sup> Sitruunateorialla tarkoitetaan tilannetta, jossa toinen kaupan osapuolista tietää myytävästä kohteesta enemmän kuin toinen.

Tiedon epätasapainotilanteen edustaessa arvopaperimarkkinoiden tyyppitilannetta se on samalla osoitus siitä, etteivät arvopaperimarkkinat toimi taloustieteellisesti optimitehokkaalla tavalla. Toisin sanoen markkinat toimivat tyyppillisesti ainakin jossain määrin tehottomasti. Tämä peruslähtökohta on huomioitava ja hyväksyttävä arvopaperimarkkinaoikeudellisia normeja tulkittaessa. Tällöin arvopaperimarkkinaoikeudellisten normien tulkinnassakaan ei tule lähteä siitä, että tulkinnan lopputuloksen tulisi tavoitella tiedon täydellistä optimitilannetta. *Tietty tiedollinen epätasapaino ja eriarvoisuus markkinaosapuolten välillä on hyväksyttävä sanktioimattomaksi markkinoiden tyyppitilanteeksi.*

---

<sup>77</sup> *Akerlof* 1970, s. 488–500; ks. myös *Akerlof* 1984, s. 7–22. Sitruunateoria tunnetaan määritelmällisesti myös *negatiivisen valikoitumisen* kehänä.





---

## 3 Määritelmälliset apuvälineet

Sisäpiirintiedon syntymistä arvioitaessa viitataan usein arvopaperimarkkinoiden *tehokkuuteen, luottamukseen sekä järkevän ja huolellisen sijoittajan* toimintaan arvopaperimarkkinoilla. Nämä pääasiallisesti taloustieteestä omaksutut määritelmät ovat kuitenkin jääneet arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä tarkemmin systematisoimatta, ja siksi niiden käyttäminen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön tulkintavälineinä on ollut osin jäsentymätöntä. Jäsentymättömyys on osaltaan johtanut tulkintaepäselvyyksiin arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä, kuten esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymistä, arvioitaessa.

### 3.1 TEHOKKUUS

Markkinoiden tehokkuutta voidaan arvioida muun muassa operatiivisen, allokaatiivisen ja/tai informatiivisen tehokkuuden perusteella. *Markkinoiden operatiivinen tehokkuus* merkitsee sitä, että arvopaperikauppaa tehdään nopeasti, luotettavasti ja kustannustehokkaasti. *Markkinoiden allokaatiivinen tehokkuus* tarkoittaa niukkojen resurssien kohdentamista kilpailevien pyyntöjen kesken siten, että ne maksimoivat nettohyötyä. *Informatiivisesti tehokkaat markkinat* heijastavat kaikkea saatavilla olevaa tietoa.<sup>78</sup> Sisäpiirinsäätelyn kannalta keskeinen markkinatehokkuuden muoto liittyy informatiivisesti tehokkaiden markkinoiden toimintaan ja arviointiin.

Jos arvopaperimarkkinoiden informatiivinen tehokkuus on (vähintään) *heikolla* tasolla, arvopaperin aiemman hintakehityksen perusteella ei voida ennustaa tulevaa kehitystä, koska aiemmasta hintakehityksestä saatava informaatio sisältyy jo päivän kurssiin. *Keskivahvasti* informatiivisesti tehokkailla arvopaperimarkkinoilla arvopaperin kurssi heijastaa tietoa aiemmasta kurssikehityksestä sekä kaikkea muuta liikkeeseenlaskijasta julkisesti saatavilla olevaa tietoa. *Vahvasti* informatiivisesti tehokkailla markkinoilla arvopaperin kurssi sisältää julkisten tietojen lisäksi myös kaikki ei-julkiset arvopaperin kurssiin vaikuttavat tiedot. Vahvasti tehokkailla informatiivisilla markkinoilla yksittäinen markkinaosapuoli ei voi saavuttaa tiedollista etumatkaa muihin markkinaosapuoliin näh-

---

<sup>78</sup> Ks. esimerkiksi *Barnes* 2009, s. 19.

den, koska arvopaperin kurssi sisältää jo kaiken olemassa olevan kurssiin vaikuttavan olennaisen julkisen ja ei-julkisen tiedon.<sup>79</sup>

Suomessa arvopaperimarkkinoiden on katsottu saavuttavan joissain tapauksissa varauksella *keskivahvan informatiivisen tehokkuuden* asteen, joskin toisaalta on katsottu, etteivät arvopaperimarkkinat saavuttaisi edes informatiivisen tehokkuuden heikointa muotoa.<sup>80</sup> Informatiivisen tehokkuuden heikko toteutuminen Suomessa puoltaa sisäpiirinsäätelyn olemassaoloa markkinoiden näkökulmasta, koska heikosti tai keskivahvasti tehokkaat markkinat ovat herkempiä mahdollisille väärinkäytöksille, ja siksi arvopaperimarkkinat tarvitsevat toimiakseen sääntelyllistä tukea.<sup>81</sup>

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta arvioitaessa voidaan huomiota kiinnittää myös liikkeeseenlaskijoiden *osakkeiden likvidiyteen*. Asetus 2006/1287:n perusteella on ilmeistä, että vain harvojen suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden osakkeet ovat likvidejä asetuksessa tarkoitettulla tavalla. Asetuksen mukaan osakkeella katsotaan olevan likvidit markkinat, jos sillä käydään päivittäin kauppaa, vapaasti vaihdettavien osakkeiden arvo on vähintään 500 miljoonaa euroa, osakkeilla päivittäin tehtyjen kauppojen lukumäärä on keskimäärin 500 kappaletta ja osakkeen päivävaihto on keskimäärin vähintään 2 miljoonaa euroa.<sup>82</sup> Mitä likvidimpi markkina osakkeella on, sitä vähemmän mahdolliset markkinoiden häiriötilanteet vaikuttavat osakekurssiin. Vastaavasti, mikäli osakkeen markkina on epälikvidi, aiheuttavat häiriöt todennäköisesti voimakkaampia kurssi-reaktioita. Epälikvidillä markkinalla sisäpiirinsäätely on tarpeellisempaa, koska sillä suojataan markkinoiden tehokkuutta. Likvidillä markkinalla markkinat korjaavat itse omat häiriötilansa tehokkaasti, eikä esimerkiksi ankara sisäpiirinsäätely ole (ainakaan tehokkuuden näkökulmasta) välttämätöntä. Myös tosiasiallisesti varsin heikko arvopaperimarkkinoiden likvidiys puoltaa sisäpiirinsäätelyn olemassaoloa Suomessa.

Rahoitustieteessä tehokkuus voidaan jakaa ulkoiseen ja sisäiseen tehokkuuteen, joista sisäpiirinsäätelyn näkökulmasta merkityksellistä on erityisesti *ulkoinen tehokkuus*. Ulkoinen tehokkuus tarkoittaa sitä, että informaatio on nopeasti ja laajalti sijoittajien tiedossa. Sisäpiirinsäätelyssä tehokkuuden tavoit-

<sup>79</sup> *Fama* 1970, s. 414–416; *Norros* 2009, s. 225.

<sup>80</sup> *Norros* 2009, s. 226–227; ks. yleisemmin muun muassa *Leppiniemi* 2005, s. 117.

<sup>81</sup> Oikeudellisen sääntelyn tarve kasvaa, mikäli markkinat eivät toimi markkinahäiriöiden vuoksi. Markkinahäiriöitä voi aiheutua esimerkiksi epätäydellisestä kilpailusta, epätäydellisestä informaatiosta, rajoittuneesta rationaalisuudesta, julkishyödykkeistä sekä ulkoisvaikutuksista. Myös oikeudellinen sääntely aiheuttaa häiriöitä markkinoiden toimintaan, ja siksi oikeudellisen sääntelyn tulisi olla eräiden näkemysten mukaisesti mahdollisimman vähäistä. Oikeudelliseen sääntelyyn tulisi ryhtyä ainoastaan silloin, kun markkinat eivät pysty itse korjaamaan markkinahäiriöitä. Ks. *Shavel* 1993; markkinahäiriöistä yleisemmin ks. esimerkiksi *Cooter – Ulen* 2004.

<sup>82</sup> *Asetus* 2006/1287 (artikla 22). Ks. myös HE 43/2007 vp, s. 21.

teen välitön korostaminen ei ole kuitenkaan ensisijaista, koska sisäpiirinsääntelyssä on nimenomaisesti poikettu tehokkaiden markkinoiden teoriasta. Tehokkuuden sijaan korostetaan puolueettomuuden ja siihen kuuluvan oikeudenmukaisuuden tavoitteita. Tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden tavoitteita ei pidä nähdä markkinoilla välttämättä vastakkaisina, koska sijoittajien luottamus markkinoiden oikeudenmukaisuuteen on edellytys aktiiviselle kaupankäynnille ja täten siis myös tehokkuustavoitteiden saavuttamiselle.<sup>83</sup> Markkinoiden tehokkuus- ja oikeudenmukaisuusargumentit eivät ole toisilleen vastakkaisia siksiäkään, koska epäluotettavat markkinat ovat epäoikeudenmukaiset ja tällöin myös tehottomat. Rationaaliset markkinaosapuolet eivät halua osallistua epäoikeudenmukaiseen toimintaan.<sup>84</sup> Yleistäen voidaan todeta, että taloustieteilijät puoltavat sisäpiirinkaupankäynnin sallimista, koska se lisää markkinoiden tehokkuutta taloustieteellisestä näkökulmasta, kun taas oikeustieteilijät puoltavat sisäpiirinkaupankäynnin kieltämistä oikeudenmukaisuusargumenteilla.<sup>85</sup> Näkökulmat kuvastavat tehokkuusargumentin erilaisia käyttömahdollisuuksia, jotka ovat osin keskenään jännitteisiä valitusta tarkastelunäkökulmasta riippuen.

Jos sääntelyssä keskitytään ainoastaan markkinoiden tehokkuuden maksimointiin, sivuutetaan tällöin usein oikeudenmukaisuusnäkökohtia. Tällainen arvopaperikauppaan liittyvä oikeudenmukaisuusnäkökohta on esimerkiksi tulonjakautuminen. Tällöin voitaisiin perustellusti kysyä, liittyykö sisäpiirinsääntely itse asiassa oikeudenmukaiseen tulonjaon varmistamiseen painotettaessa vastuuperusteen syntymistä *taloudellisen hyödyn perusteella*, koska oikeudettomalla sisäpiirinkaupalla ei saa hyötyä ansiotta muiden markkinaosapuolten (tai markkinoiden) kustannuksella. Tulonjaolliset oikeudenmukaisuuskysymykset voisivat kuitenkin olla ratkaistavissa esimerkiksi verotuksen tai muiden varallisuuden siirtojen avulla, eikä sisäpiirinsääntelyn, sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoinnin, rikoshyödyn palauttamisen tai vahingonkorvauksen keinoin.<sup>86</sup> Esitetyn näkemyksen mukaan erityisesti yksityisoikeudellinen sääntely tulisi kohdentaa siten, että yhteiskunnan kokonaisvarallisuus muodostuu mahdollisimman suureksi. Tällöin kansalaisilla olisi enemmän jaettavaa. Jos yksityisoikeudelliset oikeussäännöt valitaan niiden tulonjako-ominaisuuksien perusteella, voidaan päätyä yhteiskunnan kokonaishyvinvoinnin kannalta tehottomaan voimavarojen jakautumiseen.<sup>87</sup>

Sisäpiirintiedon määritelmän tulee osoittaa riittävän tarkasti ja ennakoitavasti, milloin markkinaosapuolet saavat käydä arvopaperikauppaa. Tällöin sisäpiirinsääntely tulisi tehokkuussyistä pitää suppeana ja tulkintatilanteissa olisi nouda-

<sup>83</sup> Annola 2005, s. 109–110 (myös alaviitteet 200, 202).

<sup>84</sup> Knuts 2011a, s. 18–19.

<sup>85</sup> Ks. myös Kurenmaa 2003, s. 32–33.

<sup>86</sup> Wennberg 1999, s. 244.

<sup>87</sup> Polinsky 1989, s. 7–10.

tettava kaupankäynnin rajoittamisen näkökulmasta supistavaa tulkintaa. Tämä kannustaisi markkinaosapuolia hankkimaan ja hyödyntämään tietoa sijoitustoiminnassa käytettäväksi. Tällöin arvopaperimarkkinat toimisivat vastaavasti tehokkaammin.<sup>88</sup>

Puolueettomille markkinoille kaikilla sijoittajilla on avoin pääsy ja sijoittajilla on samanlaiset mahdollisuudet käyttää kaupankäynnissä hyväkseen tietoa arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista. Puolueettomilla arvopaperimarkkinoilla yksittäinen markkinaosapuoli ei pysty ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä. Tehokkailla arvopaperimarkkinoilla liikkeeseenlaskijaan, arvopaperiin ja markkinoihin yleensä liittyvät tiedot heijastuvat kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden hintoihin.<sup>89</sup>

Arvopapereiden hinnanmuodostuksen tehokkuudelle ei ole olemassa yksiselitteistä määritelmää. Hinnanmuodostuksen tehokkuutta ei tule ylipäänsä ymmärtää ominaisuudeksi, joka tietyllä arvopaperilla joko on tai ei ole. Tehokkuus on suhteellinen määre ja se voi vaihdella eri tilanteissa. Tehokkuus voi vaihdella myös eri ajanjaksojen ja erityyppisten markkinoille annettujen tietojen välillä.<sup>90</sup>

Tehokkailta markkinoilta edellytetään sääntelyä. Toisaalta tehokkaiden markkinoiden tulee olla mahdollisimman niukasti ja selkeästi säänneltyt. Tehokkailla markkinoilla markkinaosapuolilla on mahdollisimman suuri toimintavapaus omien intressiensä toteuttamiseksi. Tehokkuus markkinoilla toteutuu parhaiten silloin, kun liikkeeseenlaskija julkaisee tai tiedottaa arvopaperimarkkinoille arvopaperin arvoon vaikuttavat olennaiset tiedot täsmällisesti, oikea-aikaisesti ja oikeasisältöisesti. Tällöin kaikilla markkinaosapuolilla on käytettävissään nämä tiedot, jotka heijastuvat arvopaperin hintaan. Arvopaperimarkkinoiden tehokkuus muodostuu tiedottamista koskevan sääntelyn ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan sääntelyn *tilanneherkästä soveltamisesta* huomioiden kummankin sääntelyn tavoitteet ja taustalla vaikuttavat tavoitteet. Tehokkuus muodostuu lisäksi yksityiskohtaisen, selkeän ja ääritapauksessa rangaistukseen johtavan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan sääntelyn ja toisaalta mahdollisimman suuren toimintavapauden mahdollistavan sääntelyn (sääntelemättömyyden) *tasapainottamisesta* markkinoiden kulloisenkin tehokkuusasteen mukaan.

<sup>88</sup> Knuts 2011a, s. 16–18.

<sup>89</sup> Ks. myös HE 157/1988 vp, s. 3; Hansen 2001, s. 68–69; Harju 2006, s. 663.

<sup>90</sup> Norros 2009, s. 238.

## 3.2 LUOTTAMUS

Liikkeeseenlaskijatiedolla tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan itsestään markkinoille antamaa ja välittämää tietoa. Markkinaluottamus perustuu liikkeeseenlaskijatietoon. Liikkeeseenlaskijatieto on liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvää tietoa.<sup>91</sup> Jos liikkeeseenlaskijan itsestään markkinoille antama tieto on mahdollisimman oikeaa ja se vastaa aikaisemmin markkinoille annettuja ennusteita ja tietoja mahdollisimman tarkasti (tai jos annettava tieto jollain muotoa ylittää aikaisemmin annetut ennusteet ja tiedot myönteisellä tavalla), sijoittajien luottamus liikkeeseenlaskijaa (ja sen arvopaperia) kohtaan lähtökohtaisesti kasvaa. Tämän tulisi vaikuttaa positiivisesti sijoittajien kaupankäyntihalukkuuteen kyseisen liikkeeseenlaskijan arvopapereilla. Liikkeeseenlaskijoiden intressissä on siksi antaa itsestään markkinoille mahdollisimman luotettava ja positiivinen kuva. Toisaalta toistuvat positiivisetkin ”yllätykset” (esimerkiksi positiiviset tulosvaroitukset) voivat heikentää esimerkiksi liikkeeseenlaskijan taloushallinnon järjestelmien tai menettelytapojen luotettavuudesta markkinoille välittyvää kuvaa ja vaikuttaa osaltaan negatiivisesti liikkeeseenlaskijaluottamukseen.

Pääsääntöisesti liikkeeseenlaskija edistää markkinaluottamustaan *jatkuvan tiedonantovelvollisuuden* ja *säännöllisen tiedonantovelvollisuuden* täyttämislä.

*Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden* osalta liikkeeseenlaskijan on arvopaperimarkkinalain 6 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätökset sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja sisäpiirintiedon syntymisen välistä suhdetta on arvioitu tässä tutkimuksessa jo aikaisemmin.

*Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden* osalta liikkeeseenlaskijan on arvopaperimarkkinalain (i) 7 luvun 5 §:n mukaan julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen sitä yhtiökokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä, ja (ii) 7 luvun 10 §:n mukaan julkistettava osavuosi katsaus tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta.

Liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttämättä jättämisen on katsottu syyttämiskäytännössä täyttävän tiedottamisrikoksen lisäksi joskus

<sup>91</sup> Knuts 2011a, s. 35.

sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen ja markkinoiden vääristämisen tunnusmerkistöt.<sup>92</sup> Tällöin esimerkiksi vuosituhannen vaihteessa pörssiin listautuneet teknologiasektorin yhtiöt ovat joissain tapauksissa antaneet markkinoille optimistia tulevaisuudennäkymiä, joita on taloudellisen suhdanteen käännyttyä seurannut odottamatonta tulosvaroituksia. Tulosvaroitusten aiheuttamat voimakkaat kursivaikutukset sekä eräisiin tapauksiin liittyneet yhtiön sisäpiiriläisten samanaikaiset osakkeiden myynnit ovat aiheuttaneet epäilyjä ja myös oikeudenkäyntejä mahdollisiin väärinkäyttöihin liittyen. Sisäpiiriläisillä on aina muita markkina-osapuolia parempaa ja yksityiskohtaisempaa tietoa liikkeeseenlaskijan tilasta, ja siksi kiusauksen tietojen hyväksikäyttöön on katsottu olevan suuri.<sup>93</sup> Rikosepäilyissä ja oikeudenkäynneissä on näiltä osin ollut kysymys muun muassa liikkeeseenlaskijoiden markkinoille antamien tietojen luotettavuudesta ja paikkansapitävyydestä sekä tiedottamisajankohtaan kytketyistä osakekaupoista. Keskeisiä arvopaperimarkkinarikosoikeudenkäyntejä tältä osin ovat olleet *TJ Groupin* ja *Jippii Groupin* jutut.

*TJ Groupin* jutussa oli kysymys siitä, että vastaajat olivat yhtiön osakeanti- ja myyntitilanteessa antaneet listalleottoesitteessä yhtiön tuloksesta ja tulevaisuuden näkymistä totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja sekä käyttäneet näitä tietoja hyväkseen syyllistyen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön sekä arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen.<sup>94</sup>

*Jippii Groupin* jutussa oli kysymys siitä, että liikkeeseenlaskijan väitettiin antaneen sekä jatkuvan että säännöllisen tiedonantovelvollisuuden yhteydessä arvopaperimarkkinoille vääriä ja paikkansapitämättömiä tietoja (pääasiassa yhtiön Saksan tytäryhtiön Jippii GmbH:n tilinpäätöksestä) ja että vastaajat olisivat tämän perusteella syyllistyneet sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, arvo-

<sup>92</sup> Useamman tunnusmerkistön täyttymiseen yhdellä teolla tai tekokokonaisuudella liittyy muun muassa *konkurensiongelma*, jota ei tässä tutkimuksessa ole mahdollisuutta arvioida tarkemmin.

<sup>93</sup> *Haapanen 2007*, s. 33. *Haapasen* esittämää kategorisoivaa näkemystä sisäpiiriläisten toiminnan motiiveista listautumisanteihin liittyen ei voida pitää täysin perusteltuna. Usein sisäpiiriläisten osakemyynnit listautumistilanteessa ovat liittyneet muun muassa osakkeen riittävän likvidiuden turvaamiseen markkinoilla tai muihin perusteluihin syihin.

<sup>94</sup> Ks. KKO 2009:1. Korkeimmassa oikeudessa ei kysymys ollut enää sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymisen arvioinnista vaan *rangaistusseuraamuksesta sekä rikoshyödyn määrästä*. Helsingin käräjäoikeus oli tuominnut yhtiön toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan sakkorangaistukseen tiedottamisrikoksesta hyläten muut syytteet. Helsingin hovioikeus hyväksyi syytteen myös sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta ja tuomitsi yhtiön toimitusjohtajan sekä hallituksen puheenjohtajan kahden vuoden ehdollisiin vankeusrangaistuksiin. Vähemmistöön jäänyt hovioikeudenneuvos olisi tuominnut vastaajat kahden vuoden kuuden kuukauden mittaisiin ehdottomiin vankeusrangaistuksiin. Korkein oikeus tuomitsi vastaajat kahden vuoden neljän kuukauden mittaisiin ehdottomiin vankeusrangaistuksiin.

paperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen sekä markkinoiden vääristämiseen.<sup>95</sup>

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden edellytyksenä on se, että markkinaosapuolet tuntevat luottamusta markkinoita kohtaan ja että markkinaosapuolet mielivät markkinoiden pelisäännöt oikeudenmukaisiksi. Markkinoita kohtaan tunnettu luottamus ei perustu ainoastaan sääntöjen olemassaoloon vaan myös sääntöjen noudattamiseen, noudattamisen tehokkaaseen valvontaan ja seuraamusten riittävän tehokkaaseen soveltamiseen.<sup>96</sup> Näin ollen ainoastaan sääntelyn lisääminen ei paranna markkinaosapuolten luottamusta.<sup>97</sup> Luottamus muodostuu sääntelykokonaisuuden läpäisykyvystä kaikilla arvopaperimarkkinoiden osa-alueilla.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä pidetään yhtenä merkittävimpänä arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta heikentävänä ilmiönä.<sup>98</sup> Usein jo pelkkä epäily arvopaperimarkkinoiden tai sisäpiirintiedon väärinkäytöstä heikentää luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen sekä lisäksi liikkeeseenlaskijaan ja sisäpiiriläiseen.<sup>99</sup> Tämä on toisaalta osoitus arvopaperimarkkinoiden heikohkosta tehokkuudesta, koska tehokkaammilla markkinoilla sisäpiirintiedon väärinkäytön vaikutukset jäisivät todennäköisesti esitettyä vähäisemmiksi.

Sisäpiirinsääntelyn tehtävänä on suojella luottamusta markkinoita ja kaupankäyntijärjestelmää kohtaan. Sisäpiirinsääntely ei tähtää liikkeeseenlaskijan tai markkinaosapuolien suojelemiseen vaan nimenomaisesti niiden markkinoiden suojelemiseen, joilla liikkeeseenlaskijoiden arvopapereilla käydään kauppaa. Sääntelyn tarkoitus on edesauttaa arvopaperikaupan sujuvuutta, joka riippuu sijoittajien luottamuksesta markkinoiden puolueettomaan toimintaan. Sisäpiirin-

<sup>95</sup> Helsingin hovioikeus hylkäsi joulukuussa 2012 syyttäjän valituksen ja pysytti Helsingin käräjäoikeuden vuonna 2007 antaman tuomion, jolla kaikki syytteet oli hylätty. Korkein oikeus ei myöntänyt asiassa valituslupaa. Helsingin hovioikeus oli jo vuonna 2009 tuominnut pääosan vastaajista (osin ankariin) rangaistuksiin arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta, sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, kirjanpitorikoksesta sekä erinäisistä avunantorikoksista. Korkein oikeus purki sittemmin Helsingin hovioikeuden vuonna 2009 antaman tuomion hovioikeuden kokoonpanon *esteellisyyden* vuoksi ja juttu palautettiin uudelleen hovioikeuden käsiteltäväksi. *Jippii Groupin* juttuun liittyvästä hovioikeuden kokoonpanon esteellisyydestä ja jutun palauttamisesta uudelleen hovioikeuden käsiteltäväksi ks. tarkemmin KKO 2010:78.

<sup>96</sup> HE 32/2012 vp, s. 69.

<sup>97</sup> *Rider – Alexander – Linklater – Bazley* 2009, s. 1.

<sup>98</sup> *Häyrynen* 2006a, s. 95.

<sup>99</sup> *Ståhlberg* 2000, s. 731. Huomiota on kiinnitetty myös siihen, että usein valvontaviranomainen on kohdistanut henkilöihin rikosepäilyjä, jotka on myöhemmin todettu perusteettomiksi. Kun rikosepäily on julkistunut, on tämä käytännössä johtanut usein rikosepäilyn kohteena olevan henkilön ammatillisen uran huomattavaan vaikeutumiseen ja ääritilanteissa uran päättymiseen. Liikkeeseenlaskijoiden sisäpiiriläisten ja muiden johtohenkilöiden oikeusturvan näkökulmasta tulee pyrkiä siihen, ettei perusteettomia tutkintoja aloiteta, ja toisaalta, että tutkinnan aloittamiselle pitää olla aina riittävät perusteet. Samansuuntaisesti ks. *Sillanpää* 2006, s. 686–687.



tietoa väärinkäyttävien sijoittajien on myös katsottu ”vääristävän markkinoita”, ja siksi yleisen luottamuksen markkinoita kohtaan on katsottu samalla vähenevän.<sup>100</sup>

Kansainvälisesti yhdentyneet ja tehokkaat rahoitusmarkkinat edellyttävät, että markkinat ovat luotettavat. Arvopaperimarkkinoiden häiriötön toiminta ja yleinen luottamus markkinoihin ovat vaurauden ja talouskasvun edellytyksiä. Markkinoiden väärinkäyttötapaukset vähentävät myös rahoitusmarkkinoiden yleistä luotettavuutta.<sup>101</sup>

Markkinaluottamus kytkeytyy voimakkaasti liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedottamisvelvollisuuden täyttämiseen. Oikea-aikainen ja -sisältöinen tiedottaminen tukevat markkinoiden liikkeeseenlaskijaa kohtaan tuntemaa luottamusta. Markkinaluottamus on puolestaan markkinatohokkuuden osaedellytys. Mitä luotettavampana markkinat liikkeeseenlaskijaa ja sen arvopaperista markkinoille antamia tietoja pitävät, sitä tehokkaampaa on liikkeeseenlaskijan arvopaperin hinnanmuodostus ja kaupankäynti arvopaperimarkkinoilla.

Niin sanotun *Stoutin* teorian mukaan luottamus markkinoiden toimintaan tarkoittaa käytännössä muun muassa sitä, että sijoittaja voi luottaa siihen, että *sijoituksella on taloudellista arvoa*. Sijoittajan ei tällöin tarvitse erityisesti varmistua siitä, että sijoitetut varat on *todellisuudessa sijoitettu* tiettyihin arvopapereihin. Sijoittajan ei myöskään tarvitse erityisesti varmistua siitä, että liikkeeseenlaskija on laskenut liikkeelle *juuri ne arvopaperit*, jotka sijoittaja on ostanut. Sijoittajan ei tarvitse varmistua myöskään siitä, että liikkeeseenlaskijan antamat *tiedot pitävät paikkansa*. Sijoittaja voi lisäksi luottaa siihen, että liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevat henkilöt *eivät anasta itselleen* yhtiön sijoitettuja varoja. Sijoittaja voi myös luottaa siihen, että liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevat henkilöt *eivät käytä omaksi hyväkseen* ja samalla sijoittajien vahingoksi sellaista tietoa, joka vaikuttaa arvopaperin arvoon. Edellä kuvatusta sijoittajasta on käytetty määritelmää ”*luottava sijoittaja*” (*trusting investor*). Luottava sijoittaja on nykyaikaisten markkinoiden toiminnan edellytys. Sijoittajien luottamus perustuu siihen, että oikeusjärjestelmä asettaa markkinaosapuolille tehokkaat rajoitteet väärinkäytöksen osalta siten, että sijoittamisen edut ylittävät siihen liittyvät riskit. Tämän luottamuksen ylläpitäminen edellyttää, että lainsäätäjä säätää tehokkaita normeja ja että valvontaviranomaiset valvovat näiden normien noudattamista. Tällöin luottava sijoittaja luottaa itse asiassa oikeusjärjestelmään eikä varsinaisesti muihin

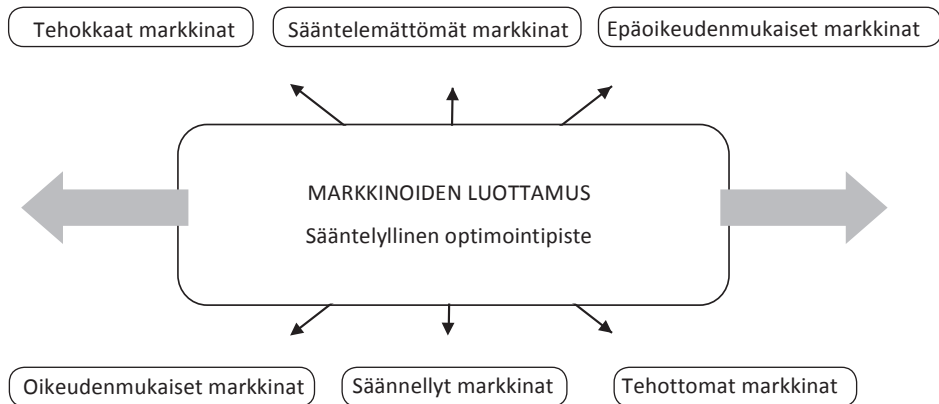
<sup>100</sup> Kurenmaa 2003, s. 35. Kurenmaan käyttämä ilmaisu ”vääristää markkinoita” ei ole asiayhteydessään täysin perusteltu eikä markkinoiden vääristäminen tai vääristyminen ole esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoksen tunnusmerkistökiteijä. Voidaan arvioida kriittisesti myös sitä, voisiko esimerkiksi yksittäinen sisäpiirinkauppa millään tavalla tosiasiallisesti ”vääristää” markkinoita tai arvopaperin hinnanmuodostusta edes lyhyellä aikajänteellä heikkoa tehokkaammilla markkinoilla.

<sup>101</sup> Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus 2011, s. 16 (kohta 2).

markkinaosapuoliin tai markkinoihin.<sup>102</sup> Tämä korostaa oikein ja oikeudenmukaisesti toimivan oikeusjärjestelmän, ja sen osana sääntelyjärjestelmän, merkitystä arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan takaajana.

Edellä kuvatun *Stoutin* teorian mukaan myös liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevien henkilöiden oikeudettomat *liikkeeseenlaskijan varallisuuteen* kohdistuvat teot (esimerkiksi kavallus tai varkaus) olisivat omiaan heikentämään sijoittajien luottamusta. Tällöin luottamuksen heikkeneminen kohdistuisi kuitenkin välittömästi pääasiassa *liikkeeseenlaskijaan* ja esimerkiksi liikkeeseenlaskijan sisäisiin valvontajärjestelmiin eikä niinkään markkinoihin tai oikeusjärjestelmään, joiden osalta vaikutus olisi korkeintaan välillinen.

Markkinoiden tehokkuus, luottamus, oikeudenmukaisuus sekä sääntely nivoutuvat yhteen. Arvopaperimarkkinoiden suojeleobjekti, markkinoiden luottamus, syntyy tehokkuuden, sääntelyn ja oikeudenmukaisuuden leikkauspisteessä. Kun markkinaosapuolet kokevat markkinat riittävän tehokkaiksi, riittävän oikeudenmukaisiksi ja riittävästi säännellyiksi, toimivat markkinat sääntelyn näkökulmasta optimaalisesti. Tätä leikkauspistettä voidaan kutsua arvopaperimarkkinoiden sääntelylliseksi *optimointipisteeksi*.



**Kuvio 6.** Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tehokkuus-, luottamus- ja oikeudenmukaisuusmatriisi.

<sup>102</sup> *Stout* 2002, s. 2–3, 13, 21, 35; ks. myös *Hakamies* 2012, s. 306.

Kuvio osoittaa markkinoiden luottamuksen syntyvän tehokkuuden, sääntelyn ja oikeudenmukaisuuden sääntelyllisessä optimointipisteessä, joka on tässä tasapainoisesti matriisin keskellä. Tällöin tehokkuus-, sääntely- ja oikeudenmukaisuusnäkökohdat tulevat huomioiduksi tasapuolisesti samoilla painoarvoilla. Koska painoarvot ovat samat, muodostuu markkinoiden luottamus näiden tekijöiden tasapainoisesta optimoinnista. Jos jonkin elementin painoarvoa muutetaan (liutetaan esimerkiksi kuviossa oikealle tai vasemmalle), siirtyy optimointipiste vastaavalla tavalla, ja samalla kokonaisuus epätasapainottuu. Tällöin esimerkiksi markkinoiden tehokkuustaso voisi olla ylipainossa, mikä johtaisi samalla sääntelytason alipainottumiseen.

### 3.3 JÄRKEVÄ JA HUOLELLINEN SIJOITTAJA

#### 3.3.1 Taloustieteellinen järkevä sijoittaja

Arvopaperimarkkinoita analysoiva oikeustaloustieteellinen tutkimussuuntaus on perustanut markkinoita ja niiden toimintaa selittävät kannanottonsa pitkälti ”sijoittajan järkevien odotusten mallille” (*rational expectations investor model*). Mallin mukaisesti sijoittajat ovat laskelmoivia, järkeviä ja ainoastaan omia intressejään edustavia yksilöitä. Järkevien odotusten mukaisesti toimiva sijoittaja olettaa myös muiden markkinaosapuolten toimivan vastaavalla itsekkäällä ja rationaalisella tavalla.<sup>103</sup> Markkinatalouden peruseriaatteiden mukaan kunkin markkinaosapuolen pyrkimys ajaa (vain) omaa etuaan on samalla myös kaikkien (muiden) markkinaosapuolten edun mukaista. Vapaiden markkinoiden hyvinvointia tuottavalle oletukselle on haettu perusteita *Adam Smithin* vuonna 1776 esittämän *näkymättömän käden ideasta*, jonka mukaisesti silloin, kun toimija saa vapaasti ajaa omaa etuaan, on lopputulos myös kokonaisuuden kannalta paras mahdollinen.<sup>104</sup> Erityisesti neoklassiseen taloustieteeseen perustuvat teoriat pohjautuvat ideaalimaailmaan, jossa toimijat, käyttäytyminen, instituutiot ja markkinat nähdään yksinkertaisina täydellisten markkinoiden ympäristössä. Tällöin markkinaosapuolten oletetaan maksimoivan omat hyötynsä markkinoilla.<sup>105</sup> Oi-

<sup>103</sup> Stout 2002, s. 6. Rationaalisen valinnan teorian avulla yksilöiden päätöksentekoa voidaan mallintaa ja tämän perusteella tehdä ennustuksia yksilöiden markkinakäyttäytymisestä. Yksilön valintaa epävarmuustilanteessa kuvataan taloustieteessä *odotetun hyödyn teorian avulla*. Teorian mukaan yksilö maksimoi hyötynsä valitsemalla vaihtoehdon, jonka odotettavissa oleva hyöty on suurin. Ks. Ahtonen 2010, s. 74, 76.

<sup>104</sup> Wennberg 1999, s. 242.

<sup>105</sup> Vahtera 2011, s. 39. Oikeustaloustieteeseen omaksuttu *Smithin* teoria itsekkyyden ja markkina-tehokkuuden välisestä suhteesta ei ole kaikilta osin perusteltu eikä se näin yksinkertaistettuna

keustaloustieteessä ei anneta itsenäistä arvoa tai merkitystä sille, että ihmisen (markkinaosapuolen) tulisi pitää huolta myös toisten eduista.<sup>106</sup> Taloustiede pelkistää normin noudattamiseen liittyvän valintapäätöksen haitta- ja hyötylaskelmaan. Uuden varallisuusoikeudellisen teorian yksi keskeisistä teemoista on kuitenkin se, että jokaisen markkinaosapuolen on otettava omassa toiminnassaan huomioon myös muiden markkinaosapuolten perustellut ja kohtuulliset odotukset, ja siksi teoria irtautuu tältä osin esimerkiksi neoklassisen taloustieteen keskeisistä tai tuo vähintään uuden näkökulman siihen.

Myös järkevien odotusten mukaisesti toimiva sijoittaja tekee joskus epäonnistuneita sijoituspäätöksiä.<sup>107</sup> Epäonnistumisten ja virheiden tekemisen lisäksi on selvää, että markkinoilla toimii jo lähtökohdiltaankin enemmän ja vähemmän rationaalisia markkinaosapuolia. Laajan joukon markkinaosapuolia tulisi toimia systemaattisen ei-rationaalisesti, jotta toiminnalla olisi vaikutusta markkinoiden tehokkuuteen. Tällaisen (teoreettisen) vaikutuksen suuruus markkinoiden tehokkuudelle riippuisi kuitenkin rationaalisesti ja ei-rationaalisesti toimivien markkinaosapuolten käytössä olevien pääomien suuruudesta.<sup>108</sup>

Rationaliteetin muodollisen määritelmän mukaan rationaalinen valinta on tehtävissä ainoastaan tiettyjen edellytysten varassa. Ensinnäkin, rationaalisen valinnan edellytyksenä on, että käytettävissä on täydellinen tieto valinnan kohteista ja että tämä tieto pystytään vastaanottamaan ja prosessoimaan. Toiseksi, valinnan kohteista on pystyttävä muodostamaan preferenssijärjestys. Kolmas edellytys rationaalille valinnalle on se, että valitaan saatavilla olevista vaihtoehdoista se, joka maksimoi hyödyn. Hyöty maksimoidaan valitsemalla preferenssijärjestyksessä korkeimmalla oleva vaihtoehto, jonka käytettävissä oleva budjetti mahdollistaa. Näin ollen budjettirajoite voi aiheuttaa valinnan kohdentumisen preferenssijärjestyksessä myös optimivalintaa alhaisemmalle tasolle.<sup>109</sup>

Tässä tutkimuksessa omaksutun näkemyksen mukaisesti markkinaosapuolet eivät tee kaikkia sijoituspäätöksiään järkevästi edellä esitetyn taloustieteellisen järkevän sijoittajan mallin mukaisesti, kaikki markkinaosapuolet eivät käyttäydy samalla tavalla eikä heillä ole myöskään käytettävissään samoja tietoja kaupankäynnin kohteena olevasta arvopaperista. Modernissa yhteiskunnassa markkinaosapuolet eivät myöskään saa tai voi tehdä kaikkia ratkaisujaan vapaasti oman

---

vaa myöskään *Smithin* kokonaisteorian sisältöä. *Smith* korosti teoriassaan myös instituutioiden asemaa sekä itsekkään käyttäytymisen *vahingollisia vaikutuksia* yhteiskunnalle. Ks. esimerkiksi *Palmer* 2012, s. 87.

<sup>106</sup> *Dworkin* 1986, s. 309–312.

<sup>107</sup> *Knuts* 2011a, s. 107.

<sup>108</sup> *Ball – Daniel – French – Ross – Shanken* 2002, s. 229, 232.

<sup>109</sup> *Ahtonen* 2010, s. 75.

hyötynsä maksimoimiseksi, koska esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytönkielto rajoittaa näitä pyrkimyksiä. Arvopaperimarkkinat eivät toimi käytännössä vapaasti kilpailussa taloustieteellisessä ideaalitulassa ainakaan neoklassisen teorian edellyttämällä tavalla.

Markkinoiden rationaalisuutta voidaan tarkastella niillä esiintyvän rationaalisuuden määrän kautta. Markkinaosapuolten katsotaan toimivan rationaalisesti silloin, kun ne pyrkivät maksimoimaan omaa hyötyään käytettävissä olevien tietojen pohjalta. Täydellisen rationaalisten markkinoiden käsite toimii lähinnä yksinkertaisten mallien lähtökohtaolettamana. Pelkästään rationaalisilla markkinoilla taas viitataan tilanteeseen, jossa markkinaosapuolet tekevät ajoittain virheitä eli tahattomia poikkeamia rationaalisuudesta. Nämä virheet eivät kuitenkaan ole laajuudeltaan sellaisia, että ne estäisivät markkinahintoja määräytymästä rationaalisesti. Hieman tai lievästi rationaaliset markkinat taas sisältävät markkinaosapuolten ei-rationaalisen käyttäytymisen lisäksi myös ei-rationaalista hintojen muodostumista. Täydellisen rationaalisten markkinoiden ja niihin liittyvien täydellisen rationaalisten valintojen taustalla on oletus siitä, että kaikilla markkinaosapuolilla on käytettävissään kaikki mahdollinen vaihdannan kohde tieto ja kyky käyttää tätä tietoa oman hyötynsä optimoimiseksi. Käytännössä jo tiedonhankinnan taloudelliset ja ajalliset kustannukset määrittelevät valintatilanteissa käytettävissä olevan tiedon määrää ja tarpeellisuutta.<sup>110</sup> Taloustieteellisen järkevän sijoittajan mallin sovellettavuutta vastaan puhuu siis myös se, ettei markkinaosapuolten voida kohtuudella olettaa saavan tai käsittelevän *kaikkea* (edes relevanttia) markkinainformaatiota. Tällöin markkinaosapuolten käytettävissä oleva tieto sijoituspäätösten tekemiseksi on aina välttämättä joltain osin vajavaista markkinoille annettujen tietojen määrästä tai oikeellisuudesta riippumatta.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tai sisäpiirinsääntelyn tulkinnassa ei ole perusteltua korostaa täydellisen rationaalisesti toimivien markkinoiden tai sijoittajan järkevien odotusten malleja, ellei samalla huomioida näkökohtia, jotka asettavat rajoituksia näiden mallien sovellettavuudelle. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tai sisäpiirinsääntelyn tulkinnassa ei ole perusteltua korostaa täydellisen rationaalisesti toimivien markkinoiden tai sijoittajan järkevien odotusten malleja, ellei samalla huomioida näkökohtia, jotka asettavat rajoituksia näiden mallien sovellettavuudelle. Myös monet *behavioral finance* -koulukunnan selityksiin kriittisesti suhtautuvat tutkijat tunnustavat täydelliseen rationaalisuuteen perustuvien mallien rajallisuuden ja ei-rationaalisen toiminnan olemassaolon osana normaalia markkinoiden toimintaa. Tulkinnan lähtökohdaksi on siis hyväksyttävä ainakin osittain ei-rationaalisesti ja ei-täydellisesti toimivat markki-

<sup>110</sup> Rubinstein 2001, s. 16, 22–24.

nat ja markkinaosapuolet. Toisin sanoen yleisimmäksi todellisen elämän tilanteeksi oletetaan hieman tai lievästi rationaaliset markkinat.<sup>111</sup>

Taloustieteellisen teorian mukainen järkevien odotusten varassa toimiva sijoittaja, järkevä sijoittaja, pyrkii kaikissa olosuhteissa maksimoimaan oman taloudellisen etunsa huomioiden samalla, että myös muut markkinaosapuolet pyrkivät toimimaan vastaavalla tavalla. On huomattava, että järkevän sijoittajan käsitteellä voidaan arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä viitata myös tähän taloustieteelliseen markkinaosapuoli-ideaaliin, mikä ei jäljempänä esitettävällä tavalla täysin vastaa arvopaperimarkkinoilla toimivan arvopaperimarkkinaoikeudellisen *järkevän ja huolellisen sijoittajan* määritelmää. Teorianmuodostuksen näkökulmasta kysymys on kahdesta eri instituutiosta, joita on arvioitava arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä osin eri tavalla.

### 3.3.2 Arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja

Edellä esitetyn mukaisesti taloustieteen tehokkaiden markkinoiden teoria rakentuu rationaalisen, hyötyään maksimoivan ja omaa etuaan ajavan sijoittajan toiminnan varaan. Taloustieteellinen järkevä sijoittaja tekee taloudellisesti parhaita mahdollisia päätöksiä saamansa tiedon pohjalta oman taloudellisen etunsa maksimoimiseksi. Tämän teorian mukainen sijoittajatyyppe ei sovellu arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön ilmiöiden arviointityövälineeksi.

Arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettujen tietojen vastaanottajaksi oletetaan henkilö, jolla on *kokemuksensa ja osaamisensa* perusteella edellytykset arvioida, mitä tietoja *järkevä ja huolellinen sijoittaja* pitäisi arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavina. Taloustieteen teorian mukainen rationaalinen sijoittaja ja arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu järkevä ja huolellinen sijoittaja olisivat esitetyn näkemyksen ja tulkinnan mukaan ymmärrettävissä määritelmällisesti samantyyppisiä sijoittajatyyppeiksi. Esitetyn näkemyksen mukaisesti sekä taloustieteen teorian mukainen järkevä sijoittaja että arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja arvioivat samalla tavalla järkevästi ja huolellisesti, mitkä tiedot ovat arvopaperin kannalta olennaisia.<sup>112</sup> Esitetty näkemys on periaatteessa ymmärrettävä, mutta se ei ota kuitenkaan riittävästi kantaa siihen, onko taloustieteellisellä ja arvopaperimarkkinaoikeudellisella sijoittajatyypillä eroavaisuuksia. Määrittely on jäänyt erityisesti arvopaperimarkkinaoikeuden näkökulmasta sisällöllisesti puutteelliseksi, tai ainakin näkökulma vaikuttaa turhan yksipuoliselta ja ennakkoon lukitulta.

<sup>111</sup> Rubinstein 2001, s. 15–17.

<sup>112</sup> Laininen 2013, s. 25–26.

Arvopaperimarkkinaoikeudellista järkevää ja huolellista sijoittajaa ei ole määritelty lainsäädännössä eikä oikeuskäytännössä.<sup>113</sup> Finanssivalvonnan mukaan huolellisella sijoittajalla tulee olla *kohtuullinen ymmärrys* liiketoiminnasta ja yleisestä taloudellisesta toiminnasta. Huolellisen sijoittajan tulee myös tutustua, ja hänellä tulee olla valmiudet tutustua, asianmukaisella huolellisuudella annettuihin arvopaperin arvonmuodostukseen vaikuttaviin tietoihin. Kohtuullista tietämystä ja asianmukaista huolellisuutta arvioitaessa on otettava huomioon (arvopapereita ostettavaksi tarjottaessa) myös tarjouksen kohderyhmä. Ammattimaisilta tai kokeneilta sijoittajilta voidaan vaatia parempaa yleistietämystä sekä syvempää tietojen analysointia kuin yleisöltä tai kokemattomilta sijoittajilta.<sup>114</sup> Vanhan arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus kohdistuu yleensä henkilöihin, joilla on kokemuksensa nojalla edellytykset arvioida, mitä tietoja järkevä ja huolellinen sijoittaja pitäisi riittävinä ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavina.<sup>115</sup> Esityöt viittaavat vastaavansisältöiseen ja voimassa olevan uuden arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n tarkoittamaan velvollisuuteen pitää sijoittajien saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Uudessa arvopaperimarkkinalaissa säädetty vastaa tältä osin vanhan arvopaperimarkkinalain 2 luvun 2 §:n sisältöä, ja siksi vanhan arvopaperimarkkinalain esitöissä lausuttu on edelleen huomioitavissa tulkinnessa.

*Määritelmädirektiivi 2003:n* mukaan *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003:n* ilmaisulla ”tieto, jolla julkistuessaan olisi todennäköisesti huomattava vaikutus arvopapereiden hintaan”, tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja (*reasonable investor*) käyttäisi todennäköisesti yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.<sup>116</sup> *Määritelmädirektiivi 2003:ssa* omaksuttu ilmaisu *reasonable*

<sup>113</sup> Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisussa KKO 2011:5 on viitattu ”kokeneeseen sijoittajaan”, mutta tämän sijoittajatyypin tarkempaa määrittelyä ei ennakkoratkaisussa ole tehty. Ks. erityisesti KKO 2011:5 (kohdat 18–19).

<sup>114</sup> *Määräykset ja ohjeet 6/2013*, s. 44 (kohta 50). Hovioikeuden mukaan järkevä ja huolellinen sijoittaja ottaisi huomioon *vähäisetkin seikat sijoituspäätöstä tehtäessä*. Ks. Helsingin hovioikeuden tuomio 11.6.2010, diaarinumero R08/2282, s. 19. Hovioikeuden perustelu vaikuttaa kategorisoivalta, koska se saattaa tarpeettomasti alentaa tiedon täsmällisyys- tai olennaisuusedellytysten kynnyksen ylitymistä. Järkevä ja huolellinen sijoittaja saattaa ottaa huomioon vähäisetkin seikat, mutta niillä ei välttämättä ole merkitystä sijoituspäätöstä tehtäessä. Kaikissa tapauksissa tiedon arviointi pitää suhteuttaa tapahtumahetken olosuhteisiin ja toimintaympäristöön, koska tietyn tiedon merkitys voi näyttäytyä eri aikoina arvioitsijalleen merkittävästi erilaisena. Samansuuntaisesti ks. *Sillanpää 2006*, s. 692. Hovioikeuden tuomion kanssa samansuuntaista arviointia on Isossa-Britanniassa annettussa tuomiossa *Massey v. FSA*. Tuomion mukaan järkevä ja huolellinen sijoittaja ottaisi huomioon *lähes kaiken tiedon sijoituspäätöstä tehdessään* riippumatta siitä, onko tiedolla arvoaikutusta vai ei. Tuomio ei vaikuta tältä osin perustellulta eikä *Määritelmädirektiivi 2003:ssa* ilmaistun järkevän ja huolellisen sijoittajan määritelmän mukaiselta.

<sup>115</sup> HE 157/1988 vp, s. 25.

<sup>116</sup> *Määritelmädirektiivi 2003*, 1 artikla (2 kohta).

*investor* ei viittaa taloustieteen teorian mukaiseen rationaaliseen sijoittajaan vaan arvopaperimarkkinoilla toimivaan huolelliseen ja järkevään sijoittajaan, joka on myös tietoinen markkinoilla välttämättä vallitsevasta tiedon epätasapainotilanteesta.<sup>117</sup> *Määritelmädirektiivi 2003:n* mukaista määrittelyä on kutsuttu oikeuskirjallisuudessa järkevän sijoittajan testiksi ja toisaalta järkevän sijoittajan todennäköisyystestiksi, jälkimmäisen korostaessa sitä, millä todennäköisyydellä järkevä sijoittaja olisi antanut saamatta jääneen tiedon (tai saadun tiedon) vaikuttaa sijoitus päätökseen.<sup>118</sup> Käytännöllistä eroa näillä kahdella eri määritelmällä ei ole jälkimmäisen vastatessa kuitenkin sisällöllisesti paremmin *Määritelmädirektiivi 2003:n* sisältöä.

Tässä tutkimuksessa käytetään arvopaperimarkkinaoikeudellista ilmaisua *järkevä ja huolellinen sijoittaja* arvioitaessa *Määritelmädirektiivi 2003:n*, *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003:n* ja arvopaperimarkkinalain tarkoittamaa tiedon olennaisuusedellytyksen täyttymistä ja sisäpiirintiedon syntymistä yleisemmin sijoittajan näkökulmasta.

Oikeuskirjallisuudessa on myös jaettu määritelmä ”järkevä sijoittaja” siten, että sekä määritelmälle ”järkevä” että määritelmälle ”sijoittaja” on annettu erillinen merkityksensä. Esitetyn jaottelun mukaisesti sijoittaja olisi ymmärrettävä lainsäätäjän näkemyksenä, jonka mukaisesti markkinaosapuoli on *pitkässä sijoitushorisontissa* toimiva arvosijoittaja eikä päiväkauppaa käyvä markkinaosapuoli eikä edes arvopapereiden kurssimuutoksia aktiivisesti seuraava ”osa-aikainen aktiivisijoittaja”.<sup>119</sup> Toisaalta on katsottu, ettei edellä esitetty näkemys olisi perusteltu, koska sijoitustoiminnan tavoitteena on aina sijoitusvarallisuuden tuoton maksimointi sijoitushorisontista tai aikaperspektiivistä riippumatta.<sup>120</sup>

Jälkimmäinen näkemys vaikuttaa arvopaperimarkkinalain systematiikan näkökulmasta perustellummalta, koska ei ole syytä rajoittaa arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan määritelmällistä arviointia vain pitkäaikaista ja jatkuvaa sijoitustoimintaa tekeviin markkinaosapuoliin. Muutoin satunnaista tai esimerkiksi niin sanottua lyhyttä osakekauppaa

<sup>117</sup> Samansuuntaisesti ks. Häyrynen – Kajala 2013, s. 414 (alaviite 591). Vrt. kuitenkin toisin *Knuts* 2011a, s. 106. *Knutsin* mukaan ilmaisu *reasonable investor* viittaisi nimenomaisesti rationaaliseen sijoittajaan, joka ei kuitenkaan ainakaan täysin vastaisi niin sanotun neoklassisen taloustieteen teorian mukaista *yltiörationaalista* toimijaa. *Knuts* päättyy määrittelyssään ilmeisesti siihen, että arvopaperimarkkinalain tarkoittama sijoittajatyyppe muodostuisi *tavallisesta keskivertosijoittajasta*. Ks. *Knuts* 2011a, s. 107–108. Johtopäätös ei ole täysin perusteltu. Perustellumpaa on katsoa arvopaperimarkkinoilla toimivan järkevän ja huolellisen sijoittajan muodostuvan keskivertosijoittajaa *taivammasta* sijoittajatyypeistä, joka pystyy prosessoimaan saamiaan tietoja keskivertosijoittajaa *kyvykkäämmiin*.

<sup>118</sup> Häyrynen 2009, s. 128 (järkevän sijoittajan testi); *Knuts* 2011a, s. 89 (alaviite 195) (järkevän sijoittajan todennäköisyystesti).

<sup>119</sup> *Knuts* 2011a, s. 108.

<sup>120</sup> *Laininen* 2013, s. 25–26 (alaviite 16).



tekevä markkinaosapuoli voisi jäädä kokonaan arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan määritelmän ulkopuolelle, mikä voisi vaikeuttaa tiedon olennaisuusedellytyksen täyttymisen ja sisäpiirintiedon syntymisen arviointia kyseisessä yksittäistapauksessa. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja on ymmärrettävä yleisesti arvopaperimarkkinoilla kauppaa tekeväna markkinaosapuolena tämän sijoitusintressistä tai -horisontista riippumatta.

Arvopaperimarkkinalaki koskee kaikkia markkinaosapuolia samalla tavalla. Edellä lausutun perusteella on kuitenkin pääteltävissä, että esimerkiksi arvopaperimarkkinalain mukaista jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta täytettäessä on markkinoille annettavaa tietoa arvioitava arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan näkökulmasta. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan kriteeri asettaa *alarajan* julkistettavalle tiedolle. Jos arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja pitäisi julkistettavaksi suunniteltua tietoa olennaisena, on tieto julkistettava. Jos arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja ei pitäisi tietoa olennaisena, ei tietoa olisi julkistettava. Arviointi on tehtävä nimenomaisesti objektiivisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan näkökulmasta, ja samalla on erityisesti huomioitava se, että arvioinnin kohteena olevalla tiedolla voi olla huomattavan erilainen vaikutus muunlaiselle (kuin järkevälle ja huolelliselle) sijoittajatyypille. Kokematon sijoittaja voisi esimerkiksi arvottaa hallussaan olevan julkistamattoman tiedon huomattavasti merkityksellisemmäksi kuin mitä arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja tekisi. Kokematon sijoittaja voisi antaa hallussaan olevalle tiedolle merkitystä sijoituspäätöstä tehtäessä, mitä arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja ei tekisi. *Tässä tapauksessa tietoa ei olisi kuitenkaan katsottava sisäpiirintiedoksi, vaikka tieto sinänsä olisikin vaikuttanut kokemattoman sijoittajan subjektiivisen sijoituspäätöksen tekemiseen.* Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan määritelmällä on nimenomaisesti rajoittava merkitys, jolla suodatetaan epätasällisen ja epäolennaisen tiedon vaikutus arvioitaessa esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymistä tai jatkuvan tiedonantovelvollisuuden syntymistä.<sup>121</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että määritelmästä ”järkevä” ei tulisi kehittää standardia, joka viittaa keskimääräistä sijoittajaa taitavampaan tai kyvykkäämpään markkinaosapuoleen.<sup>122</sup> Esitetty näkemys ei kuitenkaan saa tukea esimerkiksi *Määritelmädirektiivi* 2003:n sisällöstä, joka nimenomaisesti osoittaa tiedon olennaisuusedellytyksen täyttymisen olevan riippuvaista *järkevän (ja*

<sup>121</sup> Ks. samansuuntaisesti Krause – Brellocks 2013, s. 293.

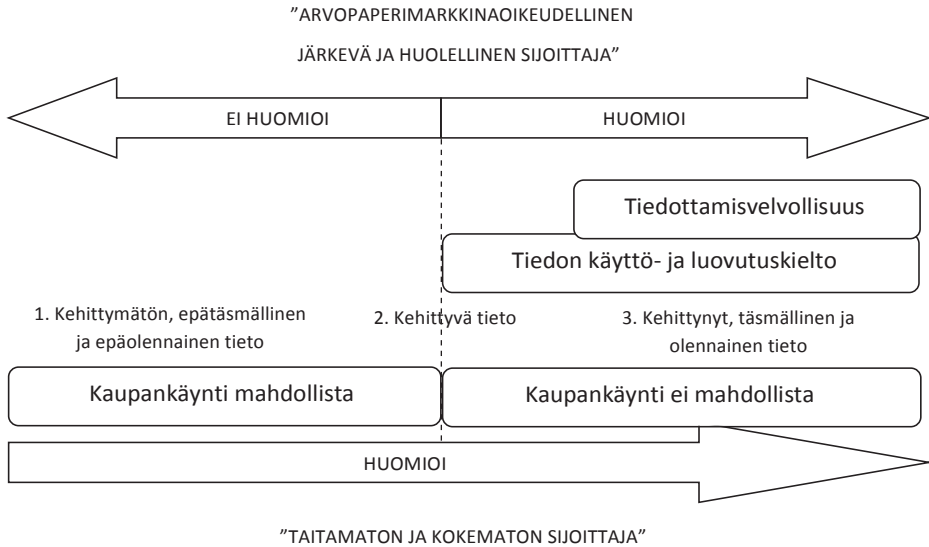
<sup>122</sup> Knuts 2011a, s. 107–108; Huovinen 2004, s. 142–143.

*huolellisen) sijoittajan (reasonable investor) näkökulmasta. Tällöin ilmaisulla reasonable investor, järkevä ja huolellinen sijoittaja, tarkoitetaan jotain muuta kuin esimerkiksi taitamatonta tai kokematon sijoittajaa. Annetulla määritelmällä täytyy olla jokin sisällöllinen merkitys, koska muussa tapauksessa määritelmä jäisi tyhjäksi. Siksi on perustellumpaa katsoa arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan standardin muodostuvan keskimääräistä kyvykkäämmästä, taitavamasta sekä myös järkevämmästä ja huolellisemmasta markkinaosapuolesta.*

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan määritelmän sisällöllä on merkitystä arvioitaessa sitä, milloin jokin tieto tulevaisuuden tapahtumasta tai olosuhteesta täyttää arvopaperimarkkinain mukaiset täsmällisyys- ja olennaisuusedellytykset nimenomaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan näkökulmasta arvioituna. Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn arvioinnin yhteydessä on pidättäydyttävä käyttämästä järkevän sijoittajan taloustieteellistä määritelmää. Sen sijaan arvopaperimarkkinain systematiikan mukainen arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja muodostaa arvopaperimarkkinoilla toimivan markkinaosapuolen objektiivisen arvioinnin standardin. Käytännössä arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan arviointinäkökulman huomioiminen *tiukentaa* tiedon olennaisuusedellytyksen täyttymistä, koska kaikki tieto ei ylitä olennaisuuden kynnyistä ja koska kynnyksen ylittyminen edellyttää sitä, että keskivertosijoittajaa kyvykkäämpi arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja antaisi kyseiselle tiedolle merkitystä päätöksenteossaan.<sup>123</sup>

---

<sup>123</sup> Ks. kuitenkin Häyrynen – Kajala 2013, s. 417. Arvioinnissa olisi otettava huomioon myös se, ettei komission täytäntöönpanosäädöksillä (tässä *Määritelmädirektiivi* 2003) voitaisi muuttaa *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa määriteltyjä olennaisia säädöksiä ja että *Määritelmädirektiivi* 2003:lla voitaisiin ainoastaan täsmentää *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa annettua sisäpiirintiedon olennaisuusedellytyksen määritelmää. Esitetystä näkemyksestä ei kuitenkaan ilmene ainakaan selkeästi, miksi kysymys ei olisi juuri olennaisuusedellytyksen *aineellisesta täsmentämisestä*, eikä kysymys olisi siksi välttämättä tulkinnallisesta ristiriitatilanteesta.



**Kuvio 7.** Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan asemoiminen sisäpiirintiedon syntymiseen ja huomioimiseen sijoituspäätöstä tehtäessä.

Kuvio suhteuttaa sisäpiirintiedon kaksiosaisen täyttymismallin tiedon kehitysas- teisiin sekä toisaalta taitamattoman ja kokemattoman sijoittajan huomioi- akseliin arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan huomioi- akseliin. Kuviossa sisäpiirintieto syntyy arvopaperimarkkinaoikeudellisen järke- vän ja huolellisen sijoittajan ei huomioi -akselin ja huomioi-akselin leikkauspis- teessä. Samalla sisäpiirintiedon kaksiosaisen täyttymismallin ensimmäinen vai- he, tiedon käyttö- ja luovutuskielto, täyttyy. On huomattava, että tiedon käyttö- ja luovutuskie- llon alkaminen riippuu tiedon kehitystasesta, jota on arvioitava tilannekohtaisesti. Myös kehittyvä tieto on muuta kuin sisäpiirintietoa tiettyyn pisteeseen asti. Kaupankäynti osakkeella on mahdollista tiedon käyttö- ja luovu- tuskie- llon alkamisajankohtaan asti. Taitamattoman ja kokemattoman sijoittajan huomioi- akseli kattaa myös arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huo- lellisen sijoittajan näkökulmasta kehittymättömän, epätasällisen ja epäolennai- sen tiedon, joka ei siis muodostu vielä sisäpiirintiedoksi.

---

## 4 Oikeustieteen ja taloustieteen vuorovaikutussuhde

### 4.1 OIKEUSTALOUSTIETEELLINEN ARVOPAPERIMARKKINOIDEN TULKINTATAPA

Tässä tutkimuksessa on käsitelty arvopaperimarkkinoiden markkinalähtöistä tulkintatapaa, joka perustuu pääasiassa oikeustaloustieteellisen tutkimussuuntauksen käyttämiin taloustiedepainotteisiin metodeihin. Oikeustaloustieteellisen tutkimuksen tarkoituksena on muun muassa tutkia oikeudellisia ilmiöitä vuorovaikutussuhteessa taloustieteiden kanssa siten, että taloustieteellisillä argumenteilla olisi painavampi asema reaalisisinä argumentteina kuin vallitsevaksi katsotussa käytännössä.<sup>124</sup> Oikeustaloustiedettä on käytetty yleisesti tulkintatyövälineenä arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sekä sisäpiirinsääntelyä koskevassa kotimaisessa ja kansainvälisessä tutkimuksessa. Oikeustaloustieteestä on viime vuosikymmeninä muodostunut keskeinen lähestymistapa oikeudellisiin kysymyksiin yksityisoikeuden alalla ja siitä on tullut vallitseva paradigma kauppa- ja varallisuus oikeudessa erityisesti väitöstutkimusten osalta.<sup>125</sup>

Esimerkiksi *Sillanpään ja Timosen* arvopaperimarkkinaoikeudelliset väitöstudkimukset ja *Knutsin* sisäpiirinsääntelyä koskeva tutkimus ovat oikeustaloustiedeväritteisiä. Uusimmista talousrikosoikeuden alueelle sijoittuvista väitöstutkimuksista esimerkiksi *Hakamiehen* maksukyvyttömyyttä ja taloudellista hyötyä käsittelevässä artikkelimuotoisessa tutkimuksessa on käytetty oikeustaloustieteellistä tutkimusotetta.<sup>126</sup>

Oikeustaloustieteellinen tutkimusote on muodostunut vallitsevaksi tutkimusotteeksi Suomessa arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä selitettäessä. Myös

---

<sup>124</sup> *Toivonen* 2000, s. 961. *Law and economics* -tutkimussuuntausta voidaan kutsua myös oikeuden monitieteeksi, yleistieteeksi tai kontekstittieteeksi omassa tutkimussuuntauksessaan. Tällöin oikeuden (*law*) taustatieteenä on taloustiede (*economics*), jolla tutkitaan oikeuden sisällön vaikutusta talouden toimintaan sekä oikeussäännösten taloudellista tehokkuutta. Ks. *Hirvonen* 2011, s. 28–30. Oikeustaloustiede määritellään usein myös yhdeksi neoinstitutionaalisen taloustieteen osaluueksi. Oikeustaloustieteen kiinnostus kohdistuu voimassa olevaan oikeusjärjestykseen, ja oikeustaloustieteellinen analyysi tapahtuu mikrotaloustieteessä käytetyillä apuvälineillä. Ks. *Heimonen – Määttä* 1997, s. 1.

<sup>125</sup> *H. Tolonen* 2005, s. 237. Esimerkiksi Ruotsissa oikeustaloustieteen tutkimus on käynnistynyt varsin varhaisessa vaiheessa. Ensimmäinen oikeustaloustieteellinen väitöskirja tarkastettiin Ruotsissa jo vuonna 1973. Ks. *Skogh* 2000, s. 370.

<sup>126</sup> *Sillanpää* 1994; *Timonen* 1997; *Knuts* 2011a; *Hakamies* 2012.

oikeustaloustieteellisen teorian muodostuksen perusoletuksena on yksilön järkevä (rationaalinen) käyttäytyminen, vaikka järkevän käyttäytymisen määritelmää ei vallitsekaan tieteessä yksimielisyyttä. Oikeustaloustieteessä järkevän (rationaalisen) valinnan teorian sovellettavuutta oikeudellisen päätöksenteon ennustamiseen on perusteltu muun muassa sillä, että oikeudellinen päätöksenteko olisi hyvin lähellä markkinakäyttäytymistä.<sup>127</sup>

Oikeustaloustiede tarkastelee normeja ja niiden tulkintaa taloudellisten realiteettien sekä tehokkuus- ja toimivuusnäkökohtien valossa. Taloudellisen toiminnan ohjaaminen oikeussäännöksillä edellyttää kuitenkin, että säännöksillä on jokin etäisyys taloudelliseen todellisuuteen. Jos säännöksissä ei oteta lainkaan etäisyyttä taloudessa vallitsevaan järjestykseen, säännöstö vain vahvistaa vallitsevan tilanteen. Säännöstö ei saa kuitenkaan etäännyä liikaa vallitsevista taloudellisista käytännöistä, koska silloin säännöstöön liittyvät tavoitteet ja arvot voivat jäädä merkityksettömiksi.<sup>128</sup> Sisäpiirinsäätelyn osalta tämä merkitsee sitä, että markkinaosapuolten ohjaaminen normeilla muodostuu sääntelyn jännitteiseksi tasapainotilanteeksi siten, että myös sääntelyn tavoitteet ja tausta-arvot tulevat huomioiduksi tulkintatilanteessa asianmukaisesti. Taloustieteelliset argumentit toimivat usein myös konkreettisen laintulkinnan apuvälineinä.<sup>129</sup> Tällöin kysymys on oikeustaloustieteellisestä laintulkintaopista.<sup>130</sup>

Oikeustaloustiedettä on harjoitettu aktiivisemmin *common law* -järjestelmän maissa, mutta Euroopan unionin sääntelyn nopeutuessa ja laajentuessa säädännäiseen oikeuteen pohjautuva *civil law* -järjestelmä on lähentynyt angloamerikkalaista järjestelmää.<sup>131</sup> Siksi myös *civil law* -järjestelmän maissa on omaksuttu oikeustaloustieteellinen tutkimustapa yhdeksi keskeiseksi metodiksi muun muassa sisäpiirinsäätelyä tutkittaessa.

Oikeustaloustieteellä ei ole yksiselitteistä määritelmää. Sen katsotaan usein lähtevän oletuksesta, jonka mukaisesti lainsäädännöllä on vaikutusta talouden

<sup>127</sup> Ks. samansuuntaisesti Ahtonen 2010, s. 77–78, 82.

<sup>128</sup> Pöyhönen 2003, s. XI (kohta 3).

<sup>129</sup> Kanninen – Määttä – Timonen 1996, s. 13.

<sup>130</sup> Siltala 2003, s. 554–555. Oikeustaloustieteelliset lähestymistavat voidaan jakaa kolmeen ryhmään, jotka ovat normatiivinen, positiivinen ja deskriptiivinen. Normatiiviselle tutkimusotteelle on ominaista pohtia, minkälainen tulkintavaihto tai sääntelyvaihtoehto tulisi omaksua. Positiiviselle lähestymistavalle on ominaista pohtia, minkälaisia kansantaloudellisia ja muita seurannaisvaikutuksia tiettyyn sääntely- tai tulkintavaihtoehtoon liittyy. Deskriptiivisessä lähestymistavassa tarkastelun kohteena on se, missä määrin voimassa oleva oikeusnormi on selitettävissä tehokkuusnäkökohdilla. Ks. Heimonen – Määttä 1997, s. 3–4. Oikeustaloustieteellisiä lähestymistapoja voivat olla myös empiirinen näkökulma, vertaileva oikeustaloustiede, kokeellinen oikeustaloustiede, varallisuusoikeudellinen näkökulma ja psykologinen oikeustaloustiede. Ks. esimerkiksi Ahtonen 2010, s. 73.

<sup>131</sup> Sillanpää 1994, s. 25–32.

toimintaan. Oikeustaloustieteelle on tällöin ominaista (i) oikeuden taloudellinen analyysi, jolla pyritään antamaan lainsäätäjälle tietoa eri sääntelyvaihtoehtojen taloudellisista vaikutuksista (*de lege ferenda* -tehtävä). Oikeustaloustieteen avulla annetaan myös (ii) voimassa olevaa lainsäädäntöä koskevia tulkintasuosituksia huomioiden erityisesti taloudelliset tehokkuusnäkökohdat (*de sententia ferenda* -tehtävä). Oikeustaloustieteen merkitys sisäpiirinsäätelyn tulkinnessa on korostunut aikaisemmissa tutkimuksissa erityisesti jälkimmäisen *de sententia ferenda* -tehtävän osalta.<sup>132</sup>

Oikeustaloustieteellinen *de lege ferenda* -tutkimus on edelleen jaettavissa regulaatioteoriaan ja markkina-analyyttiseen suuntaukseen. Regulaatioteoreettinen lähestymistapa arvioi oikeudellisen sääntelyn tehokkuutta. Markkina-analyyttinen lähestymistapa arvioi puolestaan järkevästi käyttäytyvien toimijoiden välistä vaihdantaa.<sup>133</sup>

Markkina-analyyttinen lähestymistapa on ollut vahvasti edustettuna kotimaisessa sisäpiirinsäätelyä koskevassa tutkimuksessa. Kuitenkin myös regulaatioteoreettinen lähestymistapa voisi avata uusia näkökulmia kotimaisen sisäpiirinsäätelyn ja esimerkiksi sen tosiasiallisen vaikuttavuuden tutkimuksessa.

Oikeuskulttuurin kehityksellä ja lähentymisellä *common law* -järjestelmän suuntaan on ollut edellä viitattu vaikutus suomalaiseen oikeustieteelliseen ja myös sisäpiirinsäätelyä koskevaan tutkimukseen. Oikeustaloustiede edustaa erityisesti osakeyhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa nykypäivänä valtavirtasuuntausta. On kuitenkin huomattava, että oikeustaloustieteellinen tutkimussuuntaus omakuttiin Suomessa vasta varsin myöhäisessä vaiheessa eikä se ole saavuttanut asemaansa nopeasti. Syitä tähän ovat olleet ainakin (i) Saksan ja Pohjoismaiden huomattava vaikutus suomalaiseen oikeustieteelliseen tutkimukseen, (ii) *common law* -järjestelmän yleinen vierastaminen, (iii) taloustieteellisesti orientoituneiden oikeustieteen tutkijoiden harvalukuisuus sekä (iv) oikeustaloustieteen läpimurron ajoittuminen ETA- ja Euroopan unionin jäsenyyden mukanaan tuomiin lainsäädännöllisiin haasteisiin.<sup>134</sup>

Arvopaperimarkkinoiden tulee aiemmin tässä tutkimuksessa esitetyllä tavalla toimia tehokkaasti. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin vahvimman muodon mukaan arvopaperin hinta kuvastaa kaikkea olemassa olevaa tietoa arvopaperista. Vahvimman muodon edellytyksenä on kuitenkin se, että tiedon hankinnan kustannukset ja kaupankäynnin kustannukset ovat nolla. Teorian mukaan kaikki olennainen tieto siirtyy välittömästi sen syntymisen jälkeen arvopaperin hintaan.

<sup>132</sup> Pönkä 2012, s. 70–71 (alaviite 270).

<sup>133</sup> Vahtera 2011, s. 37–38.

<sup>134</sup> Pönkä 2013, s. 22 (alaviite 4).

Hypoteesin lievemmän muodon mukaan hinnat sisältävät kaiken tiedon siihen asti, kunnes uuden tiedon pohjalta toimimisella saavutetut voitot eivät ylitä siitä aiheutuneita kustannuksia.<sup>135</sup>

Myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tulee olla toimivaa ja tehokasta. Sisäpiirinsääntelyllä puututaan markkinaosapuolten vapaaseen toimintaan arvopaperimarkkinoilla, ja sääntely lähtökohtaisesti rajoittaa markkinatehokkuutta. Arvopaperimarkkinat tulee hahmottaa vapaana toimintaympäristönä, jossa markkinaosapuolten toimintavapaus korostuu. Tällöin markkinaosapuolet saavat toimia markkinoilla parhaaksi katsomallaan tavalla ja parhaaksi katsomillaan ehdoilla olemassa olevan sääntelyn asettamissa rajoissa. Arvopaperimarkkinat luovat ainoastaan puitteet vapaalle toiminnalle. Arvopaperimarkkinakauppaa käydään toimijakohtaisista syistä, jotka kukin markkinaosapuoli hyväksyy. Tällöin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön hahmottaminen oikealla tavalla perustuu markkinaosapuolten toimintavapauden kunnioittamiseen.<sup>136</sup> Toimintavapauden kunnioittamisen vastinparina on samalla huomioitava kuitenkin myös markkinaosapuolille kuuluva vastuu huolehtia markkinoiden toimivuudesta ja myös muiden markkinaosapuolten oikeuksien toteutumisesta.

Lähtökohtana on se, että markkinaosapuolilla on oikeus tehdä vapaasti arvopaperimarkkinoilla parhaaksi katsomiaan transaktioita. Sisäpiirinsääntely ja siihen liittyvä rangaistus- ja muu sanktiosääntely kuitenkin puuttuvat keskeisesti tähän vapauteen. Oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta yksilö arvioi sääntelyn asettamien rajoitteiden ja toisaalta etujen tuottamaa taloudellista hyötyä päättääkseen eri vaihtoehtojen välisestä preferenssijärjestyksestä.<sup>137</sup> Teorian mukaan oikeustaloustieteellisessä arvioinnissa yksilö voisi tällöin päätyä toimimaan voimassa olevan normiston vastaisesti, mikäli tästä olisi odotettavissa suurempi taloudellinen hyöty kuin normiston noudattamisesta.

Markkinoiden vapausargumenttiakaan ei ole hyväksytty varauksetta. Vastanäkemyksen mukaan arvopaperimarkkinoiden kaupankäynnin ei tule olla vapaa-vaan ennemminkin oikeudenmukaista eli *tasaisen pelikentän* teorian mukaista. Tasaisen pelikentän teoria ei kuitenkaan esitetyn näkemyksen mukaan sovellu arvopaperikauppaan, koska kaikilla sijoittajilla tulisi tällöin olla sama tieto samaan aikaan käytettävissään riippumatta siitä, mitä he ovat tiedon saamiseksi tehneet tai uhranneet. Vastanäkemyksen mukaan ei ole oikeudenmukaista, jos asiantuntija, joka on uhrannut huomattavasti aikaa ja kustannuksia arvopaperia koskevan tiedon saamiseksi ja analysoimiseksi, joutuisi paljastamaan tietonsa muille eikä saisi käyttää saamaansa, selvittämänsä tai hankkimaansa tietoa itse hyväkseen. Sijoittajien on annettava käyttöä omia taitojaan

<sup>135</sup> *Fama* 1991, s. 1575.

<sup>136</sup> *Knuts* 2011a, s. 13.

<sup>137</sup> *Ahtonen* 2010, s. 7.

ja tietojaan hyväkseen, eikä heitä pidä pakottaa tasaisen pelikentän tilanteeseen, joka *McGeen* teorian mukaan tosiasiallisesti heikentää arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta.<sup>138</sup>

Tasapuolisessa ja oikeudenmukaisessa sisäpiirinsäätelyssä on huomioitava yhdenvertaisesti (i) *yhteisölliset intressit* (arvopaperimarkkinoiden objektiiviset intressit ja markkinaluottamuksen suojaaminen) sekä (ii) *yksilölliset intressit* (markkinaosapuolten subjektiiviset intressit ja markkinaosapuolten perusteltujen odotusten suojaaminen). Oikeustaloustieteellinen metodi soveltuu paremmin yhteisöllisten intressien selittämiseen, kun taas yksilöllisten intressien osalta olisi korostuneemmin huomioitava markkinaosapuolille kuuluvat perusoikeudet ja annettava niille sisäpiirinsäännösten tulkinnassa ja ongelmatilanteiden ratkaisemisessa nykyistä keskeisempi merkitys. Ideaalitulanteessa sekä yhteisölliset että yksilölliset intressit tulisivat huomioiduiksi *tilannekohtaisesti, kokonaisvaltaisesti* ja *tasavertaisesti*. Käytännössä ajatusmalli laajentuisi koskemaan perinteisen objektiivisen arvopaperimarkkinoiden suojeluintressin luottamuksen lisäksi markkinaosapuolten perusteltuja yksilöllisiä oikeuksia ja odotuksia korostamatta liiaksi taloustieteellisestä näkökulmasta järkevänä pidettyä toimintaa markkinoilla. Tämä tulkinta johtaa siihen, että oikeustaloustiede ei voi muodostua markkinaosapuolten yksilöllisten oikeudellisten intressien selittämisessä keskeiseksi apuvälineeksi.

Oikeustaloustieteellinen tutkimusote korostaa arvopaperimarkkinoiden tehokasta toimintaa. Tehokkuuden turvaaminen kuitenkin oikeuttaa absoluuttisen vapaasti toimivien markkinoiden rajoittamista esimerkiksi sisäpiirinsäätelyllä, koska sisäpiirintiedon väärinkäytön tulkitaan yleisesti heikentävän markkinatehokkuutta. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö heikentää markkinatehokkuutta, koska markkinaosapuolet voivat väärinkäytösten paljastuessa menettää luottamuksensa arvopaperimarkkinoiden oikeudenmukaista ja oikeaa (reilua) toimintaa kohtaan.

## 4.2 TÄYDENTÄVÄ NÄKÖKULMA

Oikeustaloustieteellisen tutkimustradition nojautuminen voimakkaasti *common law* -järjestelmään ja sen säädöskulttuuriin antaa aihetta täydentävän näkökulman esittämiseen erityisesti tulkittaessa arvopaperimarkkinaoikeudellisia il-

<sup>138</sup> *McGee* 2009, s. 39. Ks. samansuuntaisesti *Villa* 2006, s. 304. Markkinatalouden eräs lähtökoh- ta on omien taitojen sekä tiedollisen ylivoima-aseman hyväksikäytön salliminen.



miöitä kuten sisäpiirintiedon syntymistä. *Common law* -järjestelmään nojautuva oikeustaloustiede soveltuu kyseenalaisesti ainoaksi tai edes pääasialliseksi sisäpiirinsääntelyä selittäväksi tulkintametodiksi.<sup>139</sup>

Varsinkin sisäpiirinsääntelyn rikosoikeudellisessa arvioinnissa on huomiota kiinnitettävä oikeustaloustieteellisiä näkökohtia korostuneemmin yksilöllisiin perusoikeusnäkökohtiin. Samalla on käytettävä myös muita tulkintamalleja tasa-vertaisesti hyväksi ja niiden olemassaolo on tunnistettava. Perusoikeuksista laillisuusperiaatteen korostuminen on vähentänyt oikeustaloustieteellisen lähestymistavan merkitystä rikoslain tulkinnassa ja rikoslainopissa, koska laillisuusperiaate edellyttää sitä, että rikoslaissa säädetään täsmällisesti teon rangaistavuudesta.<sup>140</sup> Siksi esimerkiksi perusoikeuksien kattavan huomioimisen ja läpimeno-vaikutuksen varaan rakentuva, uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukainen tulkintatapa on sovellettavissa osin myös sisäpiirinsääntelyn tulkinnassa.<sup>141</sup> Sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien täsmällisyys- tai olennaisuusedellytysten täyttymistä ei toisin sanoen tule tarkastella ainoastaan oikeustaloustieteellisestä, arvopaperimarkkinoiden täydellistä tehokkuutta ja sijoittajien taloudellista järjestyttä korostavasta näkökulmasta, vaan tarkastelussa on huomioitava kokonaisuutena myös perusoikeusnäkökohtia sekä sisäpiirinsääntely tausta-arvoineen ja tavoitteineen kokonaisuutena. Tällöin myös vahvasti perusoikeusjärjestelmään kiinnittyvän uuden varallisuus oikeudellisen teorian sekä varallisuus oikeudellisten näkökulmien yleisempikin hyödyntäminen arviointitilanteessa on perusteltua.

Esitetystä täydentävästä näkökulmasta huolimatta tässä tutkimuksessa ei pyritä sivuuttamaan valtavirran mukaista oikeustaloustieteellistä tulkintamallia täydellisesti. Perusoikeuksia ja sisäpiirinsääntelyn kokonaisuutta painottava näkökulma esitetään tutkimuksessa erityisesti markkina-analyttisen suuntauksen täydentämiseksi tai vähintään uudenlaisen ajattelutavan herättämiseksi arvopa-

<sup>139</sup> Samansuuntaisesti myös *Knuts* 2011a, s. 90 (alaviite 196). *Knuts* on arvioidessaan yhdysvaltalaisia tapauksia *Chiarella v. United States* ja *Cady, Roberts & Co* kiinnittänyt perustellusti huomiota siihen, että kansallisen oikeuden näkökulmasta on syytä suhtautua varauksella Yhdysvaltojen oikeuden näkemyksiin sisäpiiriasioissa, koska yhdysvaltalainen sisäpiirinsääntelyn teorianmuodostus poikkeaa muun muassa *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n mukaisista tavoitteista. Yhdysvaltojen oikeuden mukaiset vastuuntoteuttamistavat arvopaperimarkkinoilla poikkeavat eurooppalaisista malleista muun muassa ryhmäkannestituution vuoksi. Ks. myös *Mähönen* 1998, s. 19. *Mähönen* on *Matteihin* viitaten katsonut, että oikeustaloustieteen hyväksikäyttäminen oikeustieteessä on vaikeutunut, koska oikeustaloustieteen perusteet rakentuvat toisaalta abstrakteille luonnonoikeudellisille ideaalimalleille ja toisaalta yhdysvaltalaiselle positiiviselle *common law* -oikeudelle.

<sup>140</sup> *K. Määttä* 2012, s. 2.

<sup>141</sup> Ks. esimerkiksi *Pöyhönen* 2003, s. XIV (kohta 11). Uusi varallisuus oikeus on hahmotettu nimenomaisesti asettamalla perinteisemmän varallisuus oikeuden vapauselementin tilalle järjestelmän ytimeksi koko perusoikeusjärjestelmä.

perimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä analysoitaessa. Arvopaperimarkkinaoikeudelle ja sisäpiirinsääntelylle on joka tapauksessa luonteenomaista, että niitä arvioidaan myös oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta. Kuitenkin siirryttäessä arvioinnissa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rangaistusnormiston soveltamiseen tulisi puhtaasti oikeustaloustieteellisten argumenttien antaa tietä myös perusoikeuksille sekä markkinaosapuolten yksilöllisimmille oikeuksille. Tällöin oikeustaloustiede on nähtävissä yhtenä aputieteenä eikä varsinaisena yksinomaisena tulkintatyövälineenä tulkintatilanteessa.

Taloustieteellisiä argumentteja voidaan painottaa oikeudenalakohtaisesti siten, että ne saavat suuremman painoarvon arvopaperimarkkinaoikeuden *aineellisessa tulkinnassa* ja vähäisemmän painoarvon arvioitaessa arvopaperimarkkinaoikeuden tunnusmerkistön täyttymistä rikoslain perusteella.<sup>142</sup> Tällöin arvopaperimarkkinaoikeuden aineellisessa tulkinnassa on syytä ottaa huomioon myös muiden oikeudenalojen, perusoikeuksien ja oikeusperiaatteiden arvopaperimarkkinaoikeudellisesti keskeiset näkökulmat. Tulkintaratkaisu muodostuu näiden eri oikeudenalojen taustavaikuttimien, tavoitteiden ja periaatteiden tilannekohtaisesti painottamisesta oikein. Oikeustaloustieteellisellä tulkinnalla ei voida kuitenkaan laajentaa esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten täyttymistä.

Oikeustaloustieteellisillä argumenteilla ei voida syrjäyttää vallitsevaa oikeuslähteoppia.<sup>143</sup> Tällöin esimerkiksi taloudellisten tehokkuusargumenttien painoarvoa suhteessa muuhun tulkinta-aineistoon ei tule määritellä ennakolta, vaan yksittäisissä laintulkintatilanteissa lain esitöiden, ennakkopäätösten, reaalisten argumenttien, moraalisten näkökohtien ja muun muassa yleisten oikeusperiaatteiden kaltaiset tulkinta-argumentit tulee asettaa tapauskohtaisesti etusijajärjestykseen, mikä mahdollistaa mahdollisimman rationaalisten ja myös ennakoitavuutta ylläpitävien tulkintakannanottojen tekemisen.<sup>144</sup>

<sup>142</sup> Samansuuntaisesti ks. esimerkiksi *Siltala* 2010b, s. 196, 298–299.

<sup>143</sup> Ks. tähän liittyen kuitenkin kriittisesti esimerkiksi *Mähönen* 2001, s. 15–45; *Pönkä* 2012, s. 72. *Mähösen* mukaan oikeudellisissa ratkaisuissa olisi pyrittävä *parhaaseen lopputulokseen* sekä nykyisyyttä että tulevaisuutta silmällä pitäen. *Mähösen* ajatus perustuu *pragmaattiseen käytännölliseen järjenkäyttöön*, jolloin oikeudellinen päätös voi olla ristiriidassa aiempien päätösten kanssa, mikäli *parhaaseen lopputulokseen* pääseminen sitä edellyttää. *Mähösen* mukaan oikeudellisen päätöksen on ennakoitavuuden nimissä sovittava kirjoitetun lain ja vallitsevan oikeuskäytännön muodostamaan ratkaisutoiminnan institutionaaliseen kehikkoon ja *siksi päätöksiä ei voida lähtökohtaisesti tehdä yksinomaan taloudellisen argumentaation perusteella*. Lain sanamuodon mukaisesta ja ennakkotapausten osoittamasta tulkinnasta voidaan luopua, jos painavat aineelliset argumentit puoltavat toisenlaista ratkaisua. Tällöin myös *contra legem* -tulkinta olisi mahdollinen, jos vallitseva oikeustila olisi olennaisesti ristiriidassa käytännöllisen järjenkäytön kanssa. *Contra legem* -käsitteestä ks. tarkemmin esimerkiksi *Siltala* 2004, s. 367.

<sup>144</sup> *Pönkä* 2012, s. 75; *K. Määttä* 2007, s. 48–49.

Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on katsottu, ettei *oikeudellisia informaatiolähteitä* voida kategorisoida tai priorisoida toisiinsa nähden. Tällöin esimerkiksi oikeustaloustieteellinen argumentaatio ei ole alisteinen muihin lähteisiin nähden, vaan se kilpailee niiden kanssa. Taloustieteellinen perustelu voi myös muodostua ensisijaiseksi ratkaisuperusteeksi sivuuttaen poikkeuksellisesti kirjoitetun lainsäännöksen.<sup>145</sup> Rikosoikeudellisessa arvioinnissa kirjoitetun lainsäännöksen sivuuttaminen taloustieteellisellä, tai muullakaan ei-laintasoisella, argumentaatiolla ei kuitenkaan ole mahdollista.

Nykykaiseen oikeuslähdeopilliseen arviointiin liittyy oikeudellisten ilmiöiden, kuten sisäpiirinsäätelyn, voimakas kaupallistuminen. Tämä on ilmeisen välttämätöntä edelleen taloudellisesti monimutkaistuvassa ja -arvoistuvassa sekä yhdentävässä yhteiskunnassa. Kaupallistumisesta riippumatta, kun arvioidaan erityisesti jonkin teon tai laiminlyönnin hyväksyttävyyttä tai rikosoikeudellista rangaistavuutta, on tulkinnassa palattava kuitenkin oikeudellisiin peruslähtökohtiin ja muun muassa laillisuusperiaatetta korostavaan oikeuslähdeoppiin. Näitä tulkinnan peruslähtökohia ovat muun muassa oikeudenmukaisuus, tasavertaisuus, ennakoitavuus sekä perusoikeuksien mahdollisimman kattava huomioon ottaminen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä.

*Länsineva* on kiinnittänyt *Teubneriin* viitaten huomiota siihen, että yksityisoikeudellinen ajattelu ja sääntely ovat kehittyneet jo kauan voimakkaan julkisen ohjauksen ja taloudellistumisen puristuksessa, jolloin yhteiskunnan eri osaluoiden toimintaan liittyvät ei-taloudelliset ulottuvuudet ja kytkennät ovat jääneet oikeudellisen mielenkiinnon ulkopuolelle. Vaarana on tällöin, että yksityisoikeus ”läpikaupallistuu” entistä enemmän. Oikeudellista näkökulmaa olisi kyettävä rikastuttamaan siten, että siinä otettaisiin huomioon täysipainoisemmin erilaisten elämäalueiden monimuotoisuus ja niihin liittyvät erilaiset ei-taloudelliset ulottuvuudet.<sup>146</sup> Havainto on erityisen perusteltu myös arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa.

Tässä tutkimuksessa esitetään täydentävä näkökulma oikeustaloustiedepainotteiselle ja markkinalähtöiselle sisäpiirinsäätelyn tulkinnalle. Markkinalähtöistä tulkintatapaa ei tutkimuksessa hyväksytä yksinomaiseksi tai hallitsevaksi näkö-

<sup>145</sup> *Mähönen* 1998, s. 20–21; *Mähönen* 2004, s. 64. Oikeudelliset informaatiolähteet on erotettava oikeuslähteistä. Informaatiolähteistä saadaan tietoa oikeuslähteiden sisällöstä. Käytännössä kuitenkin oikeus- ja informaatiolähteillä on usein tarkoitettu samaa asiaa. Esimerkiksi lain esitöistä, jotka antavat tietoa (informaatiota) lainsäätäjän tarkoituksesta, puhutaan usein oikeuslähteinä. Ks. *Virolainen* 2012, s. 3. Ajan myötä oikeuslähteet kehittyvät, muuttuvat ja kerrostuvat informaatiolähteiden välittäessä uutta tietoa oikeuslähteistä. Ks. *Mielityinen* 2006, s. 109; *H. Tolonen* 2003, s. 8.

<sup>146</sup> *Länsineva* 2002, s. 24–25.

kulmaksi arvioitaessa sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten edellytysten täytymistä ja sisäpiirintiedon syntymistä.<sup>147</sup> Täydentävä näkökulma muodostuu laajasti ottaen sisäpiirinsäätelyn sääntelykokonaisuuden asianmukaisesta huomioimisesta, oikeusperiaatteiden ja perusoikeuksien tunnistamisesta ja kattavasta soveltamisesta sekä uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisesta tulkintamallista arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa toimintaympäristössään. Täydentävä näkökulma perustuu myös sen tunnustamiselle, etteivät arvopaperimarkkinat tai markkinaosapuolet toimi täydellisesti, järkevästi tai tehokkaasti siten kuin taloustieteellisessä teoriassa edellytetään. Samalla kehitellään erityisesti arvopaperimarkkinarikosten arviointiin liittyvää omaa tulkintaa.

Tutkimuksessa esitetty täydentävä näkemys lähestyy (taloudellisilta) perusteiltaan *behavioral finance* -koulukunnan perusajatusta siitä, etteivät arvopaperimarkkinat toimi niin täydellisen järkevästi kuin *efficient capital markets hypothesis* -tutkimussuuntaus väittää.<sup>148</sup> Arvopaperimarkkinoilla esiintyy aina säännönmukaisia poikkeamia markkinatehokkuudesta, joiden pitäisi lähtökohtaisesti hävitä tehokkailta markkinoilta kysynnän ja tarjonnan lakien mukaisesti. Näin ei kuitenkaan aina välttämättä tapahdu, jolloin markkinat eivät toimi neoinstituutionaalisen taloustieteen teorian tarkoittamien tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaisesti tehokkaasti.<sup>149</sup> Kuitenkin myös *behavioral finance* -koulukunnan perusajatus liittyy oman edun tavoitteluun, mutta tavoittelu on *rajoittunutta*. Yksilöt eivät tee valintojaan aina vain maksimoidakseen omaa hyötyään. Sen sijaan myös muut yksilöt otetaan huomioon, koska ihmiset haluavat käyttäytyä ja toimia toisiaan kohtaan *oikeudenmukaisesti*.<sup>150</sup> Myös arvopaperimarkkinoiden säätelyn ja laajemmin koko arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön tulisi rakentua keskeisesti *oikeudenmukaisuuden periaatteen* varaan. Sääntelyn tulisi varmistaa se, että markkinaosapuolilla on riittäviä kannustimia toimia ja käyttäytyä oikeudenmukaisesti toisia markkinaosapuolia sekä markkinoita kohtaan.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien tuomioistuinratkaisujen sisällöstä on tulkittavissa, että markkinoiden tehokkuusperiaatteelle ja *efficient capital mar-*

<sup>147</sup> Ks. markkinalähtöisyyteen liittyvästä kriittisestä keskustelusta myös esimerkiksi *Knuts* 2011a, s. 114; *Knuts* 2010a, s. 328–330.

<sup>148</sup> Ks. *efficient capital markets hypothesis* -tutkimussuuntauksen hyväksikäyttämisestä arvopaperimarkkinaoikeuden tutkimuksessa tarkemmin *Knuts* 2011a, s. 14–15 ja yleisemmin esimerkiksi *Norros* 2009, s. 224; *Timonen* 1997, s. 187–189. *Behavioral finance*- ja *efficient capital markets hypothesis* -koulukuntien eroista ks. esimerkiksi *Shiller* 2003, s. 83–104. Ks. myös tarkemmin *behavioral finance* -koulukunnasta *Ricciardi – Simon* 2000, s. 1–7.

<sup>149</sup> Ks. *Broman* 2011, s. 30.

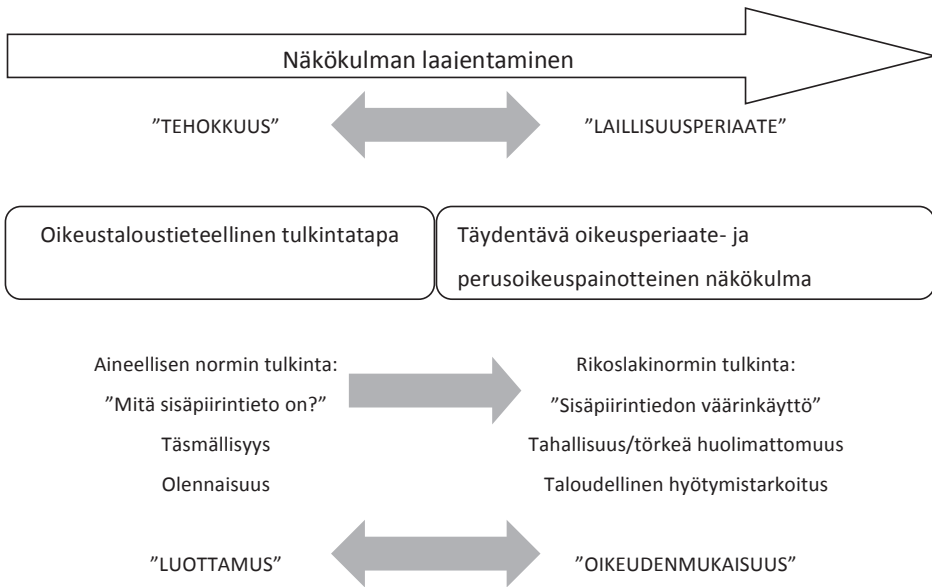
<sup>150</sup> *Ahtonen* 2010, s. 135–136.

*kets hypothesis* -koulukunnan perusajatuksille on annettu laajemmin merkitystä kuin käyttäytymistieteellisille *behavioral finance* -koulukunnan perusajatuksille. Tulkinta perustuu markkinoiden tehokkuusargumentin ylikorostumiseen. Markkinaosapuolet eivät kuitenkaan käytännössä toimi täysin tunteettomasti järkiperustein, ja siksi arvioinnissa tulisi ottaa huomioon myös *behavioral finance* -suuntauksen mukaisia näkemyksiä, tai ainakaan niitä ei tulisi kategorisesti poisulkea tulkinnassa ilman erityistä perustetta tai perusteluitta. Asialla on merkitystä erityisesti arvioitaessa sisäpiirinkauppojen motiivia, koska sisäpiirin osakekaupat on voitu tosiasiallisesti tehdä myös muussa tarkoituksessa kuin taloudellisen hyödyn ansaintatarkoituksessa. Kauppojen motiivina voi olla myös jokin hyväksyttävä, inhimillinen ja käyttäytymistieteellisesti selitettävissä oleva syy. Jos osakekauppoihin ei ole liittynyt taloudellista hyötymistarkoitusta, ei kysymys ole rangaistavasta sisäpiirinkaupasta.

Korkein oikeus on ennakkoratkaisujensa perusteluissa vedonnut harvoin avoimesti taloudellisiin argumentteihin. Tätä on selitetty muun muassa sillä, että näytönarviointi suoritetaan oikeussääntöjen perusteella eikä taloudellisten kriteerien perusteella. Siksi korkeimman oikeuden ennakkoratkaisuissa ei ole vedottu seikkoihin, jotka ovat olleet ratkaisevia taloustieteellisessä analyysissä. Taloudellisiin argumentteihin ei ole myöskään välttämättä haluttu nimenomaisesti vedota, vaikka niitä olisikin käytetty tuomiossa tosiasiallisesti hyväksi. Edellä esitetystä huomiosta huolimatta korkein oikeus on päätenyt usein *taloudellista tehokkuutta edistäviin* ratkaisuihin. Tämä voi johtua muun muassa siitä, että perinteisellä oikeudellisella näkökulmalla ja taloudellisen tehokkuuden näkökulmalla on markkinatalousyhteiskunnassa läheinen suhde. Esimerkiksi oikeustoimen sovittelu voi olla taloudellisesti tehokasta silloin, jos sovittelun avulla edistetään taloudellisen hyvinvoinnin lisääntymistä, mikä on myös oikeustoimen sovittelun oikeudellisena tavoitteena.<sup>151</sup>

Taloudellisen hyvinvoinnin lisääntyminen kokonaisuutena ei ole kuitenkaan välttämättä kestävä argumentti arvioitaessa esimerkiksi tulkintakysymystä sisäpiirintiedon syntymisestä ja siihen mahdollisesti liittyvästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä markkinaosapuolen *yksilöllisestä näkökulmasta*. Tällöin asetetaan vastakkain taloudellista kokonaisuhyvinvointia edistävä tehokkuusnäkökulma ja yksilön oikeusturvaa korostavat laillisuusperiaatteen täsmällisyys- ja ennakoitavuusedellytykset. Markkinaosapuolen yksilöllisestä näkökulmasta olisi perustelumpaa painottaa ratkaisussa jälkimmäistä näkökulmaa.

<sup>151</sup> Ahtonen 2010, s. 387.



**Kuvio 8.** Oikeustaloustieteellisen tulkintatavan täydentäminen oikeusperiaate- ja perusoikeuspainotteisella näkökulmalla.

Kuviosta ilmenee oikeustaloustieteellistä tulkintatapaa täydentävän ja laajentavan oikeusperiaate- ja perusoikeuspainotteisen näkökulman suhteuttaminen aineellisen normin ja rikoslakinormin tulkintatilanteeseen. Oikeustaloustieteellinen tulkintatapa on sovellettavissa paremmin aineellisen normin selittämiseksi, jolloin tulkintaa voidaan perustella esimerkiksi markkinoiden tehokkuusargumentilla. Kun arviointi siirtyy rikoslain rangaistussäännökseen tai integroituneen aineellisoikeudellisen ja rikoslakinormin kokonaisuuteen, painottuu oikeusperiaatteiden ja perusoikeuksien tulkintavaikutuksen huomioiminen vahvemmin. Tällöin rangaistusvastuuta rajoittavan tulkinnan takarajana toimii laillisuusperiaate. Jos markkinoiden *tehokkaan toiminnan* (siten kuin oikeustaloustieteellinen tutkimussuuntaus sitä selittää) optimointipisteeksi muodostuu markkinoiden luottamus, korostuvat laajemmassa oikeusperiaate- ja perusoikeuspainotteisessa tulkinnassa puolestaan markkinoiden oikeudenmukaisuuden ja yhdenvertaisuuden näkökohdat. Kuviossa markkinoiden tehokkuusargumentti ja laillisuusperiaate sekä markkinoiden luottamus ja oikeudenmukaisuusargumentti ovat keskenään osin jännitteisessä suhteessa.



### III

# ARVOPAPERIMARKKINARIKOKSET TALOUSRIKOSSÄÄNTELYN KENTÄSSÄ

”Näyttää miltei siltä, että lait ja tuomarit  
eivät ole pyrkineet pääsemään selville totuudesta  
vaan näyttämään rikoksen toteen  
ja että vaara tuomita syytön ei olisi sitä suurempi  
mitä todennäköisemmältä hänen syyttömyytensä vaikuttaa.”

*Beccaria* [1764], s. 95





---

# 1 Taloudellinen rikollisuus

## 1.1 RIKOSOIKEUS TALouden OHJAUSVÄLINEENÄ

Talous perustuu oikeudelliseen sääntelyyn, joka asettaa puitteet muun muassa markkinoiden toiminnalle. Oikeudellista sääntelyä koskevat ratkaisut vaikuttavat markkinoiden toimintaan ja vastaavasti talousjärjestyksen muoto vaikuttaa oikeudelliseen sääntelyyn. Sääntelyllä toteutetaan erilaisia yhteiskunnallisia arvoja ja tavoitteita ohjaamalla taloudellisten toimijoiden käyttäytymistä ja vaikuttamalla näin välillisesti markkinoiden toimintaan kokonaisuutena. Talouden oikeudellisen sääntelyn taustalla vaikuttaa monia yksilön kannalta keskeisiä arvoja ja tavoitteita, jotka eivät ole välittömästi palautettavissa yksilöllisiksi perusoikeuksiksi. Nämä arvot ja tavoitteet saavat oikeudellista suojaa, vaikka ne eivät kytkeydykään välittömästi perusoikeusjärjestelmään.<sup>1</sup> Esimerkiksi markkinoiden luottamus ei ole kirjoitettu perusoikeus, eikä se siis sisälly kirjoitettuun olemassa olevaan perusoikeusjärjestelmään. Siitä huolimatta arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä yleisemmin ja esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyllä erityisemmin suojataan keskeisesti *luottamusta* markkinoiden toimintaan, ja se on viime kädessä rikosoikeusjärjestelmällä suojeltava oikeushyvä.<sup>2</sup>

Taloutta koskeva rikosoikeudellinen sääntely tukee markkinoiden toimintaa ja toimivuutta sekä vaihdantaa kieltämällä menettelytapoja, jotka eivät ole taloudellisen toiminnan kannalta hyväksyttäviä. Rikosoikeus on näin ollen myös taloudellisen toiminnan oikeudellinen apuväline, joka ohjaa markkinaosapuolia ja siten markkinajärjestelmää kokonaisuutena toimimaan yhteiskunnassa yleisesti hyväksytyjen arvojen ja tavoitteiden mukaisesti. Rikosoikeus on markkinoiden tehokkaan toiminnan ohjausväline, jolla *ultima ratio* -periaatteen mukaisesti ehkäistään niitä väärinkäytöksiä, jotka eivät muilla torjuntakeinoilla ole ehkäistävissä. Rikosoikeus on osa talouden sääntelyjärjestelmää.<sup>3</sup> Vastaavasti rikosoi-

---

<sup>1</sup> *Aine* 2011, s. 45–46, 47, 51; *Hakamies* 2012, s. 13–14.

<sup>2</sup> Oikeushyväopilla on yleensä rajoitettu kriminalisointeja. Kriminalisointeja on pidetty hyväksyttävänä, jos on voitu samalla osoittaa niiden taustalta jokin suojattava oikeushyvä. Valtion velvollisuus perusoikeuksien suojeluun kriminalisointeihin turvautumalla on sovitettavissa oikeushyväoppiin siten, että oikeushyvän käsite palautuu perusoikeuksiin, koska oikeushyvät ovat perustuslaissa suojattuja yksilöllisiä perusoikeuksia. Ks. samansuuntaisesti esimerkiksi *Valtakunnansyyttäjävirasto* 2007, s. 47. Esitetty tulkinta tukee sitä, että markkinoiden luottamuksen suojaaminen oikeushyvänä olisi kirjoittamaton perusoikeus.

<sup>3</sup> *Hakamies* 2012, s. 14.

keus toimii myös tärkeänä arvopaperimarkkinoiden sääntelyjärjestelmän osana osoittamalla sen, millainen toiminta arvopaperimarkkinoilla on sallittua tai viime kädessä rangaistavaa.

Nykyaikaisen yhteiskunnan rikosoikeus muodostuu liberalistisen, oikeusvaltiollisen ja hyvinvointivaltiollisen rikosoikeuden muodostamasta kokonaisuudesta. Erityisesti hyvinvointivaltiollisessa rikosoikeudessa ei pyritä maksimoimaan yksilön toimintavapauksia, vaan niitä rajoitetaan kriminalisoimalla myös käyttäytymistä, joka ei ole johtanut konkreettiseen vahinkoon. Tällöin rikosoikeuden *tavoitteellinen ajattelu* saa etusijan ja siihen vaikuttavat myös sääntelyn hyödyt sekä haitat yleisellä tasolla.<sup>4</sup> Arvopaperimarkkinarikosoikeudellinen sääntely on nähtävissä hyvinvointivaltiollisen rikosoikeuden tuotteena, jolla pyritään varmistamaan markkinoiden mahdollisimman häiriötön toiminta ja jolla perustellusti rajoitetaan markkinaosapuolten vapaus- ja varallisuus oikeuksia asettamalla esimerkiksi sinänsä lailliselle arvopaperikaupankäynnille reunaehto- ja sisäpiirinsääntelyn ja muun markkinoiden väärinkäyttösääntelyn muodossa.

Arvopaperimarkkinarikokset kuuluvat taloudellisen rikollisuuden eli talousrikoksien alaan.<sup>5</sup> Taloudellinen rikollisuus ei muodosta selkeästi rajattavaa rangaistavien tekojen kokonaisuutta, ja sillä on yleensä varallisuusrikoksista tai joka tapauksessa varallisuusrikosten perinteisemmistä ilmenemismuodoista poikkeavia ominaisuuksia. Talousrikoksille on usein tyypillistä, että ne vaarantavat koko yhteiskunnan taloudellista toimintaa. Siksi erityisesti varhaisemmassa rikoslainopissa tehdyt perinteisemmän rikollisuuden oppirakennelmat soveltuvat nykyäänä usein huonosti monimuotoisen yritystoiminnan piirissä tehtäviin rikoksiin.<sup>6</sup> Näkemys perinteisempien rikosoikeuden oppirakennelmien heikosta sovellettavuudesta on perusteltu myös esimerkiksi arvopaperimarkkinarikosten ratkaisemisen ja arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön osalta.

Taloudellinen rikollisuus on jo pitkään kuulunut Suomessa kriminaalipoliittisen keskustelun ytimeen, koska taloudellisen rikollisuuden yhteiskunnalle aiheuttamat vahingot ovat usein suurempia kuin perinteisen rikollisuuden tuottamat vahingot. Siksi kriminaalipoliittiset tavoitteet on suunnattu erityisesti enemmän vahinkoa aiheuttavan rikollisuuden muodon torjumiseen, vaikka täydellistä yksimielisyyttä siitä, mitä taloudellisen rikollisuuden piiriin tulisi sisällyttää, ei olekaan saavutettu.<sup>7</sup>

<sup>4</sup> Hakamies 2012, s. 16–17; Backman 2006, s. 5–6.

<sup>5</sup> ”Taloudellisella rikollisuudella” on tarkoitettu usein samaa kuin ”talousrikoksella”. Tarkasteltaessa ilmaisia tarkemmin voidaan päätyä myös siihen, että ”taloudellinen rikos” on ”talousrikosoikeuteen” kuuluva yksittäinen teko. Ks. Melander 2008, s. 250 (alaviite 200). Tässä tutkimuksessa on yksinkertaisuuden vuoksi omaksuttu ilmaisutapa, jossa ilmaisu ”taloudellinen rikollisuus” vastaa sisällöllisesti ilmaisua ”talousrikos”.

<sup>6</sup> Lahti 1981, s. 7–8.

<sup>7</sup> Träskman 1981, s. 14.

*Nuotio* on katsonut, että talousrikosoikeutta säädettäessä jakoa rikosten tekijöihin ja rikoksen uhreihin ei ole tehty, vaan tältä osin ollaan eräänlaisen ”tietämättömyyden verhon” takana, ja vasta aika tulee näyttämään, kuka syyllistyy rikokseen ja kuka puolestaan ei. *Nuotion* mukaan varsin harva on esimerkiksi koskaan sellaisessa asemassa, että edes voisi syyllistyä arvopaperimarkkinarikokseen.<sup>8</sup> Tästä seuraava johtopäätös on se, että vain harva, jos kukaan, voi valikoitua arvopaperimarkkinarikoksen välittömäksi uhriksi. Esitettyä tulkintaa tukee osaltaan se, ettei arvopaperimarkkinarikoksissa ole asianomistajaa.<sup>9</sup> Näin ollen arvopaperimarkkinarikoksella ei loukata välittömästi jonkin markkinaosapuolen yksilöllistä oikeushyvää eikä markkinaosapuolilla (sijoittajilla) ole oikeutta vaatia arvopaperimarkkinarikosasiassa tekijälle rangaistusta.

Kriminaalipoliittisen painopisteen kohdistuminen taloudellisen rikollisuuden torjumiseen on antanut perusteen tässä tutkimuksessa jäljempänä esitettävään arvopaperimarkkinarikosten ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosten esiintyvyyden arvioimiseen. Arvioinnin perusteella voidaan tehdä jossain määrin johtopäätöksiä siitä, onko tavoitteiden ja resurssien kohdentaminen nykypäivänä erityisesti arvopaperimarkkinarikosten torjumiseen kriminaalipoliittisesti tarpeellista ja perusteltua.

Myös Euroopan unionin rikosoikeus on lähtenyt liikkeelle nimenomaisesti taloudellisen rikollisuuden torjunnasta. Euroopan unionin taloudellisiin intresseihin kohdistuvat väärinkäytökset ovat olleet rikosoikeudellisen mielenkiinnon kohteena yhteisössä jo 1960-luvulta alkaen. Talousrikosoikeus ei ole kuitenkaan ollut viime vuosina Euroopan unionin rikosoikeudellisen yhteistyön ytimessä. Kuitenkin esimerkiksi juuri arvopaperimarkkinaoikeus on ollut alue, jolla on toteutettu rikosoikeuteen vaikuttaneita yhteisön oikeudellisia toimenpiteitä jo 1980-luvulla. Talousrikosoikeus on toiminut tietyllä tavalla Euroopan unionin rikosoikeuden kehityksen edelläkävijänä, vaikka varsinainen Euroopan unionissa toteutettu rikosoikeudellinen yhteistyö onkin keskittynyt muuhun rikollisuuteen ja vaikka taloudelliseen rikollisuuteen liittyvät Euroopan unionin toimenpiteet ovat saaneet usein aikaan ristiriitoja. Viimeaikaisen kehityksen perusteella on kuitenkin syytä olettaa, että Euroopan unionissa ryhdytään entistä enemmän keskittymään taloudellisen rikollisuuden torjuntaan myös lainsäädännön lähentämistoimenpiteiden avulla.<sup>10</sup> Unionintasoiset lähentämistoimenpiteet ovat ri-

<sup>8</sup> *Nuotio* 2013, s. 265. Tietämättömyyden verho viitanee tässä yhteydessä *Rawlsin* oikeudenmukaisuusteorian kehittelyyn.

<sup>9</sup> Erilaisista asianomistajamääritelmistä ks. esimerkiksi *Jokela* 2003, s. 13–19. Lainsäädännössä ei ole määritelty asianomistajaa. Asianomistajakäsitteen määritelmistä yleisemmin ks. esimerkiksi *Virolainen – Pölonen* 2004, s. 156–162. Ks. myös *Frände* 1986, s. 163–176.

<sup>10</sup> *Melander* 2012, s. 510–511. Laajemmin rikosoikeuden eurooppalaistumisesta ks. esimerkiksi *Melander* 2008, s. 27–45.

kosoikeuden alalla tähän mennessä koskeneet pääasiassa arvopaperimarkkinarikoksia, rahanpesurikoksia sekä avustus- ja petosrikoksia.

Euroopan unionissa valmistellut rikosoikeudelliset instrumentit on otettava huomioon kansallista lakia sovellettaessa, mikäli kansallisen lain taustalla on Euroopan unionin oikeutta tai joka tapauksessa silloin, jos kansallinen säännös on transformoitua Euroopan unionin oikeutta. Sisäpiirintiedon määritelmä, sisäpiirintiedon luovutus- ja käyttökielto sekä sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen kriminalisointi liittyvät vahvasti ja välittömästi Euroopan unionissa toteutettuun sääntelyyn ja erityisesti *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:een ja sitä aikaisemmalta ajalta *Sisäpiiridirektiivi* 1989:ään. Tällöin esimerkiksi sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten edellytysten täyttymistä arvioitaessa on tulkinta-aineistona huomioitava kansallisten lainsäädäntöasiakirjojen lisäksi myös kansallisen sääntelyn taustalla vaikuttavat Euroopan unionin sääntelyyn liittyvät asiakirjat.<sup>11</sup> Siksi myös Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisuilla ja niiden perusteluilla on *oikeuslähdeopillinen asema* tulkittaessa kansallisen normin sisältöä Suomessa. Euroopan unionin tuomioistuimen oikeuskäytäntö on keskeinen Euroopan unionin oikeuslähde. Jäsenvaltiot ovat sitoutuneensa Euroopan unionin perussopimuksista muodostuvaan primäärioikeuteen hyväksyneet samalla Euroopan unionin tuomioistuimen toimivallan antaa tulkintoja perussopimuksista ja myös niiden perusteella annetusta sekundaarilainsäädännöstä.<sup>12</sup> Kuten kansallistenkin tuomioistuinratkaisujen arvioinnissa, myös Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisukäytäntöä arvioitaessa on huomiota kiinnitettävä vertailtavien tapausten oikeustoiseikkojen samankaltaisuuteen tai erilaisuuteen.

Arvopaperimarkkinain aineellisen sisällön tulkinta sisäpiirintiedon syntymisestä vaikuttaa ratkaisevasti rikoslain 51 luvun mukaisen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tunnusmerkistön täyttymisen arviointiin. Tulkintaepävarmuus kohdistuu erityisesti arvopaperimarkkinain 12 luvun 2 §:n mukaisen sisäpiirintiedon määritelmän edellytysten täyttymiseen rikosoikeudellisessa tulkintatilanteessa. Tältä osin arvopaperimarkkinaoikeudellinen normi (arvopaperimarkkinain mukainen määritelmäsäännös) ja rikosoikeudellinen normi (rikoslain mukainen rangaistussäännös) ovat kiinteässä tulkinnallisessa yhteydessä keskenään. Tällöin myös rikoslakinormin tulkinnassa on välttämättä kiinnitettävä huomiota arvopaperimarkkinain säädöksiin, näiden säädösten taustalla oleviin Euroopan unionin tasoihin normeihin ja näiden säädösten aineellisesti oikeaan tulkinnaan.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Melander 2008, s. 38.

<sup>12</sup> Ks. kokoavasti Euroopan unionin oikeuden soveltamisesta sekä Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisujen merkityksestä esimerkiksi *Havu* 2013, s. 31–36.

<sup>13</sup> Ks. esimerkiksi KKO 2010:85 (kohta 12). Arvioitaessa esimerkiksi veropetoksessa veron määräämistä liian alhaisena ja kirjanpitorikoksessa oikean ja riittävän kuvan saamisen vaikeuttamista vero- ja kirjanpitolainsäädännön määräykset ovat *tunnuksmerkistön täyttymisen kannalta keskeises-*

Taloutta koskeva aineellinen lainsäädäntö sekä taloutta koskeva rikosoikeudellinen sääntely ovat kiinteässä ja osin jännitteisessä vuorovaikutussuhteessa keskenään. Rikosoikeuden suhde muihin oikeudenaloihin, ja päinvastoin, on tunnistettava ja tiedostettava. Vastaavasti rikosoikeudellisen normiston tulkinnassa on huomioitava muilta oikeudenaloilta saatavat systeemi-impulssit sekä yhtenäiset käsitteelliset ratkaisut. Tulkintatilanteessa on selvítettävä tulkintaongelmaan systemaattisessa yhteydessä olevan sääntelyn ja sen käsitteiden merkitys. Toisaalta on katsottu, että rikosoikeudellinen tulkinta voi sen omista lähtökohdista perustellen myös poiketa siviilioikeudellisista lähtökohdista.<sup>14</sup> Edellä esitetty ei kuitenkaan johda siihen, että esimerkiksi sisäpiirintiedon määritelmää ja sen syntymisen edellytysten täyttymistä tulisi arvioida rikosoikeudellisessa ympäristössä siviilioikeudellisesta ympäristöstä poikkeavalla tavalla. Sisäpiirintiedon syntyminen arvioidaan ja ratkaistaan siviilioikeudellisessa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä, ja tämän arvioinnin lopputulos on otettava sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rangaistussäännöksen rikosoikeudellisen arvioinnin perustaksi.

Rikosoikeudellisen vastuun muodostuminen yksityisoikeudellisesta vastuusta poikkeavaksi tai toisistaan poikkeavien rikos- ja yksityisoikeudellisten vastuuperusteiden synnyttäminen ei ole muun muassa ennakoitavuuden näkökulmasta toivottavaa. *Ultima ratio* -periaate huomioon ottaen ei myöskään vaikuta perustellulta osoittaa jotain tekoa tai toimintaa rikosoikeudellisesti moitittavaksi, jos ensin on katsottu, ettei sama teko tai toiminta muodosta yksityisoikeudellista vastuuta. Toisaalta jonkin teon muodostumisen yksityisoikeudellisessa arvioinnissa moitittavaksi ei tule johtaa automaattisesti teon arvioimiseen myös rikosoikeudellisesti rangaistavaksi.

---

*sä asemassa.* Harkittaessa samastamisen kaltaisten keinojen käyttämistä rikosoikeudessa huomiota voidaan kiinnittää *muiden lakien sisältöön ja tulkintakäytäntöön.* Yhdenmukainen rikos- ja muiden lakien tulkintakäytäntö lisää ratkaisujen *ennakoitavuutta.* Rikosten tunnusmerkistöjen sekä tahallisuus- ja syyksiluettavuusvaatimusten täyttymistä arvioidaan kuitenkin rikosoikeudellisista lähtökohdista rikostyypeittäin itsenäisesti. *Siitä, että jokin oikeudellinen muoto tai järjestely syrjäytetään verotuksessa tai ulosmittaus- tai konkurssimenettelyssä, ei välttämättä seuraa, että niin pitäisi tehdä myös rikosoikeudellisessa arvioinnissa,* koska säännöstöjen lähtökohdat ja soveltamisedellytykset ovat olennaisesti erilaiset.

<sup>14</sup> *Hakamies* 2012, s. 19; *Lahti* 1991b, s. 885–886; *Nuutila* 1997a, s. 67. Rikosoikeudessa on poikettu siviilioikeudellisista normeista esimerkiksi rikosoikeudellisen vastuun kohdentamista koskevissa jutuissa. Ks. esimerkiksi KKO 2001:86, jossa katsottiin, että henkilö, joka ei omistanut osakeyhtiön osakkeita ja jolla ei ollut yhtiön hallinnossa muodollista asemaa mutta joka käytännössä hoiti yhtiön koko liiketoiminnan ja käytti siinä tosiasiallista määräämivaltaa, oli velvollinen yhtiön edustajana huolehtimaan sen kirjanpidosta. Ks. myös KKO 2001:87, jossa verorikkomusta koskevan rikosvastuun voitiin katsoa koskevan myös sellaista henkilöä, joka tosiasiallisen asemansa ja toimintansa perusteella oli yhtiössä vastuussa verojen ja maksujen suorittamisesta.

## 1.2 TALOUSRIKOKSEN MÄÄRITTELY

Laajemman talousrikoskäsitteen mukaisiin rikoksiin kuuluu *talouselämän rikollisuus*, jossa rangaistaviin tekoihin ja laiminlyönteihin syyllistytään sinänsä laillisen yritystoiminnan puitteissa.<sup>15</sup> Talousrikoksessa teko tai laiminlyönti voidaan tehdä yhteisön tai yksityishenkilön tai molempien hyödyksi. Talousrikoksiksi katsotaan myös julkishallinnon virkamiesten talousrikollisuus, kuten esimerkiksi lahjontarikokset.<sup>16</sup>

Taloudellista rikollisuutta ei esitetyn näkemyksen mukaan ole välttämättä mielekästä pitää niinkään rikosoikeudellisena käsitteenä vaan ennemminkin kriminologisena ja kriminaalipoliittisena käsitteenä.<sup>17</sup> Talous on abstrakti ja epä-määräinen suojelukohde, eikä rikosoikeudellisella normistolla suojata taloutta sellaisenaan, vaan esimerkiksi arvopaperimarkkinarikosten osalta suojataan aiemmin tässä tutkimuksessa esitetyllä tavalla luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Talousrikollisuuden tarkkaa määrittelyä on pidetty yleisesti ongelmallisena, ja esimerkiksi pohjoismaisen rikosyhteistyöryhmän mietinnössä on nimenomaisesti todettu, ettei ole olemassa yleisesti hyväksyttyä taloudellisen rikollisuuden määrittelyä.<sup>18</sup> Taloudellisen rikollisuuden tai talousrikoksen määrittelyä ei enää nykyisin ole pidetty myöskään täysin välttämättömänä.

Suomalaisessa talousrikollisuuden käsitettä koskevassa keskustelussa *Träskman* korosti jo 1980-luvulla sitä, miten talouselämän rikokset, eli laillisen yritystoiminnan piirissä tehdyt teot, on erotettava järjestäytyneestä taloudellisesta rikollisuudesta, jossa toiminta on jo sellaisenaan laitonta taloudellista toimintaa.<sup>19</sup>

*Träskman* on tuolloin jakanut taloudelliseen rikollisuuteen kuuluvat rikokset seitsemään eri ryhmään:

<sup>15</sup> Suomessa on käytetty talousrikokseen liittyen myös muun muassa käsitteitä taloudellinen rikollisuus, uusi taloudellinen rikollisuus, valtaa omaavien rikollisuus, liike-elämän rikollisuus ja kultareunuksinen rikollisuus. Ks. *Laitinen – Alvesalo* 1994, s. 12; *Träskman* 1981, s. 14–15. Talousrikollisuuden (*economic crime*) lisäksi muita yleisesti käytettyjä talouden väärinkäytöksiin liittyviä käsitteitä ovat kansallisesti ja kansainvälisesti valkokaulusrikollisuus (*white-collar crime*), rahoitusalan rikollisuus (*financial crime*) ja harmaa talous (*grey economy*). Ks. talousrikollisuuden määrittelystä yleisemmin esimerkiksi *Alvesalo* 2003, s. 9–17 ja määrittelyn merkityksestä myös *Alvesalo* 2002, s. 153–156. *Harmaaksi taloudeksi* määrittellään Suomessa laillinen liike- ja yritystoiminta, josta ei suoriteta lakisääteisiä maksuja ja veroja. Ks. esimerkiksi *Lappi-Seppälä – Kivi-vuori* 2012, s. 149.

<sup>16</sup> *Alvesalo* 2006, s. 4.

<sup>17</sup> *Träskman* 1981, s. 15.

<sup>18</sup> *Mutttilainen – Kankaanranta* 2010, s. 148. Samansuuntaisesti ks. myös *Lahti* 2006, s. 51. Ks. talousrikosten määrittelyyn liittyvästä keskustelusta myös esimerkiksi *Tapani* 2004, s. 97–98. *Tapanin* näkemyksen mukaan talousrikosoikeudesta ei voida puhua itsenäisenä oikeudenalana. Ks. myös *Melander* 2008, s. 251 (alaviite 203); *Lahti* 1991b, s. 880 (alaviite 20).

<sup>19</sup> *Alvesalo* 2006, s. 3.

- i. Rikokset, jotka kohdistuvat osakkeenomistajiin ja yhtiömiehiin. Näille rikoksille on yhteistä se, etteivät yritykseen sijoittaneet saa liiketoiminnasta sitä voittoa, johon tämä olisi oikeutettu sijoituksensa perusteella. Ryhmään kuuluvat kirjanpitorikokset, väärennykset, petosrikokset sekä *erilaiset osakeannin ja osakkeen myynnin yhteydessä tapahtuvat rikokset*.
- ii. Rikokset, jotka kohdistuvat velkojiin ja takaajiin.
- iii. Rikokset, jotka kohdistuvat työntekijöihin.
- iv. Rikokset, jotka kohdistuvat kuluttajiin.
- v. Rikokset, jotka kohdistuvat kilpailijoihin.
- vi. Rikokset, jotka kohdistuvat ihmiskuntaan.
- vii. Rikokset, jotka kohdistuvat valtioon.<sup>20</sup>

Edellä esitetyn *Träskmanin* varhaisen jaottelun perusteella arvopaperimarkkinarikokset kuuluisivat selvästi ryhmään (i), vaikka nykytulkinnan mukaan arvopaperimarkkinarikosten keskeinen suojeleobjekti on luottamus arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Esitetty jaottelu perustuu kuitenkin ajankohtaan ja toimintaympäristöön, jossa arvopaperimarkkinoiden sääntelyä on arvioitu vahvasti yhtiöoikeudellisesta näkökulmasta eikä vanhaa arvopaperimarkkinalakia ollut vielä säädetty.

Suomessa talousrikostutkinta keskittyi erityisesti 1990-luvulla rikoksiin, jotka ovat kohdistuneet yrityksiin ja valtioon veronsaajana. Talousrikostorjunnan kannalta on merkityksellistä arvioida, minkä tyyppisten rikosten selvittämiseen talousrikostutkinta halutaan kohdentaa.<sup>21</sup> Tällöin tehokkaiden resurssien tulisi suuntautua niiden taloudellisen rikollisuuden muotojen torjuntaan, jotka ovat yhteiskunnan kannalta kokonaistaloudellisesti haitallisimpia ja joiden esiintyvyys on laajaa.

Talousrikosoikeus on rikosoikeuden osa-alue, jota on käytetty usein esimerkkinä rikosoikeuden eriytymiskehityksestä. Rikosoikeuden eriytymisellä tarkoitetaan esimerkiksi tiettyjen omien, yleisiä oppeja koskevien näkemysten muotoutumista vain tiettyä erityisalaa, kuten talousrikosoikeutta, koskeviksi.<sup>22</sup> Vaikka Euroopan unionin oikeudella ei olekaan toistaiseksi ollut välitöntä vaikutusta talousrikosoikeuden eriytymiskehitykseen, on kuitenkin huomattava, että erityisesti talousrikosoikeudessa Euroopan unionin rikosoikeudellinen vaikutus kansallisen rikoslainsäädännön soveltamiseen on tietyiltä osin ollut syvempää kuin muuhun vakavaan rikollisuuteen liittyvässä Euroopan unionin rikosoikeudellisessa yhteistyössä. Talousrikosoikeudellisen tulkinnan kannalta huomiota on

<sup>20</sup> *Träskman* 1981, s. 18–20.

<sup>21</sup> *Alvesalo* 2006, s. 5.

<sup>22</sup> Ks. kuitenkin *Tapani* 2004, s. 98. *Tapani* mukaan olisi vaikeaa esittää kriteereitä, joiden perusteella voitaisiin puhua talousrikosoikeuden yleisistä opeista. *Tapani* pitää kuitenkin mahdollisena, että talousrikosoikeudelliseksi mielletty tutkimus tuottaisi tuloksia, joista voitaisiin yleistää väljät talousrikosoikeuden yleiset opit ainakin pedagogisessa mielessä.



kiinnitettävä erityisesti Euroopan unionin oikeuden tavoitteiden tehokkaan turvaamisen vaatimukseen, koska Euroopan unionin toiminta liittyy pitkälti taloudelliseen integraatioon.<sup>23</sup> Eriytymiskehitys Euroopan unionin rikosoikeudessa sekä kriminaalipolitiikassa on väistämätön kehityssuuntaus, joka tulee edelleen jatkumaan.<sup>24</sup>

Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisu sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa *Spector Photon* jutussa on selkeä esimerkki rikosoikeuden eriytymiskehityksestä liittyen *syyksiluettavuusnäkemysten eriytymiseen* yhteisöoikeuden tavoitteiden tehokkaan turvaamisen korostamisen vuoksi. Ratkaisu osoittaa osaltaan Euroopan unionin oikeuden saattavan vahvistaa entisestään talousrikosoikeuteen liittyvää eriytymiskehitystä.<sup>25</sup>

Talousrikoksen käsitteestä ei ole Suomessa yhtenevää ja yleisesti hyväksyttyä määritelmää. Talouselämää koskevia rikossäännöksiä on ollut jo pitkään, mutta yhteistä käsitystä siitä, mitkä ovat talousrikoksia, ei ole saavutettu. Sisäasiainministeriön esitutkintaa varten antaman määritelmän mukaan talousrikoksella tarkoitetaan yrityksen, julkishallinnon tai muun yhteisön toiminnan yhteydessä, tai niitä hyväksikäyttäen, tapahtuvaa oikeudettomaan, huomattavaan välittömään tai välilliseen taloudelliseen hyötyyn tähtäävää rangaistavaa tekoa tai laiminlyöntiä.<sup>26</sup> Määritelmän mukaisesti teko, jolla ei tavoitella (määritelmällisesti avointa) huomattavaa taloudellista hyötyä, ei olisi talousrikos. Talousrikoksen määrittelemisen ainoastaan taloudellisen hyödyn kvantitatiivisen määrän perusteella ei ole kuitenkaan perusteltua. Esimerkiksi arvopaperikaupassa kaupankäyntimäärät ja vastaavasti välittömän tai välillisen hyödyn määrät voivat jo tavanomaisesti olla taloudellisesti huomattavia.

Yrityksen tai muun yhteisön toiminnan yhteydessä tapahtuneet rikoslain 29 luvun mukaiset verorikokset, rikoslain 30 luvun mukaiset kirjanpitorikokset, rikoslain 39 luvun mukaiset velallisen rikokset, rikoslain 51 luvun mukaiset arvopaperimarkkinarikokset ja osakeyhtiölain 25 luvun mukaiset osakeyhtiörikokset ovat aina talousrikoksia. Mikäli määritelmän mukainen teko muodostuu useista

<sup>23</sup> Melander 2012, s. 512–513. Talousrikosoikeuden eriytmisestä ks. esimerkiksi *Tapani* 2004, s. 96–102; *Lahti* 2007, s. 20–24.

<sup>24</sup> Samansuuntaisesti ks. *Melander* 2013, s. 977.

<sup>25</sup> *Melander* 2012, s. 515.

<sup>26</sup> *Loppuraportti* 2008, s. 10. Talousrikoksen määritelmästä ks. myös *Hakamo – Jauhiainen – Alvesalo – Virta* 2009, s. 37–39; *Träskman* 1987, s. 122; *Lahti* 1991b, s. 873; *Nuotio* 1995, s. 950; *Tapani* 2004, s. 97–98. *Mietintö* 1983:n mukaan talousrikos määriteltiin seuraavasti: ”Taloudellisen hyödyn tavoittelemisen rikollisin keinoin. Rikollinen menettely on usein jatkuvaa ja sitä harjoitetaan järjestelmällisesti. Sille on myös ominaista, että rikokset tehdään sellaisen elinkeinotoiminnan yhteydessä, joka ei sinällään ole kriminalisoitu mutta voi muodostaa puitteet yksittäisten rikosten tekemiselle.”

osateoista, talousrikos muodostuu tekojen kokonaisuudesta. Määritelmän mukaan talousrikokseen voidaan myös syyllistyä laiminlyömällä lakisääteisiä, taloudellisia tai muita velvoitteita.<sup>27</sup>

Talousrikoksiksi luokitellaan poliisin tietojärjestelmässä edellä mainittujen rikoslajien lisäksi rikoslain 36 luvun mukaiset petos- ja muuta epärehellisyyttä koskevat rikokset, rikoslain 38 luvun mukaiset tieto- ja viestintärikokset, rikoslain 46 luvun mukaiset sääntelyrikokset ja salakuljetukset, rikoslain 47 luvun mukaiset työrikokset, rikoslain 48 luvun mukaiset ympäristörikokset ja rikoslain 49 luvun mukaiset aineettomien oikeuksien loukkaukset sekä sopimattomaan menettelyyn elinkeinotoiminnassa liittyvät rikokset.<sup>28</sup>

*Ruotsissa* noudatettavan talousrikollisuuden määritelmän mukaan kysymys on rikoksista, jotka tapahtuvat elinkeinotoiminnassa taloudellisesta motiivista. Talousrikokset jaetaan systeemirikollisuuteen ja valkokaulusrikollisuuteen. Systeemirikollisuus käyttää valvontajärjestelmän heikkouksia. Valkokaulusrikollisuudelle on puolestaan tyypillistä tekijän korkea yhteiskunnallinen asema ja sen hyväksikäyttö rikollisessa toiminnassa.<sup>29</sup>

Talousrikosten osalta on arvioitu myös niiden kytkeytymistä moraliin. *Durkheim* pohti rikoksen olevan lainvastaisen teon lisäksi hyökkäys yhteisön moraalisia rajoja vastaan.<sup>30</sup> Myöhemmin ilmiötä on tarkasteltu näkökulmasta, jonka mukaan talousrikollisuus voidaan määritellä kahdella tavalla: (i) määritelmä rajataan koskemaan vain rikoslain osoittamaa laitonta toimintaa tai (ii) myös moraaliton toiminta sisällytetään määritelmään.<sup>31</sup> Kriminalisoinnit ja perusoikeudet sisältävät moraalista ainesta, ja perusoikeuksien voidaan katsoa välittävän moraalisia näkökohtia positiiviseen oikeuteen. Tämä on nähtävissä esimerkiksi henkirikosten kriminalisoinneissa, jotka ilmaisevat sekä oikeudellista että moraalista paheksuntaa nyky-yhteiskunnassa. Kuitenkaan moraalinen perustelu yksin ei riitä perustelemaan teon rangaistavuutta.<sup>32</sup>

Myös sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia tekoja arvostellaan usein moraalittomiksi.<sup>33</sup> Yhteiskunnassa pidetään yleisesti moraalittomana tekoa, jolla pyritään hyötymään taloudellisesti ansiotta. Moraalipaheksuntaa erityisesti jälkimarkkinakaupankäynnissä voi kuitenkin lieventää se, että sisäpiirinkaupalla ei ole varsinaista tunnistettavissa olevaa vastapuolta, koska teko kohdistuu yleisesti markkinoiden luottamusta vastaan markkinapaikalla, jolla ei ole välittömästi

<sup>27</sup> *Loppuraportti* 2008, s. 10.

<sup>28</sup> *Loppuraportti* 2008, s. 10.

<sup>29</sup> *Brå-PM* 1996.

<sup>30</sup> *Durkheim* 1982, s. 84–86.

<sup>31</sup> *Laitinen – Virta* 1998, s. 11.

<sup>32</sup> *Melander* 2008, s. 367–368. Ks. myös *Lappi-Seppälä* 1987, s. 128–129.

<sup>33</sup> Ks. samansuuntaisesti *Annola* 1990, s. 50.

sisäpiirinkauppaan identifioitavissa olevia ostajia ja myyjiä. Markkinoiden luottamus muodostuu kuitenkin kaikkien markkinaosapuolien kollektiivisesta moraalikäsitteestä, ja siksi myös sisäpiirinkaupankäynnin voidaan katsoa perustellusti olevan yleisesti hyväksytyyn moraalikäsitteeseen vastaista, vaikka sisäpiirinsääntelyllä suojattava oikeushyvä, markkinoiden luottamus, ei olisikaan tarkkarajaisesti yksilöitävissä eikä sille olisi osoitettavissa yksittäistä omistajaa.

Arvopaperimarkkinoilla vaikuttavien yleisten moraalisten näkökantojen merkitystä on katsottu heikentävän se, ettei arvopaperimarkkinoille ole asetettavissa erityistä ”reilun pelin” määritelmää, jonka perusteella sisäpiirikauppojen moraalista oikeutusta tai oikeudettomuutta voitaisiin arvioida. Uuden arvopaperimarkkinan systematiikka perustuu kuitenkin osin *hyvän arvopaperimarkkinatavan* noudattamiseen. Tässä tutkimuksessa esitetyllä tavalla arvopaperimarkkinoiden voidaan katsoa olevan jo lähtökohtaisesti ”epäreilut”, koska markkinaosapuolten mahdollisuudet taloudellisen edun saavuttamiseksi arvopaperimarkkinoilla poikkeavat tosiasiallisesti toisistaan. Markkinaosapuolet eivät ole arvopaperimarkkinoilla yhtäläisessä tai tasavertaisessa asemassa, eikä tätä epätasavertaisuutta pyritä poistamaan kokonaan.<sup>34</sup> Toimivia markkinoita ei ole edes mahdollista muodostaa siten, että kaikilla markkinaosapuolilla olisi käytössään samanaikaisesti kaikki tiedot arvopapereista.

Taloudellisen rikollisuuden (tai talousrikoksen) määritelmään liittyvä keskustelu palautuu viime kädessä rikossääntelyn *täsmällisyyden edellytykseen* ja siten laajemmin laillisuusperiaatteeseen. Jos ja kun rikossääntely kohdistuu ”talouteen”, olisi sääntelyn täsmällisyyden näkökulmasta tärkeää ymmärtää, mitä taloudella ja täten esimerkiksi talousrikoksella määritelmällisesti tarkoitetaan. Sääntelyn täsmällisyyden vaatimus korostuu silloin, kun sääntelyn kohteena on ”kuka tahansa” rikosoikeudellisen järjestelmän lainkäyttövallan alainen henkilö, koska rikossäännökset tulee laatia juuri tällaista henkilöä silmällä pitäen. Rikosoikeudelliset säännökset ovat lähtökohtaisesti soveltamisalaltaan yleisiä, eikä Suomessa ole yleisesti omaksuttu mallia, jossa rikoslain säänneltäisiin vain jonkin tietyn erityisalueen tai erityisten toimijoiden toimintaa. Poikkeuksen edellä lausuttuun muodostavat kuitenkin kriminalisoinnit, joiden tekijäpiiri on sääntelyllisesti rajattu. Näissä erikoisrikoksissa (*delicta propria*) tekijäksi voi valikoitua ainoastaan tekijä, jolla on tietty tunnusmerkistöä edellytetty ominaisuus tai asema. Esimerkiksi virkarikoksen tunnusmerkistön täytyminen edellyttää virkamiesstatusta, velallisen rikoksen tunnusmerkistön täytyminen edellyttää velallisasemaa, ja sotilasrikokseen voi syyllystyä vain sotilas. Sääntelyn näkökulmasta näitä erikoisrikoksia on mahdollista arvioida sääntelyn epätäsmällisyyskiellon

<sup>34</sup> Annola 1990, s. 50–51.

osalta *väljemmin*.<sup>35</sup> Tällöin voidaan siis olettaa, että *delicta propria* -sääntelyn kohteilla on saavutettuun asemaansa liittyen myös erityinen tietämys sekä osaanminen omasta erityisalastaan ja sitä koskevasta sääntelystä, ja siksi tällaiset henkilöt eivät tarvitse suojakseen laillisuusperiaatteen täsmällisyysvaatimusta täysimittaisesti.

On huomattava, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syyllistyminen ei edellytä tekijältä mitään erityistä asemaa tai yksittäistä erityispiirrettä, ellei tällaiseksi laajasti otettuna tulkita sisäpiiriläisyyttä.<sup>36</sup> On luonnollisesti selvää, että vain sisäpiiriläinen voi syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan rikokseen.

Tulkintaerimielisyyttä arvopaperimarkkinarikosten osalta on ollut kuitenkin rikoslain 51 luvun 5 §:n tarkoittaman arvopaperimarkkinoita koskevan *tiedottamisrikoksen* tekijäpiiriin liittyen. Tiedottamisvelvollisuus on arvopaperimarkkinalain systematiikan mukaisesti osoitettu liikkeeseenlaskijalle.<sup>37</sup> Yhtiöoikeudellisesti tällä tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan lakisääteisiä toimielimiä eli yhtiön hallitusta ja toimitusjohtajaa, koska nämä vastaavat liikkeeseenlaskijan liiketoiminnasta. Rikosoikeudellisesti vastuun on kuitenkin katsottu voivan ulottua tätä tekijäpiiriä ulommaksi. Arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen voi syyllistyä myös muu henkilö liikkeeseenlaskijan hallinnosta kuin hallituksen jäsen tai toimitusjohtaja.

Muun muassa tämän perusteella on pääteltävissä, että arvopaperimarkkinarikoksissa ei ole kysymys *delicta propria* -tyyppisistä teoista. Siksi on todettavissa, että *arvopaperimarkkinarikoksissa ei ole mitään erikoista*, ja samalla voidaan päätellä, ettei ainakaan tällä perusteella ole syytä arvioida arvopaperimarkkinoiden sääntelyä epätasällisyyskiellon osalta lievemmin tai tavanomaisesta rajoittavasta tulkintatavasta poikkeavalla tavalla.<sup>38</sup>

Arvopaperimarkkinalain 14 luvun 2 §:n systematiikka on rakennettu siten, että lainkohdassa tarkoitettu *hallinnollinen* sisäpiirintiedon käyttökielto on eroteltu niin sanottujen *ensisijaisten* ja *toissijaisten* sisäpiiriläisten osalta. Ensisijaisia sisäpiiriläisiä ovat henkilöt, joilla on sisäpiirintietoa rahoitusvälineen omistaja-

<sup>35</sup> Melander 2008, s. 249–251.

<sup>36</sup> Ks. Nuotio 2013, s. 265. Nuotion perustellun tulkinnan mukaan vain harva voi olla asemassa, joka mahdollistaisi syyllistymisen *arvopaperimarkkinarikokseen*. On huomattava, että esitetty tulkinta liittyy *yleisemmin* arvopaperimarkkinarikoksiin, ja esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen (tiedottamisrikokseen) voivat syyllistyä vain harvat. Tiedon perusominaisuuksien vuoksi sisäpiirintietoa voi kuitenkin saada ja hyväksikäyttää *periaatteessa kuka tahansa*.

<sup>37</sup> Ks. arvopaperimarkkinalain 6 luvun 4 §, jonka mukaisesti kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin *liikkeeseenlaskijan* on ilman aiheutonta viivytystä annettava tiedote. Ks. myös arvopaperimarkkinalain 7 luvun 5 §, jonka mukaisesti *liikkeeseenlaskijan* on julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheutonta viivytystä. Velvollisuus huolehtia siitä, että markkinaosapuolilla on riittävät, oikeat ja ajanmukaiset tiedot perusteltujen sijoituspäätösten tekemiseksi, on nimenomaisesti *liikkeeseenlaskijalla*.

<sup>38</sup> Ks. *delicta propria* -tyyppisistä rikoksista tarkemmin esimerkiksi Frände 2004a, s. 70.

na, asemansa, toimensa tai tehtävänsä perusteella tai rikollisen toiminnan kautta. Kaikki muut henkilöt, jotka tiesivät tai joiden olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa, ovat toissijaisia sisäpiiriläisiä.<sup>39</sup> Erottelulla ensisijaisiin ja toissijaisiin sisäpiiriläisiin on käytännössä se merkitys, että teon rangaistavuus edellyttää vain toissijaisilta sisäpiiriläisiltä erillistä tuottamusarviointia. Sisäpiirintiedon käyttäminen on ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta perusolettama, jos heillä on tekoheikellä ollut hallussaan sisäpiirintietoa. Tuottamusolettama on kuitenkin kumottavissa vastanäytöllä.<sup>40</sup>

Edellä sisäpiirintiedon presumptiivisesta käyttämisestä ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta esitetty on rikosoikeuden yleisten oppien näkökulmasta ongelmallinen, koska teon syyksilukeminen edellyttää rikoslain mukaan nimenomaisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttäjän teolta *tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta*. Presumptiivinen käyttöolettama on ongelmallinen myös *hallinnollisen seuraamuksen* osalta, mikäli seuraamus on tulkittavissa rangaistukseksi tai sillä olisi preventiivinen vaikutustarkoitus. Kysymys voi tällöin olla itsekriminointisuojaan piiriin kuuluvasta seuraamusjärjestelmästä, jolloin muun muassa näyttötaakan asiassa tulisi olla seuraamusta vaativalla (tässä Finanssivalvonnalla).

*Melander* on katsonut, että tietyillä erityisillä rikosoikeuden alueilla, esimerkiksi juuri talousrikosoikeuden alueella, voitaisiin epätasällisyyskieltoa arvioida lievemmin. Mikäli tämä olisi mahdollista, asettaa ratkaisu edellä todetulla tavalla vaatimuksia taloudellisen rikollisuuden ja talousrikoksen *määritelmän yksiselitteisyydelle*. Jos perusoikeuksien piiriin kuuluvasta laillisuusperiaatteesta voitaisiin katsoa joustettavan, on tämän ehdottomana edellytyksenä se, että mahdollisimman suurella varmuudella tiedetään, mitä ja minkälaista toimintaa tai ketä tämä perusoikeusheikkennys koskee. Edelleen oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että rangaistussäännöksen kohteella on vaikutusta rangaistussäännöksen täsmällisyyden osalta ottaen huomioon erityisesti sen, että sääntelyn absoluuttista täsmällisyyttä ei voida saavuttaa. Samalla oikeuden eriytyessä ja monimutkaistuesssa on pidetty selvänä, etteivät rangaistussäännökset ole enää kaikille tai jokaiselle kohdistettuja. Tällöin on päädytty johtopäätökseen, jonka mukaisesti epätasällisyyskiellon asettamat vaatimukset eivät olisi enää niin ankaria, jos krimina-

<sup>39</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 453; ks. erityisesti ensisijaisen sisäpiiriläisen osalta myös *Annola* 2005, s. 158–160, 168–169. Suomessa ei kuitenkaan ole käytössä käännettyä näyttötaakkaa rikosasioissa. Vrt. myös *Spector Photon* juttu.

<sup>40</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 452–455; HE 137/2004 vp, s. 61–63.

lisointi on suunnattu tietyille erityisalalle, jossa toimijoilta voidaan edellyttää tiettyä selvitys- ja selvilläolovelvollisuutta omaan toimintaansa liittyen.<sup>41</sup>

Edellä esitetty vaikuttaa olevan sovellettavissa myös arvopaperimarkkinoiden ilmiöitä kriminalisoitaessa. Kun arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely on laadittu lähtökohtanaan arvopaperimarkkinaoikeudellinen *järkevä ja huolellinen sijoittaja*, merkitsee tämä väistämättä sitä, että tältä arvopaperimarkkinoiden standarditoimijalta voidaan myös edellyttää ainakin tietynasteista selvitys- ja selvilläolovelvollisuutta toimintaympäristöön, omaan toimintaansa sekä toimintaympäristöä ja toimintaa sääntelevään normistoon liittyen. Sisäpiirinsääntelyn monitasoisuudesta ja osittaisesta epäselvyydestä riippumatta arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja ei voine välttää rikosoikeudelliselta vastuulta vetoamalla esimerkiksi siihen, ettei hän ole ollut tietoinen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan normiston sisällöstä tai että normisto on ollut vaikeaselkoista. Tulkintaperiaate on havaittavissa myös korkeimman oikeuden *Sampo – Pohjolan* ennakkoratkaisun perusteluista.<sup>42</sup>

Arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä arvioitaessa on kuitenkin otettava huomioon myös se, etteivät kaikki arvopaperimarkkinoilla toimivat ole järkeviä ja huolellisia sijoittajia, mikä konkretisoituu esimerkiksi niin sanottujen piensijoittajien tai säästösijoittajien kohdalla. Tällöin olisi perustellumpaa korostaa rikoslain teleologisia tulkintamahdollisuuksia kuin hyväksyä perusoikeusheikenlykseksi tai -rajoitukseksi tulkittava sääntelyn epätasällisyyskiellosta poikkeaminen. Koska arvopaperimarkkinoilla toimii välttämättä erilaisella statuksella olevia markkinaosapuolia, johtaa tämä arvopaperimarkkinarikokset kriminalisoivien normien tulkinnassa kontekstuaalisuuteen, jossa jännitteiseen asemaan asettuvat väistämättä rikossääntelyn täsmällisyys ja tarkkarajaisuus sekä toisaalta taloudellisia ilmiöitä koskevan sääntelyn dynaamisuus, joustavuus ja oikeudenmukaisuus. Lisäksi arvopaperimarkkinoita koskevia rikoslakinormeja sovellettaessa olisi lähtökohtaisesti selvitettävä ensin, onko arvioinnin kohteena oleva tekijä arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja vai joku

<sup>41</sup> Melander 2008, s. 250–252. Ks. myös Melander 2010a, s. 38.

<sup>42</sup> KKO 2006:110 (kohta 39). Korkeimman oikeuden perustelujen mukaan huomioon ottaen vastaajan aseman konsernin pääjohtajana ja hänen oikeustieteellisen koulutuksensa, *hänellä olisi kokemuksensa ja koulutuksensa perusteella ollut perustellusti aihetta epäillä*, että hänellä tuossa tilanteessa ollut olennaiselta sisällöltään julkistamaton tieto saattoi olla laissa tarkoitettua sisäpiirintietoa. On pääteltävissä, että vastaaja on perusteluissa mainittujen seikkojen johdosta täyttänyt arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan kriteerit. Toisaalta perusteluista voidaan myös päätellä, että henkilö, joka ei olisi omannut tuomioissa yksilöityjä henkilökohtaisia edellytyksiä, ei olisi välttämättä täyttänyt arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan kriteereitä. Tällöin arvioitavaksi jäisi edelleen se, olisiko kyseinen kriteereitä täyttämätön henkilö kuitenkin käyttänyt tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta hyväkseen sisäpiirintietoa kyseisissä olosuhteissa tunnusmerkistön täyttävällä tavalla.

muu sijoittaja- tai toimijatyyppi, koska tällä voi olla merkitystä arvioitaessa esimerkiksi tekijän tosiasiallista selvitys- ja selvilläolovelvollisuuden laajuutta.

### 1.3 VALKOKAULUSRIKOKSEN MÄÄRITTELY

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu rikoslain 51 luvun 1 §:ssä. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syyllistyvä henkilö syyllistyy arvopaperimarkkinarikokseen. Arvopaperimarkkinarikokset luokitellaan talousrikoksiin kuuluviksi rikoksiksi. Talousrikosten sisällä arvopaperimarkkinarikokset luokitellaan usein niin sanotuiksi *valkokaulusrikoksiksi* (*white-collar crime*).

*Träskmanin* mukaan valkokaulusrikollisuus on tyypillisesti *yksilörikollisuutta* ja taloudellinen rikollisuus on puolestaan usein *yhteisörikollisuutta*, johon kuuluvat muun muassa työrikkokset ja ympäristörikkokset, joita ei voida sisällyttää valkokaulusrikollisuuteen.<sup>43</sup>

Taloudellisessa toiminnassa tapahtuvan rikollisen ja epäeettisen toiminnan toi yleiseen tietoisuuteen *Sutherland* jo vuonna 1939. Valkokaulusrikokseksi on määritelty teko, jonka tekee korkeassa asemassa oleva henkilö ammatinsa yhteydessä.<sup>44</sup> Myös Suomessa useimpiin sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeviin juttuihin on liittynyt se, että epäilty tai tekijä on ollut korkeassa yhteiskunnallisessa asemassa tai jollain perusteella johtavassa asemassa yhtiössä, jonka arvopaperiin sisäpiirintiedon on katsottu liittyvän. Näin ei kuitenkaan asian välttämättä aina tarvitse olla.

Jo ennen *Sutherlandia* oli *Bonger* vuonna 1916 kehittänyt rikosoikeudellisen teorian ”katurikoksista” (*crimes in the streets*) ja ”kabinettirikoksista” (*crimes in the suites*). Jakoa voidaan pitää varhaisena perinteisen rikollisuuden ja valkokaulusrikollisuuden jaotteluna. *Sutherlandin* esittämän määritelmän mukaisesti valkokaulusrikoksiin syyllistyvät yhä enemmän myös muussa kuin korkeassa yhteiskunnallisessa asemassa tai johtavassa asemassa olevat henkilöt. Silti tekijän asemasta tai statuksesta riippumatta tiettyjä talousrikoksia kutsutaan valkokau-

<sup>43</sup> *Träskman* 1981, s. 14.

<sup>44</sup> *Alvesalo* 2006, s. 1–8 (erityisesti s. 2–3); yleisemmin *Sutherland* 1983; ks. myös *Strader* 2002, s. 1. *Sutherland* on laajentanut ja selvittänyt valkokaulusrikoksen käsitettä vuonna 1949 ilmestyneessä *Encyclopedia of Criminology* -teoksessa. *Sutherlandin* mukaan: ”The white collar criminal is defined as a person with high socio-economic status who violates the laws designed to regulate his occupational activities.” Ks. *Benson – Simpson* 2009, s. 6.

lusrikoksiksi. Tällä määritelmällä nämä rikokset erotetaan perinteisemmän rikollisuuden (esimerkiksi väkivalta- ja omaisuusrikosten) muodoista.<sup>45</sup>

Yhdysvaltojen oikeusministeriö on määritellyt vuonna 1981 valkokaulusrikoksen seuraavasti:

”Nonviolent crime for financial gain committed by means of deception by person whose occupational status is entrepreneurial, professional or semi-professional and utilizing their special occupational skills and opportunities; also, nonviolent crime for financial gain utilizing deception and committed by anyone having special technical and professional knowledge of business and government, irrespective of the person’s occupation.”<sup>46</sup>

*Strader* on antanut valkokaulusrikollisuudelle myös toisenlaisen, negaation kautta rakennetun määritelmän.

*Straderin* mukaan rikostyyppi voidaan määritellä valkokaulusrikokseksi, jos:

- i. rikos ei kohdistu henkilöön tai omaisuuteen;
- ii. rikos ei välittömästi liity huumausaineiden hallussapitoon, myyntiin tai jakeluun;
- iii. rikos ei välittömästi liity järjestäytyneeseen rikollisuuteen;<sup>47</sup>

<sup>45</sup> *Strader* 2002, s. 1. Ks. myös *Shover – Hochstetler* 2006, s. 24. Valkokaulusrikollisuus voidaan jakaa ”ylemman luokan valkokaulusrikollisuuteen” (*upperworld white-collar crime*) ja ”tavalliseen valkokaulusrikollisuuteen” (*ordinary white-collar crime*).

<sup>46</sup> *Strader* 2002, s. 2; *Bureau of Justice Statistics* 1981.

<sup>47</sup> Suomessa *Finanssivalvonta* on hieman yllättäen jo aikaisemmin katsonut, että osakemarkkinoiden laittomat sisäpiirikaupat olisivat muuttuneet entistä *järjestäytyneemmäksi* toiminnaksi. Ks. esimerkiksi *Helsingin Sanomat* 2008; *Loppuraportti* 2008, s. 48. Vrt. määritelmällisesti kuitenkin toisin esimerkiksi jo *Träskman* 1981, s. 15, jonka mukaan taloudellista rikollisuutta ei voida samaistaa järjestäytyneeseen rikollisuuteen. Toisaalta *Träskmanin* näkemyksen esittämisajankohtana kaupankäyntitavat ja -mekanismit eivät ole mahdollistaneet esimerkiksi rajat ylittäviä nopeita arvopaperitransaktioita, ja siksi nykyisin ei liene estettä tulkita esimerkiksi *rajat ylittävää kansainvälistä arvopaperimarkkinarikollisuutta* myös järjestäytyneen rikollisuuden muodoksi. Ks. määritelmällisesti järjestäytyneen rikollisryhmän toimintaan osallistumisesta rikoslain 17 luvun 1a §. Järjestäytyneellä rikollisryhmällä tarkoitetaan vähintään kolmen henkilön muodostamaa tietyn ajan koossa pysyvää rakenteeltaan jäsentynyttä yhteenliittymää, joka toimii yhteistuumin. Järjestäytyneen rikollisuuden määritelmät eri oikeuslähteissä poikkeavat toisistaan. Euroopan unionissa järjestäytynyt rikollisuus on määritelty 11 kriteerin avulla. Näistä kriteereistä kuuden on täyttyttävä, jotta rikollisryhmä täyttäisi järjestäytyneisyyden kriteerit. Järjestäytyneen rikollisuuden Euroopan unionin tasoiset kriteerit ovat: (i) useamman kuin kahden henkilön yhteistyö, (ii) ryhmän jäsenillä on omat määrätyt tehtävät, (iii) ryhmä toimii pitkän tai rajoittamattoman ajan, (iv) ryhmä käyttää sisäistä kuria, (v) ryhmää epäillään törkeistä rikoksista, (vi) ryhmä toimii kansainvälisellä tasolla, (vii) ryhmä käyttää väkivaltaa tai muita uhkailukeinoja, (viii) ryhmä käyttää peiteyhtiöitä, (ix) ryhmä harjoittaa rahanpesua, (x) ryhmä pyrkii vaikuttamaan poliittikkoihin, julkiseen hallintoon, tiedotusvälineisiin, oikeusviranomaisiin tai talouselämän edustajiin, (xi) ryhmän toiminnassa taloudellisen hyödyn ja/tai vallan tavoittelu on määrävän tekijänä. Ks. *Valtioneuvoston periaatepäätös* 2013, s. 4 (alaviite 1).



- iv. rikos ei välittömästi liity kansallisiin perusoikeuksiin kuten maahanmuuttoon, kansalaisoikeuksiin tai kansalliseen turvallisuuteen;
- v. rikokseen ei välttämättä liity liitännäisiä apurikoksia.<sup>48</sup>

---

<sup>48</sup> *Strader* 2002, s. 2.

---

## 2 Arvopaperimarkkinarikossäntelyn tulkintaongelmat

### 2.1 TULKINTAONGELMIEN SYITÄ

Arvopaperimarkkinoiden rikosoikeudellisella sääntelyllä suojataan markkinoita kohtaan tunnettua yleistä luottamusta. Arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja luottamusta häiritseviä arvopaperimarkkinarikoksia tehdään Suomessa muihin talousrikoksiin verrattuna lukumääräisesti vähän. Arvopaperimarkkinarikosten perusteella menetetyksi tuomitut rikoshyötymäärätkään eivät osoita arvopaperimarkkinarikoslajin olevan jotenkin poikkeuksellisen haitallinen markkinoiden, talouden tai yhteiskunnan toiminnalle. Usein kuitenkin jo arvopaperimarkkinarikosepäilyt ovat julkisen mielenkiinnon kohteena, ja siksi niistä on muodostunut myös yhteiskunnallisesti seurattuja ja kiinnostavia.

Taloudellisia rikoksia koskevat rangaistussäännökset eivät muodosta harkittua kokonaisuutta, jossa eri kriminalisoinnit täydentäisivät toisiaan sekä voimassa olevaa siviili- ja hallinto-oikeudellista sääntelyä omine seurauksineen. Useat rangaistussäännökset ovat niin sanottuja *blanco*-rangaistuksia, jotka jättävät rangaistavan teon tarkemman sääntelyn riippumaan muihin säännöksiin sisältyvistä aineellisista normeista. Koska nämä aineelliset normit saattavat olla epämääräisiä ja tulkinnanvaraisia, rikosoikeudessa sovellettava ehdoton laillisuusperiaate asettaa usein esteen säännöksen soveltamiselle. Tehokkaan rikosoikeudellisen sääntelyn yhtenä keskeisenä perusedellytyksenä ovat täsmälliset rikostunnusmerkit.<sup>49</sup>

Taloutta koskevan rikosoikeussäntelyn eräs erityispiirre on se, että talousrikossäännökset ovat usein sisällöllisesti avoimia, mistä syystä ulkoisesti ei yleensä voida välittömästi todeta, onko jokin käyttäytyminen voimassa olevan rikoslain mukaista vai ei. Tällöin tunnusmerkistöt eivät määritä yksiselitteisesti kaikkea rangaistavaa käyttäytymistä ja ainakin epävarmuusalueella tarvitaan tulkintaa. Vasta tosiseikaston ja aineellisoikeudellisen normin tulkinnan jälkeen voidaan edetä rikossäännöksen sisällön tulkintaan.<sup>50</sup>

---

<sup>49</sup> Ks. jo *Träskman* 1981, s. 28. Ks. esimerkiksi KKO 1998:41, KKO 1999:46 ja KKO 2000:52.

<sup>50</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 75.

Avoimet rikostunnusmerkistöt ovat myös perustuslakivaliokunnan vakiintuneen näkemyksen mukaisesti rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen kannalta ongelmallisia.<sup>51</sup> Lainvalmistelussa tunnusmerkistöön sisältyvät avoimet tunnusmerkistötekijät on arvioitu rikosoikeudelliseen laillisuusperiaatteeseen sisältyvän epätasällisyyskiellon osalta ristiriitaisiksi, mikäli tunnusmerkistöön ei sisälly muita rangaistavan käyttäytymisen alaa täsmentäviä edellytyksiä.<sup>52</sup> Avoimia tunnusmerkistötekijöitä on arvioitu myös korkeimman oikeuden ratkaisukäytännössä, jossa on päädytty rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen vaatimusten mukaisesti supistamaan tulkintaan syytetyn eduksi.<sup>53</sup> Avoimien tunnusmerkistötekijöiden sisällyttäminen rikoslakinormiin on siis tietyin edellytyksin mahdollista, ja tällä saavutetaan tiettyä dynaamisuutta monimuotoisen ja alati muuttuvan yhteiskunnan tarpeisiin. Ratkaisulla ei voida kuitenkaan syrjäyttää laillisuusperiaatteen sisältöä, ja viime kädessä tulkintaratkaisun tulee epäselvyytilanteessa päätyä syytetylle edullisempaan vaihtoehtoon. Siksi on perusteltua katsoa, että rikoslain 3 luvun 1 §:n sisältämä lausuma analogiakiellosta ja lain esitöissä esitetty perustelulausuma ohjaavat tulkintaa enemmän *in dubio mitius* -periaatteen suuntaan, mikä vastaa myös laillisuusperiaatteen yleisiä tausta-arvoja.<sup>54</sup>

Lain esitöiden mukaan analogiakiellon sisältö ja ulottuvuus ovat kuitenkin riidanalaisia. Ratkaisu perustuu siihen, mitä analogialla ymmärretään ja mikä on sen suhde laintulkintaan. Lainsäätäjän käyttämät käsitteet vaativat aina tulkintaa, koska lainsäätjä käyttää tyyppikäsitteitä. Lainsoveltajan tehtävänä on ratkaista, vastaako konkreettinen teko laissa mainittua tekotyyppiä, koska ei voida edellyttää, että lainsäätjä ratkaisisi sitovasti myös yksittäistapaukset. Lainsoveltaja ei siten milloinkaan voi olla ainoastaan lainsäätäjän tahdon mekaaninen toteuttaja. Siksi lain soveltaminen (konkreettisen tapauksen ja abstraktin oikeusnormin vastaavuuden toteaminen) edellyttää *aina tulkintaa*. Kun analogia syytetyn vahingoksi on kiellettyä, mutta säännösten soveltaminen edellyttää aina tulkintaa, on ratkaistava, *miten kielletty analogia ja sallittu tulkinta erotetaan toisistaan*. Ratkaisun antaminen on laintulkinnan tehtävä. Tulkinta on aina merkityssisällön antamista normille. Tulkinnasta on kysymys

<sup>51</sup> Ks. esimerkiksi PeVL 48/2002 vp, s. 3/II. Lausunnossaan perustuslakivaliokunta katsoi ehdotetun rikoslain 34 a luvun 4 §:n 6 kohtaan sisällyntyyttä avointa tekotapaa siinä määrin ongelmalliseksi, että se kehotti harkitsemaan kohdan poistamista.

<sup>52</sup> PeVL 48/2002 vp, s. 3/II.

<sup>53</sup> Ks. esimerkiksi KKO 2008:86, jossa arvioitiin tekstiviestien lähettämisen rinnastamista puhelujen soittamiseen kotirauhan rikkomista koskevan avoimen tekotapakohtaan perusteella.

<sup>54</sup> Ks. HE 44/2002 vp, s. 34. Laillisuusperiaate ei edellytä ainoastaan sitä, että asiasta on säädetty lailla. Laillisuusperiaate asettaa vaatimuksia myös lain soveltamistavalle. Tätä koskee normiin nimenomaisesti kirjattu vaatimus siitä, että rikokseen syylliseksi saa katsoa vain sellaisen teon perusteella, joka on tekohetkellä säädetty nimenomaisesti rangaistavaksi. Vaatimus viittaa analogiakieltoon.

silloin, kun lain merkityssisältö vahvistetaan lain sanamuodon puitteissa. Lainkäyttäjää ei saa edetä sanamuodon ulkopuolelle. Tällöin on kysyttävä, missä kulkevat sanamuodon sallimat rajat. Eräänä lähtökohtana voidaan pitää termien yleiskielistä merkitystä. Usein laissa käytetään myös käsitteitä, joiden sisältöä on tarkennettu antamalla niille oikeudellistekninen sisältö (mitä tarkoitetaan esimerkiksi ”irtaimella omaisuudella” tai ”asiakirjalla”). Lain soveltaminen, joka perustuu termeille annettuun normaalikielen mukaiseen merkitykseen, on *sallittua tulkintaa*. Lain soveltaminen myös silloin, kun se perustuu termeille oikeustieteessä, lakien esitöissä tai laissa vahvistettuun oikeudellistekniseen merkityssisältöön, on sekkin sallittua tulkintaa.<sup>55</sup>

Voimassa olevan sisäpiirinsääntelyn perusteella on epävarmuutta siitä, mitä sisäpiirintieto on ja milloin se syntyy. Epävarmuustilanteessa arvopaperimarkkinoiden sääntely on epätydyttävää, ja avoin sääntelytekniikka jättää lainsoveltajalle harkinta- ja tulkintavaltaa arvioitaessa esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymistä. Harkinta- ja tulkintavallan käyttäminen liittyy tällöin siihen, onko kysymyksessä sisäpiirintieto, jonka käyttäminen taloudellisessa hyötymistarkoituksessa on rangaistavaa. Harkinta- ja tulkintavallan olemassaolo edellyttää sen käyttämistä. Perustellut oikeusturvaodotukset edellyttävät puolestaan, että avoimen sääntelyn tilanteessa harkintavallan käyttämistä ohjataan ja valvotaan riittävästi. Siksi myös ratkaisut on erityisesti epäselvissä avoimen normin tulkintatilanteissa perusteltava yksityiskohtaisesti. Oikeusturvan merkitys korostuu, koska tulkintaratkaisujen oikeellisuus on näiden ratkaisujen perustelujen vakuuttavuuden varassa. Tästä syystä perustelujen vakuuttavuus edellyttää erityisen huomion kiinnittämistä oikeuslähteisiin ja niiden käyttämiseen.<sup>56</sup>

Talousrikosoikeudelle vaikuttaa olevan usein leimallista arkielämän yritystoiminnan tapahtumien ja niiden rikosoikeudellisen sääntelyn yhtensovittamisen vaikeus. Sääntely ei ole kattavaa eikä se tavoita kaikkea sitä toimintaa, mikä sen soveltamisalueelle periaatteessa kuuluisi. Toisaalta kaikenkattavan normiston säätäminen ei olisi jatkuvasti muuttuvassa ja kehittyvässä talouselämässä mahdollistakaan. Siksi tarvitaan välttämättä ainakin osin avointa sääntelyä.

*Tolonen* on katsonut, että:

”Modernille yhteiskunnalle on tyypillistä useat erilaiset arvo- ja uskomusjärjestelmät. Talousrikosoikeudessa säännöt törmäävät arvojen moninaisuuteen sekä arjen tapahtumien monimuotoisuuteen ja ainutkertaisuuteen tavalla, joka usein saattaa talousrikossääntelyn systeeminä suurten ongelmien eteen. Eikä ongelma rajoitu pelkästään tälle arkielämän ilmiöiden tasolle, sillä myös oikeudellisten sääntelyiden tasolla on havaittavissa ristivetoa, sillä eri oikeuden-

<sup>55</sup> HE 44/2002 vp, s. 34.

<sup>56</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 75–76; *K. Tolonen* 2000, s. 51–53, 72.

alojen sääntelyt eivät välttämättä edes kohtaa. Voidaan perustellusti väittää, että myös oikeusjärjestyksen sisäinen ristiriitaisuus kasvaa.”<sup>57</sup>

Edellä viitatussa kannanotossa otetaan oikeasuuntaisesti kantaa talousrikossääntelyn erääseen ongelmakohtaan. Erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa arvioinnissa jää usein liian vähäiselle huomiolle arvopaperikauppaan liittyvä tosiasiallinen toimintaympäristö, jossa arvopaperimarkkinaoikeudelliset tapahtumat ja järjestelyt voivat olla monimutkaisia ja usein myös ainutkertaisia. Tällöin vaarana on se, että sisäpiirinsääntelyä ja viime kädessä rikoslain sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivaa rikoslakinormia sovelletaan liian yksioikoisesti tai kaavamaisesti arvioitavana olevassa tilanteessa, mikä voi johtaa ai-neellisesti väärään lopputulokseen. Toisaalta tulkinnassa on huomioitava myös sisäpiirinsääntelyn taustalla vaikuttavat Euroopan unionin tasoiset ja kotimaiset tavoitteet sekä tausta-arvot. *Teleologinen laintulkintatapa* avaa mahdollisuuden huomioida nämä seikat oikeasuhtaisesti myös arvopaperimarkkinarikosoikeudellisessa tulkintatilanteessa.

Yksi keskeinen syy talousrikosnormiston tulkintaongelmiin on myös se, että taloudellisia suhteita säätelevät siviili- tai rikosoikeudelliset sääntelyjärjestelmät eivät aina kohtaa toisiaan optimaalisella tavalla. Tällöin tunnusmerkistöille ei löydy selkeää tukea esimerkiksi siviili- ja prosessioikeudellisesta normistosta. Talousrikokset tapahtuvat tyypillisesti liiketaloudellisessa toimintaympäristössä, jolloin niitä tulee myös arvioida nämä liiketoiminnan erityispiirteet huomioiden. Tämä tarkoittaa muun muassa sitä, että tarkasteltavana olevaan kysymykseen liittyvän siviilioikeudellisen sääntelyjärjestelmän sisältö ja epäiltyjen tekokokonaisuuksien liiketaloudelliset vaikutukset on huomioitava rikossäännösten tulkinnassa.<sup>58</sup> Vastaavasti arvopaperimarkkinarikokset ja esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat rikokset tapahtuvat arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä, jolloin laintulkintatilanteessa korostuu kyseisen toimintaympäristön tavanomaisten pelisääntöjen ja myös erityispiirteiden tunnistaminen ja huomioiminen.

Talousrikossääntely on suhteellisen kaukana rikosoikeuden perinteiseltä ydinalueelta, ja on siksi riippuvainen käsitteistä sekä traditiosta sillä oikeudenalalla, jolla toimitaan. Arvopaperimarkkinarikosoikeuden osalta tällä eriytymisellä on vaikutusta muun muassa *tahallisuuden* arvioinnissa. Tekotapojen kuvauksen tulee tukeutua ympäröivään normistoon ja käsitteistöön, jotta rikosoikeudellinen sekä siviilioikeudellinen oikeussuoja muodostaisivat toisiaan tukevan ja tulkin-taa jäsentävän järjestelmän. Talousrikosten yhteydessä taloustiede voi auttaa

<sup>57</sup> K. Tolonen 2000, s. 14.

<sup>58</sup> K. Tolonen 2000, s. 17.

tarkentamaan rikosoikeudessa käytettyjä käsitteitä ja niiden sisältöä sekä selittämään osaltaan ilmiöiden taloudellista taustaa. Tällöin on kysymys lähinnä taloudellisessa ympäristössä tapahtuviin ilmiöihin liittyvästä tosiseikaston selvittämisestä.<sup>59</sup> Tulkinnassa on huolehdittava erityisesti siitä, ettei taloustieteellisen argumentaation anneta vaikuttaa laventavasti rikosoikeudellisen normiston tulkintaan. Tulkinnan on aina palauduttava oikeudellisiin peruslähtökohtiinsa esimerkiksi laillisuusperiaatetta, analogiakieltoa ja sääntelyn täsmällisyyden vaatimusta unohtamatta.

Oikeuskirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan arvopaperimarkkinoiden toiminnalle olisi ominaista, että markkinaosapuolet pyrkivät ensi sijassa ajamaan omia taloudellisia intressejään ja käyttämään tämän tavoitteen saavuttamiseksi hyväkseen normien avoimuutta tai tulkinnanvaraisuutta.<sup>60</sup> *Omien taloudellisten intressien edistäminen liittyy aiemmin tässä tutkimuksessa selitettyyn taloustieteellisen järkevän sijoittajan malliin*, ja se hyväksytään yleisesti taloustieteellisesti tehokkaiden ja rationaalisesti toimivien markkinoiden perustilanteeksi. Oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että mikäli arvopaperimarkkinoiden toimintaa säätelevien normien tulkinnassa nojaututtaisiin pelkästään niiden oikeudelliseen sanamuotoon kiinnittämättä huomiota säännöksen ja yksittäisen tulkintatilanteen taustalla vallitseviin taloudellisiin olosuhteisiin, ei sääntelyn tavoite toteutuisi ainakaan niissä tilanteissa, joissa markkinaosapuoli tietoisesti ja mahdollisesti monimutkaisia järjestelyjä hyväksikäyttäen pyrkisi kiertämään sääntelyn saavuttaakseen omalta kannaltaan mahdollisimman hyvän taloudellisen lopputuloksen.<sup>61</sup> Lisäksi oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että talousrikolliset pyrkivät etsimään toimintaympäristössään sääntelemättömiä toimintamalleja ja operoimaan tällä harmaalla alueella käyttämällä hyväksi rikossääntelyn sisällöllistä epätarkkuutta ja tekojen selitettävyyttä sekä hyödyntämään näytön esittämisen ongelmia.<sup>62</sup>

Edellä esitetyt oikeuskirjallisuuden kategorisoivat kannanotot eivät ole sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien juttujen vastaajien motiivien osalta perusteltuja. Perustellumpaa olisi sen sijaan katsoa, että markkinaosapuolten pääasiallinen intressi ei ole pyrkiä löytämään kierrettävissä olevia arvopaperimarkkinain säännöksiä oman taloudellisen edun tavoittelemiseksi, koska useimmissa tuomioistuimen ratkaistaviksi päätyneissä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevissa jutuissa kysymys on ollut ennemminkin *tulkinnanvaraisen säännöksen arvioimisesta* sinänsä riidattomien tosiasiatietojen perusteella. Ainakaan toistai-

<sup>59</sup> Kurenmaa 2003, s. 76.

<sup>60</sup> Häyrynen 2006a, s. 62.

<sup>61</sup> Sillanpää 1994, s. 138–141.

<sup>62</sup> K. Tolonen 2000, s. 39.

seksi tuomioistuimessa ratkaistujen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien juttujen perusteella ei ole ollut pääteltävissä, että vastaajat olisivat nimenomaisesti pyrkineet hyödyntämään epätäsmällistä tai avointa normia edukseen jonkin keinotekoisien järjestelyjen avulla.

Lisäksi oikeuskirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan arvopaperimarkkinarikoksiin syyllystyneet eivät useinkaan edes miellä syyllystyneensä lainrikkomuksiin. Sen sijaan rikkomuksia pidetään vain ”teknisinä” ja moraalisesti hyväksyttävinä ja ne määritellään tavanomaisiksi ”transaktioiksi”. Näillä perusteilla vastaajien puolesta olisi katsottu, että menettely on ollut lainmukaista tai että laki on ollut ”väärässä”.<sup>63</sup> Oikeuskirjallisuudessa esitetty näkemys on yleistävä eikä sen tueksi ole esitetty vakuuttavia perusteluja. Teon esittäminen oikeudenkäynnissä lainmukaiseksi on liittynyt pääasiassa *sisäpiirinsääntelyn tulkinnanvaraisuuteen* eikä niinkään lain oikeassa olemisen kyseenalaistamiseen.

Oikeusjärjestyksen ei tule suojata tarkoituksellista pyrkimystä rikostunnusmerkistöjen aukkojen hyödyntämiseen, mutta toisaalta oikeusjärjestyksen ei tule myöskään osoittaa syällisiksi henkilöitä, jotka ovat uskoneet toimivansa esimerkiksi osakekauppoja tehdessään oikein, mutta joiden toiminta on tulkittu *myöhemmin* moitittavaksi epätäsmällisen ja tulkinnanvaraisen normin perusteella.<sup>64</sup> Epävarmuus lain säännösten sisällöstä ja tuomioistuimen ratkaisusta voi vähentää markkinaosapuolten kaupankäyntihalukkuutta erityisesti tilanteissa, joihin liittyy epävarmuutta normin sisällöstä. Markkinoiden tehokkuus edellyttää myös ennustettavuutta säännöksiltä. Tulkinnanvarainen sisäpiirinsääntely voi vaikuttaa negatiivisesti sisäpiiriläisten sallittuun ja myös yleisesti toivottuun osakemistukseen edustamissaan yhtiöissä.<sup>65</sup>

Vanhan arvopaperimarkkinalain yleisluontoisia määritelmiä on arvioitu aikaisemmin jopa siinä määrin tulkinnanvaraisiksi, etteivät ne olisi täyttäneet perusoikeuksien rajoittamiselle asetettavaa täsmällisyys- ja tarkkarajaisuusvaatimusta.<sup>66</sup> Tämäkin näkemys on tarpeettoman yleistävä, eikä se huomioi riittävästi arvopaperimarkkinalain säätämisen taustalla vaikuttavia tavoitteita. Esimerkiksi teleologisella laintulkinnalla voidaan huomioida myös epäselvän normiston tausta-arvot sekä toisaalta sääntelyn kohdetta koskevat perusoikeudet kattavasti ja oikeudenmukaisesti.

Sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksistä on säädetty vanhassa arvopaperimarkkinalaissa ja sen myöhemmissä muutoksissa. Sisäpiirinsääntelyn sisältö on tältä osin pysynyt keskeisiltä osin muuttumattomana myös voimassa olevassa

<sup>63</sup> Häyrynen 2006a, s. 62.

<sup>64</sup> Koponen 2004, s. 35–36.

<sup>65</sup> Häyrynen 2006a, s. 63.

<sup>66</sup> Ks. aiheesta yleisemmin Tuomola 2001, s. 259–290.

arvopaperimarkkina- ja sisäpiirintiedon määritelmää koskeva aineellisoikeudellinen säännös ja vastaavasti sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoiva rikoslakinormi on muotoiltu toisin sanoen ennen perusoikeusuudistusta ja vastaavasti ennen perustuslakivaliokunnan rikosoikeudellisten säännösten perustuslainmukaisuutta koskevan käytännön muotoutumista. Uutta arvopaperimarkkina- ja sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksiin ja siis sisäpiirintiedon määritelmän avoimuuteen sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivaa rangaistussäännöstä sovellettaessa.<sup>67</sup> Tästä on pääteltävissä, ettei sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivan rikoslakinormin ja tähän välittömästi liittyvän aineellisoikeudellisen arvopaperimarkkina- ja sisäpiirintiedon määritelmää koskevan normin *kokonaisuudessa* ole huomioitu perustuslaista johtuvia rikosoikeudellisten säännösten muotoilulle asetettavia nykyaikaisia vaatimuksia, eikä säännöskokonaisuutta ole sitä alun perin annettaessa tarkasteltu laillisuusperiaatteen näkökulmasta eduskunnan perustuslakivaliokunnassa. Tällöin tulkintatilanteessa on erityisesti kiinnitettävä huomiota säännösten sanamuotojen täsmällisyyttä koskeviin, rikosoikeudellisesta laillisuusperiaatteesta johtuviin vaatimuksiin. Vastaavasti tällöin myös lainsoveltajan olisi toteutettava *perusoikeusmyönteistä laintulkintaa* ja sen olisi valittava käytettävissä olevista tulkintavaihtoehdoista se, joka edistää parhaiten perusoikeuksien tarkoituksen toteutumista.<sup>68</sup> Nykyisessä perusoikeusmyönteisessä tulkintaympäristössä tämän tulisi olla vahva tulkintaperiaate myös arvopaperimarkkinaoikeudellisia rikosasioita ratkaistaessa.

## 2.2 RIKOSOIKEUDEN OIKEUSLÄHTEET

Oikeuslähteoppi liittyy päätöksen perustelemisen velvollisuuteen. Oikeudellisen päätöksen sitominen ennakolta edes jollain muotoa tiettyyn järjestelmään kuuluu oikeudellisen ratkaisun osapuolena olevan yksilön kannalta oikeusvaltioidelogian keskeisiin perusteisiin. Oikeusvaltiossa yksilöllä on häneen kohdistuvaan ratkaisuun liittyvä oikeusturvaodotus, ja ratkaisuntekijällä on vastaavasti ratkaisovalta sekä ratkaisupakko. Siksi ratkaisun perustelemisen sitominen ennakolta vakioituihin lähteisiin on yksilön oikeutettujen oikeusturvaodotusten kan-

<sup>67</sup> Ks. PeVL 17/2012 vp.

<sup>68</sup> Ks. PeVL 25/1994 vp. Tuomioistuinten tulee valita perusteltavissa olevista laintulkintavaihtoehdoista sellainen, joka parhaiten edistää perusoikeuksien tarkoituksen toteutumista ja joka eliminoi perustuslain kanssa ristiriitaisiksi katsottavat vaihtoehdot. Tällöin voidaan puhua perustuslainmukaisesta tai perusoikeusmyönteisestä laintulkinnasta. Ks. samansuuntaisesti myös *Melanderrin Asiantuntijalausunto* 2013.



nalta välttämätöntä. Lähteisiin tukeutumalla myös ratkaisuntekijä voi luottaa tehdyn ratkaisun legitimiyyteen. Oikeudellisen ratkaisutoiminnan sitominen oikeuslähdeoppiin tarkentuu kysymykseksi oikeudellisen vallankäytön kriittisestä arvioinnista. Oikeuslähdeoppi sijoittuu oikeuskulttuurin tasolle, ja *Tuorin* mukaan se osoittaa oikeuden sisäisesti oikeusjärjestyksen sisällöstä käytävän keskustelun osallistujat ja heidän puheenvuorojensa painoarvon.<sup>69</sup> Oikeuslähdeoppi liittyy myös oikeudellisten lähteiden tulkintaan, ymmärtämiseen ja soveltamiseen. Aikaisempien oikeudellisten lähteiden (lait, oikeustiede ja yksittäiset ratkaisut) ymmärtäminen johtaa tulkitsemaan ja luomaan *uutta lähdeaineistoa*, joka on välttämätöntä oikeudellisten ratkaisujen tekemiseksi ja perustelemiseksi.<sup>70</sup>

Rikosoikeuden eurooppalaistuminen sekä perus- ja ihmisoikeuksien merkityksen kasvaminen ovat johtaneet siihen, että oikeuslähdeoppia ei voida enää tarkastella pysyvänä, kaikille oikeudenalaille ja oikeudellisille tilanteille vakioituna mallina. Tällöin tarvitaan oikeudenalakohtaista, ongelmalähtöistä ja kontekstuaalista oikeuslähdeoppia. Siksi myös rikosoikeuden, ja arvopaperimarkkinarikosoikeuden, oikeuslähdeoppia voidaan pitää kontekstuaalisena, jolloin lainsoveltajan tulee havaita ratkaistavana olevan asian erityispiirteet, joita voivat olla esimerkiksi (i) perusoikeusulottuvuudet, (ii) Euroopan unionin sääntely, (iii) rikosnormin kytkeytyminen tulkinnanvaraiseen aineelliseen lainsäädäntöön, (iv) ratkaisuun liittyvällä toimialalla ja toimintaympäristössä noudatettavat erityiset sääntelylliset tavoitteet sekä (v) toimialalle ja toimintaympäristölle tavanomaiset ja erityiset toimintatavat. Lainkäyttäjän on tunnistettava ja havaittava kontekstiin liittyvä normisto *kokonaisuutena* sekä lisäksi kyseisen normiston erityispiirteet sekä tavoitteet laaja-alaisesti ja yksilöllisesti.<sup>71</sup> Edellä kuvattu muutos staattiseksi miellettyssä oikeuslähdeopissa soveltuu hyvin ja välttämättömästi myös arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden arviointiin. Erityisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisen toimintaympäristön tunnistaminen, tunteminen ja ymmärtäminen ovat ratkaisutoiminnassa keskeisessä asemassa, koska arvopaperimarkkinoilla suoritettut toimenpiteet saattavat *jälkikäteisarvostelussa* näyttäytyä huomattavastikin erilaisina, tapahtuma-ajastaan ja toimintaympäristöstään irrotettui-

<sup>69</sup> *Melander* 2008, s. 14; *Tuori* 2000a, s. 174. Ks. tuomioistuinten perusteluvollisuudesta yleisemmin esimerkiksi *Aarnio* 1997b, s. 419–428.

<sup>70</sup> *Virtanen* 2004, s. 1071. *Hermeneuttisen kehän* sovellettavuudesta oikeuslähdeopin osalta ks. esimerkiksi *H. Tolonen* 2003, s. 7–11.

<sup>71</sup> *Melander* 2008, s. 45, 52; *Hakamies* 2012, s. 41. *Mähösen* mukaan, *Matteihin* viitaten, oikeuslähteet eivät muodosta staattista tai formalistista etusijajärjestystä, vaan ne kilpailevat keskenään. Tämän perusteella voidaan katsoa olevan olemassa ”oikeuslähteiden markkinat”, joilla ratkaistaan ratkaisutilanteessa realisoituvaa ”tehokas normi”. Ks. *Mähönen* 1998, s. 20. Esitettyä näkemystä ei voida pitää oikeusvarmuuden ja ennakoitavuuden (jotka korostuvat muun muassa ongelmallisen tapauksen rikosoikeudellisessa arvioinnissa) näkökulmasta ongelmattomana.

na. Toimintaympäristön nopea ja syklinen muuttuminen vaikeuttaa entisestään tapahtumien jälkikäteisarvostelua oikein.

Esimerkiksi julkiseen ostotarjoukseen liittyvien toimien ja tehtävien ymmärtäminen oikealla tavalla edellyttää julkista ostotarjousta koskevan kokonaisjärjestelyn ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen toimintaympäristön sekä arvopaperimarkkinoiden aineellisoikeudellisen sääntelyn kokonaisvaltaista ymmärtämistä.

Euroopan unionin kehitys, Euroopan unionin tuomioistuimen ja Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisukäytännön kehittyminen sekä perusoikeuskehitys yleisesti ovat lisänneet käytettävissä olevia ja välttämättä sovellettavia oikeuslähteitä myös rikosoikeudessa. Oikeustieteessä on katsottu, että perus- ja ihmisoikeuksien huomioon ottaminen asianmukaisesti edellyttäisi luopumista perinteiseksi mielletystä oikeuslähdeopista. Presumptiivinen lakipositivismi tulisi siksi korvata tilanneherkällä presumptiivisella kontekstualismilla, jonka keskiössä on hahmottaa tilanne *oikeudellisesti asianmukaisesti*, ilman että oikeuslähdeopin muodollinen asema vinouttaisi tulkintaa.<sup>72</sup> Oikeuslähteiden perustan ollessa toisistaan riippumattomissa instituutioissa niiden keskinäinen johdonmukaisuus ja yhdenmukaisuus voivat kuitenkin heikentyä, ja tällöin oikeuden, ja myös oikeuslähdeopin, sisäiset konfliktimahdollisuudet kasvavat. Rikosoikeudessa kuitenkin yksilön oikeusturva edellyttää, että teon ja toiminnan seurausten ennakoitavuuden on oltava mahdollisimman tehokasta. Siksi rikosoikeudellisten ratkaisujen ennakoitavuuden kannalta on keskeistä, että eri oikeuslähteet ovat tiedossa ja että niiden keskinäinen painoarvo sekä merkitys yksittäistapauksessa ovat jäsennettävissä jo ennakolta.<sup>73</sup>

Oikeuslähdeopin muutostrendistä (staattisesta oikeuslähdeopista dynaamisempaan oikeuslähdeoppiin) huolimatta erityisesti rikosoikeudellisessa ratkaisutoiminnassa on palattava, ennakoitavuus- ja muut oikeusturvanäkökulmat erityisesti huomioiden, takaisin staattisemman oikeuslähdeopin perusteisiin. Avoimessa rikosoikeudellisessa sääntely-ympäristössä, jossa rikoslakinormin käyttäminen edellyttää ennakolta aineellisoikeudellisen normin selvittämistä, ei jälkimmäisen tehtävän osalta ole kuitenkaan estettä laajentaa oikeuslähdeoppia ja soveltaa sitä dynaamisesti. Näin rikosoikeudessa sovellettava *välillisesti dynaaminen oikeuslähdeoppi* muodostuu osin jännitteiseksi sikäli kuin kiperän tulkin- taongelman rikoslakinormin mukainen tunnusmerkistö olisi käytettävissä, mutta

<sup>72</sup> Nuotio 2005, s. 127–128; ks. laajemmin Karhu 2003. Rikosoikeus on valtiosääntöistynyt jo 1990-luvulta alkaen. Tämän kehityksen ytimessä on eduskunnan perustuslakivaliokunnan laaja perusoikeuksien ja rikosoikeuden suhdetta käsittelevä lausuntokäytäntö. Ks. Melander 2013, s. 978; ks. myös PeVL 23/1997 vp.

<sup>73</sup> Hakamies 2012, s. 42.

sen käyttäminen johtaisi ilmeiseen perusoikeus- tai ihmisoikeusristiriitaan. Jännitteisyys olisi kuitenkin purettavissa, mikäli tulkintatilanne voitaisiin hahmottaa heti aluksi, muodollistekninen oikeuslähdeoppi ainakin osin sivuuttaen, oikeudellisesti monipuolisesti ja oikein. Mitä kiperämmästä oikeudellisesta tulkintatilanteesta on kysymys, sitä perustellumpaa olisi lähestyä tulkintaongelmaa presumptiivisen kontekstualismin työvälineillä.

Euroopan unionin oikeudella ja Euroopan unionin rikosoikeudella on merkittävä vaikutus myös kansallisessa rikosoikeudellisessa laintulkinnassa. Euroopan unionin oikeudellisten instrumenttien oikeusvaikutuksia koskevat opit ovat pääasiassa Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisukäytännössä kehittyneitä. Kuitenkin entisen III-pilarin rikosoikeudellisen yhteistyön instrumenttien oikeusvaikutuksia oli hahmotettu jo perussopimuksissa. Euroopan unionin tuomioistuin on kehittänyt pitkään erityisesti direktiivien osalta niiden vaikutusta koskevia oppeja rikosoikeudelliselta kannalta, koska monet Euroopan unionin tuomioistuimen ennakkoratkaisut kansallisen aineellisen oikeuden tasolla liittyvät rikosoikeuteen, joka saa asiallisesti sisältönsä Euroopan unionin tasolla yhdenmukaistetusta ja harmonisoidusta oikeudesta. Entisen III-pilarin erityisinstrumenttien osalta Euroopan unionin tuomioistuin antoi vuonna 2005 merkityksellisen ratkaisun niin sanotussa *Pupinon* jutussa. Ratkaisullaan Euroopan unionin tuomioistuin asetti puitepäätöksille *samankaltaisen tulkintavaikutuksen* kuin mitä direktiiveillä on.<sup>74</sup> Näin ollen kansallisen tuomioistuimen on kansallista oikeutta soveltaessaan tulkittava sitä mahdollisimman pitkälti direktiivien ja puitepäätösten sanamuodon ja tarkoituksen mukaisesti.<sup>75</sup> Korostuneesta laillisuusperiaatteen vaatimuksesta ja rikoslakinormiston kansallisesta luonteesta riippumatta Euroopan unionin oikeudella ja rikosoikeudella on vaikutusta kansallisessa rikosoikeudellisessa laintulkinnassa. Nämä tulkinnan tyyppitilanteet konkretisoituvat ensinnäkin silloin, kun kansallisessa säännöksessä on suora viittaus Euroopan unionin oikeuteen (esimerkiksi ympäristön turmelemista koskevan rikoslain 48 luvun 1 §:n viittaukset Euroopan unionin asetuksiin), toiseksi silloin, kun kansallinen rikossäännös on merkityksellinen Euroopan unionin perussopimuksen näkökulmasta (rikosoikeudelliset seuraamukset eivät saa esimerkiksi muodostaa estettä henkilöiden vapaalle liikkuvuudelle<sup>76</sup>), kolmanneksi silloin, kun rikossäännös saa aineellisen sisältönsä Euroopan unionin taustoittamasta

<sup>74</sup> Melander 2010b, s. 55.

<sup>75</sup> Melander 2008, s. 35.

<sup>76</sup> Ks. esimerkiksi *Watson & Belmannin* juttu. Ks. myös KKO 2005:27, jossa oli kysymys kotimaisen rahapelimonopolin suhteesta Euroopan unionin oikeudessa turvattuun tavaroiden vapaaseen liikkuvuuteen.

lainsäädännöstä (esimerkiksi KKO 2006:1<sup>77</sup>) ja neljänneksi silloin, kun kansallinen rikossäännös perustuu suoraan Euroopan unionin oikeuteen (esimerkiksi *Pupinon* juttu, KKO 2005:139 sekä KKO 2007:1).<sup>78</sup>

Rikosoikeuden pakolliset oikeuslähteet ovat yksiselitteisesti rikoslaki ja muut laissa säädetyt rangaistussäännökset. Nämä lähteet määräävät rangaistavan käyttäytymisen ja siitä aiheutuvan oikeusseuraamuksen.<sup>79</sup> Rikosoikeuden oikeuslähteoppiiä määrittävät keskeisesti perustuslain 8 § sekä rikoslain 3 luvun 1 §. Perustuslain 8 §:ssä on ilmaistu rikosoikeudellinen laillisuusperiaate, jonka mukaisesti ketään ei saa pitää syyllisenä rikokseen eikä tuomita rangaistukseen sellaisen teon perusteella, jota ei tekohetkellä ole laissa säädetty rangaistavaksi. Rikoslain 3 luvun 1 §:ssä ilmaistu laillisuusperiaate vastaa perustuslain vastaavaa määräystä määrittäen kuitenkin vielä rangaistavaksi ainoastaan teon, joka on tekohetkellä ollut säädetty *nimenomaan* rangaistavaksi. Rikosoikeuden oikeuslähteopissa tekohetkellä voimassa olevalla lailla on keskeinen asema muiden oikeuslähteiden merkityksen rajoituessa lähinnä tulkinnassa apuna käytettäväksi.<sup>80</sup> Rikosoikeudessa heikosti velvoittavia oikeuslähteitä ovat lainvalmistelutyöt. Lain esitöihin kuuluvat muun muassa komiteanmietinnöt ja muut vastaavat lain taustalla olevat perusselvitykset, hallituksen esitykset eduskunnalle sekä valiokuntien pöytäkirjat.<sup>81</sup>

On kuitenkin huomattava, että rikosoikeuden staattinen oikeuslähteoppi on sitova ainoastaan rangaistusvastuun luovassa tilanteessa, eikä se muodosta estettä oikeuslähteopin laventavalle käyttämiselle tilanteessa, joka johtaa vastaajan kannalta edullisempaan lopputulokseen.<sup>82</sup> Vastaavasti myöskään Euroopan unionin direktiiveille ei ole voitu antaa rikosoikeudellisesti merkityksellistä, vastajalle vahingollista välitöntä vaikutusta, vaikka direktiivillä muutoin olisikin täl-

<sup>77</sup> Euroopan unionin tuomioistuimen ennakkoratkaisun ja korkeimman oikeuden tämän perusteella tekemien johtopäätösten perusteella todettiin, että särmäyspuristimen maahantuojaan ei voitu kohdistaa rikosoikeudellista vastuuta, koska kone oli varustettu CE-merkinnällä ja Euroopan unionin vaatimustenmukaisuusvakuutuksella ja koska maahantuoja oli varmistunut koneen käyttöohjeiden toimittamisesta suomenkielisenä riittävässä laajuudessa.

<sup>78</sup> *Melander* 2010b, s. 55–60. Ks. laajemmin Euroopan unionin oikeuden vaikutuksesta kansalliseen rikosoikeuteen esimerkiksi *Melander* 2008, s. 27–45. Ks. Euroopan unionin kriminaalipolitiikasta yleisemmin esimerkiksi *Asp – Elholm – Frände* 2010, s. 644–648.

<sup>79</sup> *K. Tolonen* 2000, s. 59. Lain muodollinen asema oikeuslähteenä ilmenee siten, että laki velvoittaa, ja se on otettava sisällöstään riippumatta soveltamisratkaisun perusteeksi, mikäli se soveltuu tilanteeseen. Vakiintuneessa oikeuslähteopissa lailla on keskeinen asema, jolloin lakinormi ja lain esityöt yhdessä muodostavat ”käyttökelpoisen oikeuslähdekompleksin.” Ks. lain asemasta oikeuslähteenä esimerkiksi *Nuotio* 2004, s. 1271–1273. Vrt. kuitenkin presumptiivisen kontekstualismin osalta jo edellä viitattu *Karhu* 2003.

<sup>80</sup> *Frände* 2012, s. 46.

<sup>81</sup> Ks. myös *Aarnio* 1982, s. 88.

<sup>82</sup> Ks. samansuuntaisesti *Hakamies* 2012, s. 43.

lainen vaikutus. Toisensuuntainen vaikutus on sen sijaan katsottu mahdolliseksi siten, että jäsenvaltioiden tuomioistuimilla on rajoitettu velvollisuus tutkia kansallisen rikoslainsäädännön Euroopan unionin sääntelymukaisuus, mikäli Euroopan unionin oikeus johtaisi vastaajalle lievempään lopputulokseen.<sup>83</sup>

Euroopan unionin normien, niitä koskevien esityö- sekä muiden lausumien sekä Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisujen merkitys kansallisessa rikosoikeudessa ja sen soveltamisessa rajoittuu siihen, että *tulkinnassa on pyrittävä yhdenmukaiseen ratkaisuun* Euroopan unionin tasaisen oikeuslähteen kanssa. Ristiriitaa kansallisen rikoslakinormin sekä Euroopan unionin tasaisen normin välillä tulee kuitenkin välttää. Oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että Euroopan unionin oikeuden etusijaperiaate tai yhdenmukaisen tulkinnan periaate ei johda siihen, että Euroopan unionin tasainen oikeuslähde velvoittaisi jäsenvaltioita tulkitsemaan kansallista rikosoikeutta Euroopan unionin oikeudellisten instrumenttien tavoitteiden mukaisesti kansalliset *oikeusturvanäkökohdat sivuuttaen*. Tämän mukaisesti kansallisen lainsäädännön tulkinnan muutos vastaajan rikosoikeudellista vastuuta lisäävällä tavalla voi tapahtua ainoastaan tapauskohtaisen harkinnan perusteella erityisesti rikosoikeudellinen laillisuusperiaate huomioon ottaen. Taannehtivuuskielto ei kuitenkaan estä kokonaan uuden tulkintakäytännön syntymistä, koska muussa tapauksessa kielto muodostaisi samalla esteen oikeuden kehittymiselle.<sup>84</sup> Selvää on, että Euroopan unionissa valmistellut rikosoikeudelliset tai rikosoikeuteen liittyvät instrumentit on otettava kansallista lakia sovellettaessa huomioon erityisesti, mikäli kansallisen normin taustalla on Euroopan unionin oikeutta tai kansallinen normi on transformoitua Euroopan unionin oikeutta.<sup>85</sup> Huomio on tärkeä erityisesti arvopaperimarkkinoiden kansallisen sääntelyn sekä sisäpiirinsäätelyn osalta, koska nämä perustuvat pääasiallisesti Euroopan unionissa toteutettuun sääntelyyn.

Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisukäytännössä syntyneet oikeuslähteet voivat muodostua ongelmallisiksi muun muassa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan kansallisen rikosnormin tuottamusarvioinnin osalta. *Spector Photon* jutussa Euroopan unionin tuomioistuin päätyi korostamaan sisäpiirintiedon hallussapitäjän osalta *objektiivista vastuuta*, joka poikkeaa kotimaisesta rikosoikeudellisesta vastuuopista merkittävästi.<sup>86</sup>

<sup>83</sup> Melander 2008, s. 37. Ks. myös *Rattin* juttu (kohdat 23–24).

<sup>84</sup> Nuotio 2009, s. 1168–1169; *Hakamies* 2012, s. 47–48.

<sup>85</sup> Melander 2008, s. 38.

<sup>86</sup> Ks. *Spector Photon* jutusta laajemmin esimerkiksi *Knuts* 2010b; *Knuts* 2011b. Ks. *Spector Photon* juttuun liittyvästä teleologisesta tulkinnasta ja Euroopan unionin sääntelyn tavoitteiden mukaisesti tulkinnasta laajemmin myös *Hansen* 2009, s. 1–14.

*Spector Photon* jutussa Euroopan unionin tuomioistuin tulkitsi *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa säännellyn sisäpiirintiedon käyttökiellon sisältävän käyttöolettaman. Tällöin henkilön, jolla oli sisäpiirintietoa hallussaan, voitiin olettaa myös käyttäneen sisäpiirintietoa hyväkseen hallussapidon aikana toteuttamissaan arvopaperikaupoissa. Tuomioistuin perusteli ratkaisuaan viittaamalla *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n objektiiviseen luonteeseen, koska direktiivissä ei edellytetä sisäpiirintiedon väärinkäyttäjältä minkäänlaista subjektiivista suhtautumista sisäpiirintietoon. Tällöin sisäpiirintiedon olemassaolo ja hallussapito johtivat Euroopan unionin tuomioistuimen mukaan automaattisesti oletamaan, että tekijällä hallussa ollutta sisäpiirintietoa on myös käytetty arvopaperikaupassa hyväksi.<sup>87</sup>

Euroopan unionin tuomioistuin tulkitsi *Spector Photon* jutussa sisäpiirintiedon käyttökiellon perustuvan objektiiviseen vastuuseen, jolloin sisäpiirintiedon hallussapito ja hallussapidon aikana toteutettu arvopaperikauppa olivat kiellettyjä. Objektiivinen vastuu vaikuttaa kuitenkin soveltuvan ratkaisun mukaan (vain) erityisen vastuullisessa asemassa oleviin, useasti sisäpiirintietoa hallussaan pitäviin henkilöihin (ensisijaisiin sisäpiiriläisiin).<sup>88</sup>

*Spector Photon* jutussa oli kysymys ongelmallisesta presumoidusta tahallisuudesta eli tilanteesta, jossa sisäpiirintiedon hallussapito ja hallussapidon aikana tehty osakekauppa johtivat (automaattisesti) rikosoikeudelliseen vastuuseen. Euroopan unionin tuomioistuin perusteli kantaansa nimenomaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan sääntelyn tehokkuuden vaatimuksella. *Spector Photon* tuomio on esimerkki tilanteesta, jossa talousrikosoikeuteen liittyvä yhteisöoikeus johtaa tehokkuutta korostaviin ratkaisuihin, jotka voivat olla ongelmallisia kansallisen rikosoikeuden kannalta.<sup>89</sup>

Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisu *Spector Photon* jutussa on kansallisen rikosoikeussystematiikan kannalta ongelmallinen. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan teon syyksiluettavuus edellyttää rikoslain 51 luvun 1 §:n mukaisesti tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta ja kvalifioidun tekemuodon osalta aina tahallisuutta. Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisu voi johtaa ongelmalliseen tulkintatapaan, jossa sisäpiirintiedon väärinkäyttörikoksen subjektiivinen tuottamukseen liittyvä tunnusmerkistötekijä poistuisi kokonaan arvioinnista. Tällainen tulkinta ei ole hyväksyttävissä kansallisessa lainkäytössä ratkaistaessa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia rikosasioita. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, ettei sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoslakinormin sisällön tulkinta voisi ajan kuluessa muotoutua *Spector Photon* jutussa il-

<sup>87</sup> *Knuts* 2010b, s. 877.

<sup>88</sup> *Knuts* 2010b, s. 878–879. Ks. kuitenkin Helsingin hovioikeus 15.4.2013, diaarinumero R11/2708. Hovioikeus katsoi, ettei sisäpiirintiedon olemassaolo ja hallussapito johtanut siihen, että sisäpiirintietoa hallussapitänyt henkilö olisi *luovuttanut* sisäpiirintietoa puolisolleen. Hovioikeus hylkäsi syytteen.

<sup>89</sup> *Melander* 2012, s. 515.

maistun periaatteen viitoittamaan suuntaan jo eriytymiskehityksenkin perusteella.

Myös rikosoikeuden oikeuslähdeoppi voi olla ainakin välillisesti dynaamista. Talousrikosjutussa dynaamisen oikeuslähdeopin merkitys korostuu aineellisoikeudellisten kysymysten ja ilmiöiden selittämisen osalta. Sisäpiirinsäätelyn osalta tämä tarkoittaa sitä, että sisäpiirintiedon syntymistä koskevat ongelmatilanteet tulee ratkaista laajemman oikeuslähdeaineiston perusteella huomioiden samalla ratkaistavana olevan tilanteen tapahtuma-aikaiset ja toimintaympäristölliset tekijät mahdollisimman kattavasti. Kun aineellisoikeudellinen pohjatyö on tehty kattavasti ja oikein, helpottuu rikoslakinormin soveltaminen erityisesti, kun rikostuomion on laillisuusperiaatteen mukaisesti perustuttava nimenomaisesti voimassa olevaan lakiin.

## 2.3 TELEOLOGINEN LAINTULKINTA ARVOPAPERIMARKKINARIKOSJUTUISSA

Teleologinen laintulkintatapa on *päämääräsuuntautunut argumentaatiomalli*. Tällöin eri tulkintavaihtoehdoista valitaan käytettäväksi se, joka toteuttaa parhaiten tulkittavan lain tai laajemman oikeusjärjestyksen tarkoituksia ja tavoitteita. Kysymys on valituksi tulleen ratkaisuvaihtoehdon seurausten arvioinnista. Teleologinen tulkinta perustuu siihen, että demokraattisesti valitun lainsäätäjän näkökulmasta lainsäädäntö on väline, jolla lainsäätäjät toteuttaa poliittisia tavoitteitaan.<sup>90</sup>

Tavoitteet määritellään kokonaisarvostelussa, jossa huomioidaan yhteiskunnalliset arvot, tavoitteet ja sosiaaliset normit. Lain tarkoitus ja tulkintavaihtoehtojen arvottaminen tapahtuvat oikeuslähteiden osoittamien arvojen ja tavoitteiden pohjalta. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että erityisesti talousrikossäännösten uudistamisen taustalla olleet yhteiskuntapoliittiset päämäärät puoltavat talousrikossäännösten teleologista tulkintaa. Talousrikossäännösten on katsottu olevan muita rikoslain säännöksiä vahvemmin tavoiterationaalisia.<sup>91</sup> Tästä ei voida kuitenkaan päätellä, ettei myös muiden rikoslakinormien taustalla vaikuttaisi voimakkaastikin tavoiterationaaliset näkökohdat.

Teleologinen laintulkinta jaetaan usein kahteen osaan. *Subjektiiivisessa teleologiassa* korostetaan lainsäätäjänä toimineiden henkilöiden todellista tar-

<sup>90</sup> Peczenik 1995, s. 362–363; Aarnio 1989a, s. 239–241; Hakamies 2012, s. 25; Ojala 2005, s. 224. Ks. myös Nuutila 1997b, s. 57–58; Nuotio 1998b, s. 34, 538.

<sup>91</sup> Hakamies 2012, s. 25–26.

koitusta. *Objektiivisessa teleologiassa* laintulkitsijan tulee selvittää oikeuslähdeiden avulla, mikä on tulkitsijan näkemyksen mukaan lain järkevä tarkoitus soveltamistilanteessa. Tulkinnassa otetaan tällöin huomioon muun muassa yhteiskuntapoliittiset arvot, tavoitteet ja sosiaaliset normit. Tarkoituksen määrittelemiseen vaikuttavat tällöin myös tulkitsijan omat arvot.<sup>92</sup> Objektiiviseksi tarkoitettujen teleologisen tulkinnan voidaan siksi katsoa väistämättä olevan ainakin joltain osin myös subjektiivisesti väritynyttä.

Subjektiivisen teleologisen tulkinnan käyttömahdollisuudet ovat vaikeutuneet lainsäädäntöprosessin monimutkaistuessa ja siihen osallisten tahojen lukumäärän kasvaessa. Tällöin välittömästi lainsäädäntötyöhön osallistuneiden henkilöiden todellisten tarkoituserien selvittäminen on käytännössä mahdotonta. Vastaavasti silloin kun kansallinen sääntely perustuu Euroopan unionin tasoiseen sääntelyyn, heikkenee kansallisen sääntelyn tausta-arvojen vaikuttavuus sekä selvitettävyyden, koska Euroopan unionin sääntelyn tausta-arvot perustuvat viime kädessä ylikansallisten elimien taustalla vaikuttaneisiin arvoihin ja tarkoituseriin. Tällöin teleologinen tulkinta perustuu objektiiviseen malliin. Objektiivisen mallin käytettävyyttä heikentää kuitenkin se, että valittava tulkintaratkaisu perustuu viime kädessä aina ratkaisuntekijän subjektiivisiin arvoihin, joiden kontrolloitavuus ja läpinäkyvyys voivat olla heikkoja.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä tulkittaessa pyritään objektiivisessa teleologisessa tulkintamallissa selvittämään *lain järkevää arvopaperimarkkinaoikeudellista tarkoitusta*. Lain arvopaperimarkkinaoikeudellista järkevää tarkoitusta voitaisiin arvioida kunkin markkinaosapuolen näkökulmasta erikseen, mikä johtaisi todennäköisesti ainakin osin erilaisiin lopputuloksiin, valitusta näkökulmasta kulloinkin riippuen. Siksi arvioinnin on liityttävä arvopaperimarkkinasääntelyn keskeisen suojeluobjektin, markkinoiden luotettavuuden, tarkoituksen selvittämiseen, minkä ei kuitenkaan tule johtaa ennakoimattomiin tulkintaratkaisuihin. Lisäksi arvioinnissa on huomioitava se, miten arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja mieltäisi sääntelyn sisällön ja tarkoituksen.

Tässä tutkimuksessa omaksutun näkökannan mukaisesti myös arvopaperimarkkinoiden suojeluobjekti voi olla dynaamisen kehityksen ja muutoksen kohteena, ja siksi ei olisi estettä sille, että myös markkinaosapuolten yksilöllisemmät oikeudet ja oikeusturvaodotukset korottuisivat suojeluobjektin asemaan markkinoiden luottamuksen rinnalle arvioitaessa arvopaperimarkkinaoikeudellisen ongelman taustavaikuttimia ja tulkittaessa avoimen sääntelyn sisältöä. Tällöin ei olisi myöskään estettä objektiivisen teleologisen tulkinnan perusteella huomioi-

<sup>92</sup> Peczenik 1995, s. 364–365; Nuutila 1997b, s. 57–58; Huovila 2003, s. 69; Tapani 2004, s. 74; Hakamies 2012, s. 26.



da yksittäisten markkinaosapuolten intressejä entistä laajemmin. Tämä on luonnollisesti ollut myös aikaisemmin mahdollista teleologisen tulkinnan mahdollistaessa rikosoikeudellisen vastuun laimentamisen vastaajan eduksi ja tällä perusteella esimerkiksi syytteen hylkäämisen.

Teleologisessa tulkinnassa oikeusperiaatteiden ja reaalisten argumenttien merkitys säännösten tulkinnassa on suuri. *Teleologisen tulkinnan merkitys rikosoikeudessa on kasvanut avoimiin tunnusmerkistöihin perustuvan sääntelyn kasvun ohella.*<sup>93</sup> Teleologinen tulkinta on tyypillistä erityisesti hyvinvointivaltioissa, koska hyvinvointivaltioissa korostetaan aineellisen rationaalisuuden sekä aineellisen oikeudenmukaisuuden vaatimuksia. Tällöin oikeusnormit ovat yhä avoimemmin tavoite- ja intressisidonnaisia.<sup>94</sup> Tavanomaisen laintulkintatradition lisäksi reaalisten argumenttien merkitys avoimien arvopaperimarkkinarikosoikeudellisten säännösten tulkinnassa on korostunut.<sup>95</sup> Paradoksaalisesti avoimiin tunnusmerkistöihin liittyvän sääntelyn kasvaminen ja toisaalta teleologisen tulkintatavan merkityksen lisääntyminen voivat myös johtaa *ennakoimattomampiin ratkaisuihin*, jotka ovat puolestaan nimenomaan rikosoikeudellisen ratkaisujärjestelmän ja tavoitteiden näkökulmasta ongelmallisia. Tämä korostaa tuomioistuinratkaisujen perustelujen laadukkuuden ja läpinäkyvyyden tarvetta entisestään.

Teleologinen rikoslaintulkinta on yleisesti hyväksyttävää ja talousrikosnormien sekä arvopaperimarkkinarikosnormien osalta usein myös erityisen tarpeellista. Teleologisen tulkinnan hyväksyttävyyden on katsottu saaneen vahvistusta oikeudenkäymiskaaren 1 luvun 11 §:stä, jonka mukaisesti ratkaisuntekijän on tutkittava tarkasti lain ”oikeaa tarkoitusta ja perustaa” sekä annettava tuomio tämän mukaisesti.<sup>96</sup> Tällöin on kuitenkin keskeistä tunnistaa rikoslakinormin sekä siihen liittyvän aineellisoikeudellisen normin taustalla vaikuttavat mahdollisesti erilaiset tavoitteet ja arvot. Tavoitteita on punnittava monipuolisesti ja rajoittumatta vain yhteen katsontakantaan. Punnintatilanne ei saa esimerkiksi johtaa tilanteeseen, jossa arvoihin tai tavoitteisiin sekoittuisi ainesta, joka ei vastaisi perus- ja ihmisoikeusperiaatteita.

Rikosoikeudellisessa lainsoveltamisessa on käytännössä aina kysymys täsmällisten käyttäytymisvaatimusten asettamisesta konkreettisessa laintulkintatilanteessa. Tällöin laintulkitsijalla on entuudestaan ennakkokäsitys siitä, että lainsäätäjän asettamalla sääntelyllä on jokin tarkoitus ja että kyseisestä normista on löydettävissä ratkaisu käsillä olevaan tapaukseen. Siksi on luonnollista, että

<sup>93</sup> K. Tolonen 2000, s. 54.

<sup>94</sup> Eriksson 1979, s. 25. Yleisemmin ks. myös esimerkiksi Eriksson 1986, s. 281–292.

<sup>95</sup> Samansuuntaisesti ks. Häyrynen 2006a, s. 10–11.

<sup>96</sup> Aarnio 1989a, s. 225, 241; Huovila 2003, s. 68.

sääntelyn taustalla olevat arvot vaikuttavat tulkinnassa edelleen. Arvot tulkintalähteenä eivät kuitenkaan saa merkitä mielivaltaa. Tietynasteinen arvojen yhteneväisyys on myös sosiaalisesti välttämätöntä, koska yhteiskunnan toimivuus edellyttää tietyntasoista arvojen konsensusta. Tämän lisäksi on korostettava arvostusten rationaliteettia. Arvostusten oikeutusta kysyttäessä on kannanoton tueksi pystyttävä esittämään mahdollisimman pitkälle ulottuvat rationaaliset syyt. Rationaalisen ja kriittisen tarkastelun kestävä argumentaatio edellyttää puolestaan taustojen riittävää erittelyä. Rationaalisten argumenttien nostaminen esille mielipiteen takaa vastaa kriminaalipoliittisessa kielenkäytössä omaksuttua rinnakkaispäätelyä, jolla pyritään osoittamaan, että *oikeaksi todistettava* tulkinta on samalla myös *tarkoituksenmukaisin* tulkinta.<sup>97</sup>

Oikeudellisen ratkaisun teon lakisidonnaisuus lähtee siitä, että ratkaisun tulee lähteä sovellettavasta normistosta ja sen sanamuodosta. Tulkitsijan on edelleen tarkennettava normin sisältöä oikeudellisten arvojen ja tavoitteiden näkökulmasta.<sup>98</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tulkinnassa tämä tarkoittaa osaltaan myös oikeusperiaatteiden huomioon ottamista erityisesti kiperiä ja vaikeita juttuja ratkaistaessa.<sup>99</sup> Oikeusperiaatteiden velvoittavuuden vahvuus riippuu puolestaan niiden hyväksyttävyydestä, koska ne kytkevät oikeuden moraaliin ja yhteiskuntapoliittisiin tavoitteisiin.<sup>100</sup>

Teleologiseen laintulkintaan on suhtauduttu Suomessa erityisesti *rangaistusvastuun laventamisen* osalta kriittisesti. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu teleologisen laintulkinnan olevan mahdollista syytetyn eduksi lain sanamuotoa rajoittavaan suuntaan, mutta ei sen sijaan laajentavaan suuntaan. Tällöin esimerkiksi talousrikosasioita ratkaistaessa oikeushyvän suojaamistarve voidaan ottaa huomioon teleologisen tulkinnan avulla rangaistavuutta rajoittavassa merkityksessä ja täten päätyä ratkaisuun, jossa teon ei katsota loukkaavan suojeltavaa oikeushyvää. Oikeushyvän suojelutarpeella ei tule perustella oikeushyvän loukkauksen jälkeen tapahtuvaa laintulkintaa syytetyn vahingoksi, koska oikeushyvän suojelutarpeella on ainoastaan kontrolloiva ja rajoittava tehtävä. Mikäli tulkinta, johon asiassa esitetyt argumentit johtaisivat, ei vastaa rangaistussäännöstä,

<sup>97</sup> K. Tolonen 2000, s. 78.

<sup>98</sup> K. Tolonen 2000, s. 55. Ks. myös aiheesta yleisemmin esimerkiksi Nuotio 1998b, s. 33–35; Nuotio 1998a, s. 148–150; Nuutila 1996, s. 62–71 (erityisesti perusoikeuksien ja kriminalisointiperiaatteiden suhteesta).

<sup>99</sup> Samansuuntaisesti Pöyhönen 1988a, s. 31. Kiperä tapaus ratkaistaan yksinomaan *oikeusperiaatteiden* avulla.

<sup>100</sup> Pöyhönen 1988a, s. 33–37.

tulkinta ei ole hyväksyttävissä. Tällöin on valittava toinen, tarkoitukseen sopivampi tulkinta tai vaihtoehtoisesti hylättävä syyte.<sup>101</sup>

Edellä esitetty näkemys korostaa rikosoikeudelliseen normiin kytköksissä olevan aineellisoikeudellisen normin oikein tulkittamisen merkitystä. Rikoslakinormin teleologiseen tulkintaan liittyvät ongelmallisiksi koetut näkökohdat voivat poistua tai ainakin vähentyä olennaisesti, jos aineellisoikeudellista normia tulkitaan mahdollisimman monipuolisesti ja oikein, ennen kuin asiassa tehdään rikosoikeudellinen arviointi. Esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoiva rikoslain 51 luvun 1 § ei edellytä juurikaan sanarajan ulkopuolista tulkintaa, koska rikoslakinormin sisältö on varsin selvä – sisäpiirintiedon hyväksikäyttäminen taloudellisessa hyötymistarkoituksessa on rangaistavaa. Tulkintaongelma koskee aineellisoikeudellisen arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n mukaista sisäpiirintiedon määritelmää. Teleologiseen tulkintatapaan kohdistetun kritiikin mukaisesti aineellisoikeudellisen sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten edellytysten täyttymisen tulkintakaan ei saa johtaa rangaistusvastuun laajentumiseen. Tämä huomioon ottaen vaikuttaa perustellulta arvioida tulkintatilanteessa kriittisesti myös taloustieteellistä markkinatohokkuutta korostavaa argumentaatiota, koska tämä voi laajentaa arvopaperimarkkinaoikeudessa suojeltavan oikeushyvän, markkinoiden luottamuksen sekä suojaamisen käyttöalaa mahdollisesti myös rangaistusvastuuta laajentaen. Arvioinnin keskiössä on tällöin sisäpiirintiedon käsitteen sisältö ja tulkinta.

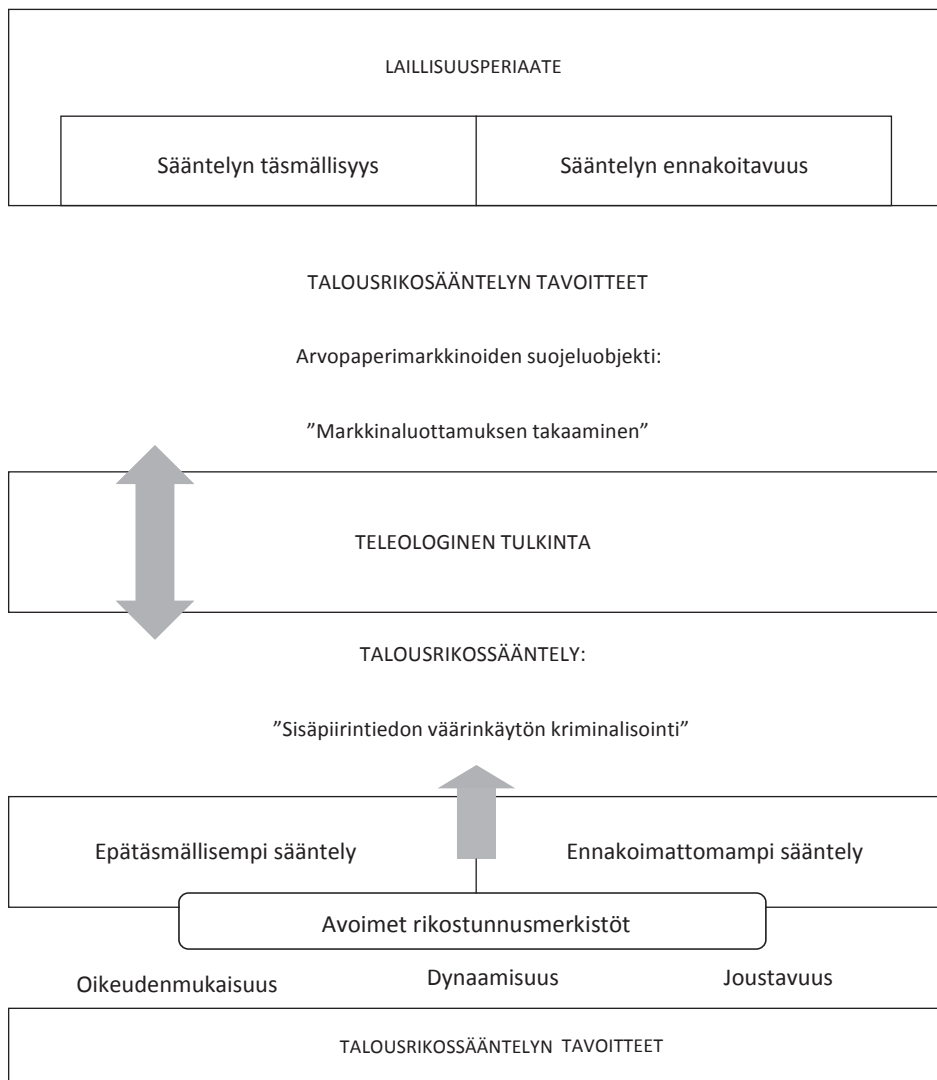
Korkein oikeus on ennakkoratkaisuissaan KKO 2013:55 katsonut käsitteiden tulkinnan olevan välttämätöntä sekä oikeutettua myös yksittäisiä rikostunnusmerkistöjä sovellettaessa edellyttäen, että tulkinnan tulos on sopusoinnussa tunnusmerkistöistä ilmenevän, rangaistusuhalla tavoitellun suojan tarkoituksen kanssa ja että lopputulos on *kohtuudella* tekijän ennalta arvattavissa.<sup>102</sup> Käsitteiden tulkintakaan ei saa johtaa ennakoimattomiin ratkaisuihin.

Teleologinen laintulkinta on välttämätöntä arvopaperimarkkinarikosoikeudessa, ja yleisemmin talousrikosoikeudessa, voimassa olevan normiston avoimuuden ja tulkinnanvaraisuuden vuoksi. Arvopaperimarkkinoiden ja talouselämän ilmiöiden sääntely tarkkarajaisella, kaikki tilanteet ennakoita huomioivalla normistolla, on nyky-yhteiskunnassa käytännössä mahdotonta. Siksi tarvitaan tavoite- ja periaateorientoitunutta normistoa, jonka joustava käyttäminen mahdollistetaan teleologisella tulkinnalla. Esimerkiksi arvopaperimarkkinalaki on nimenomai-

<sup>101</sup> *Frände* 2004a, s. 54–58. Ks. samansuuntaisesti *Knuts* 2010a, s. 77–78; *Jareborg* 2001, s. 110–111. Myös *Matikkala* on suhtautunut kriittisesti teleologisen tulkinnan perusteella tapahtuvaan rangaistusvastuuta laajentavaan tulkintaan. Ks. *Matikkala* 2005, s. 15–18.

<sup>102</sup> Ks. KKO 2013:55 (kohta 14). Ks. myös esimerkiksi KKO 2002:11, KKO 2004:46, KKO 2005:27, KKO 2007:67 ja KKO 2013:12.

sesti säädetty puitelaksi, jota on tulkittava teleologisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisten Euroopan unionin tasoisten ja kansallisten tavoitteiden ja periaatteiden ohjaamaan suuntaan. Rikoslain 51 luku asettaa arvopaperimarkkinoilla toimiville markkinaosapuolille sallitun ja ei-sallitun käyttäytymisen rajan ja osoittaa samalla moitittavan ja sallitun menettelyn välisen rajan – arvopaperimarkkinoilla ei saa käyttää hyväksi sisäpiirintietoa, vääristää markkinoita tai laiminlyödä tiedonantovelvollisuutta. Oikeushyvä, jota esimerkiksi arvopaperimarkkinain sisäpiirinsääntelyllä suojataan, on markkinoiden luottamus. Myös rikosjärjestelmä tähtää osaltaan tämän luottamuksen suojaamiseen. Ennakoitavuuden vaatimus edellyttää kuitenkin sitä, ettei teleologisellakaan laintulkinnalla päädytä jälkikäteen rankaisemaan teosta, joka ei ole ollut teko hetkellä nimenomaisesti rangaistavaksi säädetty. Teleologinen tulkinta ei saa johtaa rangaistusvastuun ennakoimattomaan laajentumiseen arvopaperimarkkina- tai talousrikosasioissa. Ennakoitavuuden vaatimusta on peilattava ratkaisutilanteessa nimenomaisesti tapahtuma-aikaisiin olosuhteisiin ja tapahtumiin sekä arvioitava menettelyä, esimerkiksi arvopaperikauppaa ja sen motiiveja, kyseisen tapahtumajakohdan perusteella.



**Kuvio 9.** Laillisuusperiaatteen ja talousrikossäntelyn tavoitteellisuuden rajapinnat.

Kuviossa on esitetty talousrikossäntelyn keskeisiä tavoitteita, joita ovat muun muassa oikeudenmukaisuus, dynaamisuus sekä joustavuus. Näitä tavoitteita pyritään toteuttamaan erityisesti talousrikossäntelyssä avoimien rikostunnusmerkistöjen avulla. Avoimiin rikostunnusmerkistöihin perustuva säntely voi kuitenkin johtaa epätasällisempään ja ennakoimattomampaan säntelyyn. Tällöin myös rikoslakinormin soveltaminen edellyttää usein aineellisoikeudellisen nor-

min sisällön selvittämistä tulkintatilanteessa. Tästä on kysymys muun muassa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan normikokonaisuuden, jolla sisäpiirintiedon väärinkäyttäminen on sanktioitu, tulkinnassa. Talousrikossääntelyn tavoitteiden saavuttaminen edellyttää teleologisen tulkintamallin käyttämistä. Teleologisen tulkinnan avulla ratkaisutilanteessa voidaan huomioida yleisesti hyväksytyt sääntelyn tavoitteet, vaikka niitä ei avoimessa sääntely-ympäristössä olisi-kaan ilmaistu täsmällisesti. Silti sääntelyn tulee olla riittävän täsmällistä ja ennakoitavaa. Myös teleologisen tulkintamallin rajoittimena toimii viime kädessä laillisuusperiaate.

## 2.4 KOROTETTU TAHALLISUUSVAATIMUS SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTÖN RANGAISTAVUUDEN EDELLYTYKSENÄ

Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltävää rikoslakinormia säädettäessä ei ole tarkoitettu, että sisäpiiriläisen tekemä arvopaperikauppa olisi aina tuomittavaa. Arvopaperikauppaa ei tehdä aina tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta taloudellisessa hyötymistarkoituksessa, vaikka kauppaa käyvällä markkinaosapuolella olisikin hallussaan sisäpiirintietoa.<sup>103</sup> Tilanne, jossa sisäpiiriläisen osakekauppa ei ole rikosoikeudellisesti tuomittavaa, on käsillä ainakin silloin, kun tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta ei teossa ole, koska sisäpiiriläisenkään tekemiä osakekauppoja vilpittömin mielin tai vain huolimattomuudesta tehtyinä ei ole Suomessa kriminalisoitu.

*Seuraamusdirektiiviehdotus* 2011:ssä Euroopan unionin jäsenvaltiot velvoitetaan muun muassa kriminalisoimaan tahallisesti tehty sisäpiirintiedon väärinkäyttö, sisäpiirintiedon laitton ilmaiseminen ja markkinoiden manipulointi. Rangaistusasteikkoja ei ole ehdotettu harmonisoitavaksi, vaan niistä päättäminen on jätetty kansalliseen harkintaan. Suomalainen arvopaperimarkkinoiden rikosoikeudellinen sääntely vastaa nykyisellään pitkälti *Seuraamusdirektiiviehdotus* 2011:n sisältöä. On huomattava, ettei ehdotuksessa oteta kantaa *tuotantumuksellisen* sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuuteen jäsenmaissa, mistä on pääteltävissä, että myös tämä on jätetty jäsenvaltioiden itsensä ratkaistavaksi.

<sup>103</sup> Ks. kuitenkin erityisesti Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisema *Spector Photon* juttu, jossa on päädytty presumoituun tahallisuuteen. Vrt. kuitenkin esimerkiksi myös aikaisemmin Tanskan korkeimman oikeuden ratkaisema *Midtbankin* juttu, jossa tuolloin katsottiin, ettei arvopaperikauppaa ollut tehty ”epärehellisesti”, vaikka arvopaperikauppaa tehneillä oli ollut hallussaan sisäpiirintietoa.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttyminen edellyttää *taloudellista hyötymistarkoitusta*. Säädetystä tahallisuuden lisäedellytyksestä huolimatta rangaistavaa voi olla myös *törkeästä huolimattomuudesta* tehty teko. Rikoslakiprojektin ehdotuksessa esitettiin erillisiä säännöksiä törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytön, törkeää tuottamusta edellyttävän sisäpiirintiedon väärinkäytön ja sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta.<sup>104</sup> Suomessa ei ole kuitenkaan päädytty ehdotettuun sääntelytapaan.

Rikoslain 51 luvun 1 §:ää koskeissa esitöissä on todettu, että tahallinen ja tuottamuksellinen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva teko eroavat toisistaan sen perusteella, *onko tekijä tiennyt käyttämänsä tiedon olevan sisäpiirintietoa vai ei*. Tahallisessa sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanteessa edellytetään, että tekijä *on mieltänyt* käyttäneensä hyväkseen sisäpiirintietoa. Tekijän tulee tällöin *olla tietoinen* siitä, (i) että tieto liittyy julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin, (ii) ettei tietoa ole julkistettu ja (iii) että tieto on omiaan olennaisesti vaikuttamaan kyseisen arvopaperin arvoon. Tekijän tietoisuuden arviointi keskittyy useimmiten pääasiallisesti kohdan (iii) tarkoittaman tietoisuuden arviointiin. Tuottamuksellisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä törkeä huolimattomuus kohdistuu siihen, *onko tieto sisäpiirintietoa*. Jos tekijä on *ollut välinpitämätön* sen suhteen, (i) onko kysymys julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvästä tiedosta, (ii) onko tieto julkistettu tai onko tieto ollut muutoin markkinoilla saatavilla ja (iii) onko tieto omiaan olennaisesti vaikuttamaan kyseisen arvopaperin arvoon tai hintaan, ja siitä huolimatta tekee osakekaupan, kysymyksessä on *törkeästä huolimattomuudesta* tehty sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Huolimattomuuden astetta arvioitaessa on kiinnitettävä huomiota muun muassa *tiedon merkitykseen ja tekijän asemaan*. Jos kysymyksessä on *poikkeuksellisen merkittävä tieto*, voidaan yleisesti vaatia suurempaa huolellisuutta tiedon sisäpiiriluonteen selvittämisessä kuin vähemmän merkittävän tiedon kohdalla. Toisaalta markkinoilla ammatikseen toimivalta henkilöltä (arvopaperimarkkinaoikeudelliselta järkevältä ja huolelliselta sijoittajalta) voidaan edellyttää suurempaa huolellisuutta kuin henkilöltä, joka ei toimi aktiivisesti markkinoilla.<sup>105</sup> On havaittavissa, että juuri *tiedon sisäpiirintiedon luonteen arviointi* on sekä tahallisen että tuottamuksellisen tekemuodon arvioinnin keskiössä. Tämä

<sup>104</sup> Koponen 2004, s. 232–233. Ks. myös OJL 3/1993, s. 32, 38. Ks. myös *Conventum – Pohjolan juttu*. Osakekaupat oli syytteen mukaan tehty *törkeästä huolimattomuudesta*, koska vastaajalla oli ollut sisäpiirintietoa ja hän oli laiminlyönyt päivittäin ennen osakkeiden ostoja varmistua siitä, ettei *Conventum* käynyt samanaikaisesti neuvotteluja liiketoimintojen yhdistämisestä *Pohjola-Yhtymä Vakuutus Oyj:n* kanssa. Syytteen mukaan kysymyksessä oli *erityisen huolellisuusvelvoitteen* laiminlyönti ja siksi vastaaja oli toiminut piittaamattomasti. Erityisen huolellisuusvelvoitteen perusteena oli vastaajan asema pysyvänä sisäpiiriläisenä hallituksen varapuheenjohtajana sekä asema yhtiön pääosakkeenomistajan edustajana.

<sup>105</sup> HE 254/1998 vp, s. 20.

vaikeuttaa osaltaan arvioinnin tekemistä siitä, onko kysymys ollut tahallisesta vai tuottamuksellisesta tekemuodosta, joista ensimmäinen on törkeän tekemuodon tunnusmerkistökäytäjä.

Suoritettava arviointi on myös suhteutettava tekohetkeen eli sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa asiassa kriittisen osakekaupan *toteuttamisajankohdtaan*. Sen arvioiminen, onko kysymys ollut poikkeuksellisen merkittävästä tiedosta, on tehtävä nimenomaisesti osakekaupan toteuttamisajankohdan mukaan, eikä se, että tieto osoittautuu vasta myöhemmin merkittäväksi, ole arvioinnin osalta ratkaisevaa.

Rikoslain 3 luvun 7 §:ssä on säädetty törkeästä tuottamuksesta. Lainkohdan mukaan tekijän menettely on huolimaton, jos tekijä rikkoo olosuhteiden edellyttämää ja tekijältä vaadittavaa huolellisuusvelvollisuutta, vaikka tekijä olisi kyennyt sitä noudattamaan. Se, pidetäänkö huolimattomuutta törkeänä, ratkaistaan *kokonaisarvostelun* perusteella. Kokonaisarvostelussa on otettava huomioon rikotun huolellisuusvelvollisuuden merkittävyys, vaarannettujen etujen tärkeys ja loukkauksen todennäköisyys, riskinoton tietoisuus sekä muut tekoon ja tekijään liittyvät olosuhteet.<sup>106</sup> On havaittavissa, että törkeän tuottamuksen arviointiin liittyy useita erillisiä tekijöitä, joiden kaikkien on täyttyttävä, jotta teko olisi tehty törkeästä huolimattomuudesta ja muodostuisi rangaistavaksi.

Tahallisten ja tuottamuksellisten tekojen erottelu kuuluu rikosoikeuden keskeisiin kulmakiviin. Tuottamukselliset teot ovat rikoksia vain silloin, kun niin on erikseen säädetty, ja tuottamuksellisesta teosta rangaistaan yleensä lievemmin kuin tahallisesta teosta. Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate edellyttää, ettei tahallisuuden ja tuottamuksen välinen raja saa hämärtyä sen seurauksena, että tasoa, jolla tekijän tietoisuutta mitataan, lasketaan. Myös lainkäytön yhtenäisyyden ja ennakoitavuuden kannalta olisi ongelmallista, jos tahallisuuden käsitteen tulkinta vaihtelisi eri rikostyyppien kesken ilman vahvoja ja yhdenmukaisia perusteita.<sup>107</sup> Myös arvopaperimarkkinarikosten tahallisuusarvioinnissa on syytä pidättäytyä tavanomaisissa tahallisuuden ja tuottamuksen arviointiperusteissa huomioiden kuitenkin arvopaperikaupan erityinen toimintaympäristö ja arvopaperikaupan tavanomaiset, sekä arvopaperikauppaan nimenomaisesti liittyvät, toi-

<sup>106</sup> Rikoslain 3 luvun 7 §:n esitöiden mukaan *törkeää tuottamusta* luonnehdittaessa on viitattu aikaisempaan hallituksen esitykseen, jossa törkeää tuottamusta on katsottu olevan ”hyvin tärkeiden huolellisuusvelvoitteiden rikkominen huolimattomuudesta, joka osoittaa erityistä välipitämättömyyttä näitä velvoitteita kohtaan” tai ”tietoisin riskinoton, joka ei kuitenkaan ole tahallisuutta”. Ks. HE 44/2002 vp, s. 91; HE 94/1993 vp, s. 88. Esitöiden mukaan törkeän huolimattomuuden *kokonaisarvostelussa* olisi otettava huomioon sekä teon objektiivisen että tekijän subjektiivisen huolimattomuuden aste. Ks. HE 44/2002 vp, s. 97.

<sup>107</sup> KKO 2012:66 (kohta 14); KKO 2013:57 (kohta 32).



mintatavat. Koska sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoksen subjektiivisen puolen arvioiminen on ilmeisten näyttöongelmien vuoksi vaikeaa, on kussakin yksittäistapauksessa arvioitava erikseen se, täytyvätkö teossa tahallisuuden tai törkeän huolimattomuuden edellytykset. Nämä edellytykset eivät täyty vielä sillä, että objektiivisesti arvioiden jokin tieto on sisäpiirintietoa ja/tai että osakekaupan tarkoituksena on ollut taloudellisen hyödyn tavoittelu. *Hyötymistarkoituksen* arvioiminen liittyy tahallisuus- ja tuottamusarviointiin. Tältä osin kysymys on niin sanotusta *korotetusta tahallisuusedellytyksestä*. Tällöin sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuus edellyttää lähtökohtaisesti ”jotain enemmän” kuin tavanomaista tahallisuutta.<sup>108</sup> Muussa tapauksessa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rikos täytyisi jo sillä, että osakekauppa on tapahtunut sisäpiirintiedon olemassa ollessa.<sup>109</sup> Hyötymistarkoitusedellytyksen on katsottava *korottavan* tahallisuusvaatimuksen täyttymistä.<sup>110</sup>

Vastaavalla tavalla rikoslain 29 luvun 1 §:n 3 kohdassa tarkoitettu verotusta varten säädetyn velvollisuuden laiminlyöminen on rangaistavaa vain silloin, kun se tapahtuu veron välttämistarkoituksessa ja tekotapaan liittyy siten erityinen tahallisuusvaatimusta korostava tunnusmerkistötekijä. Sanottua säännöstä koskevissa lain esitöissä korotettua tahallisuusvaatimusta on perusteltu sillä, että rangaistavuuden ulkopuolelle on tarkoitettu jättää esimerkiksi unohduksesta tai epäsosiaalisesta elämäntavasta johtuvat laiminlyönnit. Lakivaliokunnan mietinnössä on todettu veron välttämistarkoituksen merkitsevän edellytystä tarkoitustahallisuuden täyttymisestä.<sup>111</sup> Myös petosrikos ja avustuspe-

<sup>108</sup> *Knuts* 2011a, s. 313. Korotetusta tahallisuusedellytyksestä ks. tarkemmin esimerkiksi *Tapani – Tolvanen* 2008, s. 214–218; *Frände* 2004a, s. 130–131; *Tapani* 2004, s. 224–226; *Koponen* 2004, s. 232–238.

<sup>109</sup> Ks. esimerkiksi *Talentum – Soneran* juttu. Jutussa syyte hylättiin, koska vastaajan ei katsottu toimineen *tahallisesti hyötymistarkoituksessa* osakeostojen osalta. Vrt. kuitenkin *Spector Photon* jutussa esitetty ja aikaisemmin tutkimuksessa käsitelty presumoidusta tahallisuudesta. Vrt. myös *Midtbankin* juttu.

<sup>110</sup> Vrt. HE 254/1998 vp, s. 21, 23. Oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että olisi kyseenalaista, voidaanko hyötymisedellytykselle antaa *lainkaan merkitystä* arvioitaessa rangaistusvastaun täyttymistä, mikäli tekijän katsotaan käyttäneen sisäpiirintietoa hyväkseen tahallaan tai törkeästi huolimattomuudesta. Esitetyn näkemyksen mukaan tunnusmerkistöön liitettyä hyötymistarkoitusta voitaisiin pitää *tarpeettomana*, koska sisäpiirintiedon hyödyntämiseen liittyvä teon moitittavuus voitaisiin ratkaista tyydyttävästi operoimalla vain sisäpiirintiedon hyväksikäyttämisen tunnusmerkillä. Ks. *Häyrynen – Kajala* 2013, s. 605–606. Esitetty näkemys ei ole perusteltu. Rikoslakinormissa on edellytetty nimenomaisesti teon rangaistavuudelta taloudellista hyötymistarkoitusta, ja erityisesti sääntelyn täsmällisyyden ja ennakoitavuuden periaatteiden näkökulmasta olisi kyseenalaista alentaa syyksilukemisen kynnyksiä jättämällä huomioimatta yksi tunnusmerkistökiteijöistä.

<sup>111</sup> Ks. HE 16/1997 vp; LaVM 16/1997 vp. Ks. myös KKO 2011:26 sekä KKO 2005:93, KKO 2007:29, KKO 2007:56 ja KKO 2009:59. Erilaisissa rikostyypeissä on muodostunut toisistaan poikkeavia korotetun tahallisuusvaatimuksen tulkintasisältöjä. Eräissä tunnusmerkistöissä korotetun tahallisuusvaatimus *rajoittaa aidosti rangaistavuuden alaa* (muun muassa verorikkomus ja aikaisemmin lapsen seksuaalinen hyväksikäyttö), kun taas toisissa tunnusmerkistöissä muotoilulla ei

tosrikos edellyttävät tunnusmerkistön täyttymiseksi oikeudettoman hyödyn hankkimista. Vastaavasti yrityssalaisuuden rikkomisessa ja rekisterimerkintärikoksessa vaaditaan hyötymis- tai vahingoittamistarkoitusta.<sup>112</sup>

Sisäpiirintiedon syntymistä koskevista tuomioistuinratkaisuista on pääteltävissä, että sisäpiiriläisten osakekauppojen on arvioitu varsin alhaisilla kriteereillä olleen taloudellisessa hyötymistarkoituksessa tehtyjä, jolloin teot ovat tulleet myös syyksiluetuiksi. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosten näytön arvioinnissa tahallisuuskynnys vaikuttaa madaltuneen oikeuskäytännön kehittymisen myötä. Osakekauppoihin tavanomaisesti liittyvä taloudellisen edun tavoittelu ei kuitenkaan sellaisenaan vielä riitä täyttämään sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoksen tunnusmerkistöä, koska aineellisen edun hankkimistarkoituksen on oltava välittömästi yhteydessä juuri sisäpiirintietoon.<sup>113</sup> Tahallisuuskynnyksen kategoriselle madaltamiselle arvopaperimarkkinarikosasioissa ei ole olemassa perusteita, ja myös tahallisuusarviointi sekä siihen liittyvä näytönarviointi on tehtävä tapauskohtaisesti käsillä olevien nimenomaisten tapahtumien ja olosuhteiden perusteella.<sup>114</sup>

Tahallisuuden toteen näyttämisen on katsottu vaikeutuvan silloin, kun kysymys on tekijän hyväksyvistä suhtautumisesta hänen varteenotettavana pitämänsä mahdollisuuteen siitä, että käsillä on rikosoikeudellisesti merkityksellinen olosuhde. Tällöin on vaikeaa löytää sellaisia todistustosiasioita, kokemuslauseita ja apufaktoja, joilla tekijän hyväksyminen voitaisiin näyttää toteen ilman järkevää epäilyä.<sup>115</sup>

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tunnusmerkistön täyttymisen osalta edellä lausuttu voidaan jäsentää tilanteeseen, jossa tahallisuusarviointi kohdentuisi siihen, (i) onko sisäpiiriläinen pitänyt *varteenotettavana mahdollisuutena* sitä, että kysymys on sisäpiirintiedosta ja (ii) onko sisäpiiriläinen suhtautunut *hyväksyvästi* tällaisen mahdollisuuden olemassaoloon. Vastausten ollessa myöntäviä tahallisuusedellytys voi täytyä, mikäli siitä ei jää järkevää epäilyä.<sup>116</sup>

---

tosiasiaassa ole ollut suurempaa itsenäistä ja rangaistavuuden alaa rajoittavaa vaikutusta. Ks. HE 141/2012 vp, s. 35. Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymisen osalta hyötymistarkoitustunnusmerkin täytyminen on teon rangaistavuuden kannalta *keskeisessä asemassa*. Siksi on perusteltua, että sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuuden tunnusmerkistötekijäksi säädetty korotettu tahallisuusvaatimus *myös tosiasiallisesti rajaa rangaistavuuden alaa*. Rangaistavuuden edellytyksenä ei kuitenkaan ole tosiasiallisen hyödyn saavuttaminen.

<sup>112</sup> HE 6/1997 vp, s. 72; *Koponen* 2004, s. 232.

<sup>113</sup> Ks. esimerkiksi *Talentum – Soneran* juttu, s. 5.

<sup>114</sup> Rikosasian näyttökynnyksestä ks. tarkemmin esimerkiksi *Frände* 2009, s. 363–370; *Frände* 1998, s. 1247–1254; *Jokela* 2004, s. 147.

<sup>115</sup> *Frände* 2010b, s. 162.

<sup>116</sup> Syyllisyyttä koskevan *järkevän epäilyksen* poissulkemista ks. esimerkiksi *Frände* 1998, s. 1247.

*Häyrynen* on arvioinut jo ennen *Spector Photon* jutun ratkaisua sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoksen tunnusmerkistön täyttymistä tahallisuuden osalta viitaten *ankaraan vastuuseen*. Sisäpiiriläisten olisi tämän tulkintatavan mukaan oltava huolellisia arvioidessaan hallussaan olevan tiedon luonnetta sekä käyttömahdollisuuksia, ja sisäpiiriläisten *vähäiseenkin huolimattomuuteen* liittyisi tyypillisesti huomattava vaara sisäpiirisäännösten vastaisesta menettelystä. Sisäpiirintiedon käyttöä koskeva säännös muistuttaa *Häyrysen* tulkinnan mukaan siksi ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta osin *ankaraa vastuuta*.<sup>117</sup> Tämä näkemys ei ole ainakaan selkeästi voimassa olevan rikosoikeuden yleisten oppien mukainen. Ajatus rikosoikeudellisesta ankarasta vastuusta tai sitä lähestyvää vastuusta arvopaperimarkkinarikosten osalta alentaisi myös näyttökynnystä sisäpiiririkosten osalta tarpeettomasti. Vähäinen tekijän huolimattomuus ei myöskään välttämättä osoita vielä törkeän huolimattomuuden edellytyksenä olevaa piittaamattomuutta normistosta, eikä se siksi voi olla rangaistavuuden edellytyksenä. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tunnusmerkistön täyttymistä arvioitaessa ei ole syytä poiketa tavanomaisesta rikosoikeudellisesta tulkinnasta ainakaan alentamalla tahallisuuskynnystä muusta rikosoikeudellisesta tahallisuusarvioinnista poikkeavalla tavalla. Lisäksi rangaistusvastuun syntymisen edellytyksenä kansallisessa rikosoikeudessa on nimenomaisesti se, että tekijältä edellytetään subjektiivista syyllisyyttä tekoon nähden, jolloin teko on luettavissa tekijän syyksi *ainoastaan* joko tahallisenä tai törkeästä huolimattomuudesta tehtynä. Ankaruus eli objektiivinen syyksiluettavuus on nähtävissä tämän edellytyksen vastakohtaksi. Suomen rikosoikeudessa rangaistus ei siten ole oikeutettu silloin, kun tekijä ei ole osoittanut rikosoikeudellisesti moitittavaa käyttäytymistä teollaan, joka ei ole tahallinen tai törkeästä huolimattomuudesta tehty.<sup>118</sup>

Liikkeeseenlaskijan ylimmän johdon vastuuta markkinoille annettujen tietojen oikeellisuudesta ja riittävydestä *voitiin pitää kuitenkin ankarana*.<sup>119</sup> Johdinpäätös ei ole rikosoikeuden yleisten näkökulmasta onnistunut, koska arvopaperimarkkina- tai rikoslaisissa ei ole erikseen säädetty siitä, että liikkeeseenlaskijan puolesta toimivien henkilöiden tuottamusarvioinnista poikkeaisi jollain tavalla rikosasiassa tavanomaisesti noudatettavasta tuottamusarvioinnista. Tuottamuksesta riippumattoman rikosoikeudellisen vastuun jääminen oikeuskäytännön varaan on myös laillisuusperiaatteen näkökulmasta ongelmallista, koska tällöin mahdollisesti konkretisoituva vastuu ei perustu lain-säädäntötyön tuloksena välittömästi syntyneeseen normiin.<sup>120</sup>

<sup>117</sup> *Häyrynen* 2006b, s. 630.

<sup>118</sup> *Nuutila* 1997b, s. 69; *Koponen* 2004, s. 219.

<sup>119</sup> Helsingin hovioikeus 31.10.2008, diaarinumero R07/550, s. 17. Ks. myös Helsingin hovioikeuden tuomio 11.6.2010, diaarinumero R08/2282, s. 34. Ks. *Häyrynen* 2006a, s. 310–311.

<sup>120</sup> *Karhu* 2005a, s. 173.

Tahallisuuden tai törkeän huolimattomuuden rikosoikeudellinen arviointi liittyy erityisesti sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymiseen arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymistä. Tällöin esimerkiksi sisäpiirinhankeeseen *kehitysasteella* on merkitystä arvioitaessa sitä, onko arvopaperikaupassa käytetty sisäpiirintietoa hyväksi ylipäänsä, ja jos on käytetty, onko käyttäminen tapahtunut hyötymistarkoituksessa tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta, mikä on sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rangaistavuuden edellytys. Tahallisuustai näyttökynnyksen ylittymistä ei tule arvioida sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosjuttujen osalta toisin (vastaajan kannalta tiukemmin) kuin muissa rikosasioissa yleensä. Suomessa ei ole myöskään miltään osin toteutettu käännettyä todistustaakkaa arvopaperimarkkinarikosasioiden osalta, joten näyttövelvollisuuskysymyksiäkään ei ole aihetta arvioida tavanomaisesta rikosjutusta poikkeavalla tavalla.<sup>121</sup>

Arvopaperimarkkinarikosasioissa usein esille tulevan *olosuhdetahallisuuden* osalta tekijän on tullut pitää olosuhteen (esimerkiksi sisäpiirintiedon) olemassaoloa *varmana* tai *varsin todennäköisenä* eikä siis vähäisempi todennäköisyyden aste riitä vielä tahallisuusedellytyksen täyttämiseksi.<sup>122</sup>

*Olosuhdetahallisuus* kohdistuu seuraustunnusmerkkiä lukuun ottamatta kaikkiin muihin tunnusmerkistökäsitteisiin. Tällöin olosuhdetahallisuuden kohteena ovat kaikki tosiasialliset ja oikeudelliset seikat, joita tunnusmerkistön objektiivinen puoli edellyttää. Rikoslaisissa ei ole kuitenkaan säädetty tai määriteltä olosuhdetahallisuutta. Kysymys siitä, kuinka olosuhdetahallisuus tulee määritellä, on lakia säädettäessä jätetty tietoisesti oikeuskäytännössä rikostunnusmerkistöittäin arvioitavaksi.<sup>123</sup>

Olosuhdetahallisuuden määritelmä on johdettavissa rikoslain 4 luvun 1 §:n tarkoittamasta tunnusmerkistöerehdyksestä. Kyseisen lainkohdan mukaan tekoa ei pidetä tahallisuutena, jos tekijä ei teon hetkellä ole selvillä kaikkien niiden seikkojen olemassaolosta, joita rikoksen tunnusmerkistön toteutuminen välttämättä edellyttää tai jos tekijä tällaisesta seikasta erehtyy. Tunnusmerkistöerehdys poistaa siis vastuun tahallisesta rikoksesta, mutta vastuu tuottamuksellisesta rikoksesta saattaa edelleen tulla kysymykseen.<sup>124</sup> Esimerkiksi rikos-

<sup>121</sup> *Träskmanin* mukaan taloudelliseen rikollisuuteen liittyvät todistusvaikeudet voivat usein olla suuria ja tämän vuoksi jossain maissa on toteutettu käännettyä todistustaakkaa rikosasiassa. *Träskmanin* jo 1980-luvulla esittämän näkemyksen mukaan käännettyä todistustaakkaa olisi ollut syytä harkita Suomessakin, vaikka *Träskman* on suhtautunut asiaan sinänsä kriittisesti. Ks. *Träskman* 1981, s. 28.

<sup>122</sup> *Frände* 2010b, s. 165. Ks. myös KKO 2009:87.

<sup>123</sup> LaVM 28/2002 vp, s. 10; *Tapani* 2005, s. 284. Hallituksen esityksessä ehdotettiin olosuhdetahallisuuden määrittämistä seuraustahallisuutta vastaavalla tavalla, mutta lakivaliokunta katsoi ehdotuksen soveltuvan huonosti tahallisuusrikoksiin. Ks. HE 44/2002 vp, s. 87; LaVM 28/2002 vp, s. 9–10.

<sup>124</sup> *Melander* 2010b, s. 111–112. Ks. myös LaVM 28/2002 vp, s. 10. Tunnusmerkistöerehdys on tahallisuuden poissulkeva peruste ja se on tulkittavissa ”tahallisuuden kääntöpuoleksi”. *Backma-*

lain 51 luvun 1 §:n tarkoittama kvalifioimaton sisäpiirintiedon väärinkäyttö voi täytyä jo tuottamuksellisena (törkeästä huolimattomuudesta tehtynä). Rikoslain 51 luvun 2 §:n tarkoittama kvalifioitu tekomuoto puolestaan edellyttää täytyäkseen aina tahallisuutta, jolloin myös rikoslain 4 luvun 1 §:n mukaisen tunnusmerkistöerehdyksen arviointi tahallisuusarvioinnissa muodostuu relevantiksi.

Käytännössä olosuhdetahallisuuden arviointi arvopaperimarkkinarikosten osalta liittyy tekijän huolellisuus- ja selonottovelvollisuuden täyttämiseen. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että rikosoikeudellisesti tekijälle voidaan asettaa selonottovelvollisuus sellaisten seikkojen paikkansapitävyydestä, joiden *oikeellisuudesta tekijällä on tietty yksilöity velvollisuus varmistua*. Selonottovelvollisuuden laajuus ratkaistaan tunnusmerkistö- ja tekokohtaisesti.<sup>125</sup> Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoksen osalta arviointi kohdentuu tällöin siihen, onko tekijällä ollut tekohetkellä (sisäpiirintiedon käyttöhetkellä eli hetkellä, jolloin sisäpiirintieto on vaikuttanut osto- tai myyntipäätöksen tekemiseen ratkaisevalla tavalla) *yksilöity oikeudellinen velvollisuus* varmistua sisäpiirintiedon olemassaolosta tai hallussa olleen tiedon sisäpiirintiedon luonteisuudesta. Kysymys on tällöin tunnusmerkistöerehdykseen liittyvän selvilläolo-käsitteen *tulkinnasta*. Tulkinnassa on samalla huomioitava rikosoikeudellinen laillisuusperiaate, jota noudatetaan myös rikosvastuun yleisiä edellytyksiä koskevien normien tulkinnassa.<sup>126</sup>

*Frände* on painottanut tietoisuusvaatimuksen tulkinnassa niin sanottua *samanarvoisuusmallia*. Tällöin tietoisuusvaatimus täyttyy, jos tekijä ei selonottovelvollisuuden laiminlyönnin seurauksena tiedä asioiden oikeaa tilaa. *Lappi-Seppälän* mukaan jokaisen tunnusmerkistön oma tahallisuusvaatimus vaikuttaa tietoisuuden määrittämiseen. *Lappi-Seppälä* tarkastelee tietoisuusvaatimuksen sisältöä pääasiallisesti *todennäköisyystahallisuuden* näkökulmasta. *Koposen* mukaan selonottovelvollisuus soveltuu parhaiten *tahtotahallisuuteen* eli hyväksyvään tai välinpitämättömään suhtautumiseen.<sup>127</sup> *Tapani* on katsonut, että olosuhdetahallisuutta määrittävä tunnusmerkistöerehdyssäännös on omiaan *hämärtämään ja tuottamaan tarpeetonta pohdintaa* tietoisuusvaatimuksen asettamisessa, koska tietoisuusvaatimusta ei ole mahdollista kiinnittää tiettyihin abstrakteihin mittareihin ja koska lainkäyttäjät viime kädessä arvioi tietoisuutta tietyn rikostunnusmerkistön näkökulmasta.<sup>128</sup> Vaikka tunnusmerkistöerehdyksen määrittämisessä palauduttaisiin *Lappi-Seppälän* ja *Tapani* esittämällä tavalla arvioimaan tekijän selvilläoloa yksittäisen rikostunnusmerkistön näkökulmasta, on lainkäytön ennakoitavuuden ja rikosoikeuden laillisuusperiaatteen näkökulmasta tärkeää, että tunnusmerkistöerehdyksen selvilläolo-määritelmää tulkittaisiin kuitenkin mahdollisimman yhtenäisesti

*nin* mukaan tahallisuus edellyttää tietoa kaikista rikoksen tunnusmerkistön täyttymisen kannalta relevanteista tosiseikoista. Ks. *Backman* 1989, s. 585.

<sup>125</sup> *Koponen* 2004, s. 254.

<sup>126</sup> *Frände* 2004b, s. 944; *Knuts* 2004, s. 581; *Tapani* 2005, s. 290.

<sup>127</sup> *Frände* 2004a, s. 138–139; *Lappi-Seppälä* 2004, s. 6 (alaviite 100); *Koponen* 2004, s. 120; *Tapani* 2005, s. 290–291.

<sup>128</sup> *Tapani* 2005, s. 298.

ja yhteisten tulkintaperusteiden avulla käsillä olevasta rikostunnusmerkistöstä riippumatta.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanteessa on olosuhdetahallisuuden ja tunnusmerkistöerehdyksen käsilläoloa arvioitaessa kiinnitettävä huomiota esimerkiksi myös liikkeeseenlaskijan, jonka arvopaperiin liittyvästä sisäpiirintiedosta on kysymys, arvopaperimarkkinaoikeudellisten velvoitteiden täyttämiseen yleisesti. Jos tekijä on tiennyt ja ollut selvillä esimerkiksi siitä, että liikkeeseenlaskija on noudattanut toiminnassaan täsmällisesti ja huolellisesti sisäpiirintiedon hallinnointiin liittyvät velvoitteensa ja tehtävänsä, voi tällä olla merkitystä arvioitaessa tekijän selvitysvelvollisuuden laajuutta asiassa.

Korkein oikeus on ennakkoratkaisussaan arvioinut olosuhdetahallisuutta todennäköisyystahallisuuden perusteella siten, että tekijän tahallisuus suhteessa kysymyksessä olleen olosuhteen käsilläoloon on määritelty sillä perusteella, *oliko tekijä pitänyt kysymyksessä olleen olosuhteen käsilläoloa varmana tai varsin todennäköisenä*. Rikosoikeudelliset periaatteet ja tulkintasäännöt puoltavat korkeimman oikeuden ennakkoratkaisun mukaan vahvasti sitä, että olosuhdetahallisuutta arvioidaan *mahdollisimman laajasti noudattaen yhte-näistä perustetta*. Ongelmallisina on pidetty lähinnä tilanteita, joissa tekijä rikosvastuun torjumiseksi *tarkoituksellisesti pyrkii välttämään merkityksellistä tietoa* tai laiminlyö erityisen vastuuasemansa tai teko-olosuhteiden synnyttämän *selvitysvelvollisuutensa*.<sup>129</sup> Vaikuttaa siltä, että tulkinta painottuu tällöin perustellusti aikaisemmin mainitun *Fränden* kannattaman *samanarvoisuusmallin* eduksi.

---

<sup>129</sup> Ks. KKO 2013:55. Ks. myös olosuhdetahallisuuden osalta esimerkiksi KKO 2006:37, KKO 2006:64, KKO 2009:87, KKO 2010:88, KKO 2012:66 ja KKO 2013:17.



---

### 3 Lainkäytön kehitys arvopaperi- markkinarikosasioissa

Rikostunnusmerkistöjen sisällön määräytymisen ja tulkinnan kannalta oikeuskäytännöllä, eli pääasiassa korkeimman oikeuden ennakkopäätöksillä, on huomattava käytännön merkitys. Suomessa käytössä oleva prejudikaattidispenssi edellyttää, että korkeimman oikeuden ratkaisuilla on yleisempää lainsoveltamista ohjaavaa vaikutusta. Korkeimman oikeuden ratkaisujen arvo oikeuslähteenä perustuu päätösten perusteluiden vakuuttavuuteen eikä tuomioistuimen muodolliseen auktoriteettiasemaan.<sup>130</sup> Ennakkoratkaisu on aina normi.<sup>131</sup>

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymiseen välittömästi liittyvällä, toistaiseksi ainoalla korkeimman oikeuden ennakkoratkaisulla (KKO 2006:110, *Sampo – Pohjolan* juttu) on ollut tulkintavaikutusta ennakkoratkaisun jälkeen annettujen alioikeustasojen ratkaisujen osalta. Ottaen huomioon, ettei oikeuskäytäntö sisäpiirintiedon syntymistä ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien tulkintojen osalta ole näin ollen vielä vakiintunutta, ei arvioinnissa tule tukeutua pääasiallisesti tai yksinomaisesti olemassa olevissa tuomioissa esitettyihin perusteluihin. Myös pääasiassa tiedottamisvelvollisuutta koskevassa korkeimman oikeuden ennakkoratkaisussa KKO 2013:53 on sivuttu sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten tulkintaa. Tämä tulkinta pääasiassa vahvistaa ennakkoratkaisussa KKO 2006:110 esille tuodun tulkintalinjan sisäpiirintiedon syntymisestä.

Korkeimman oikeuden ratkaisujen painoarvoa arvioitaessa on keskeistä analysoida ratkaisun perusteluita, joiden vakuuttavuus ratkaisee ennakkoratkaisun yksittäistapauksellisen merkityksen oikeuslähteenä. Muodollinen oikeusturva myös edellyttää, etteivät ratkaisut poikkea ilman painavaa perustetta aikaisemmasta ratkaisulinjasta. Näkökohdat, jotka tuodaan esille oikeudenkäytön ennakoitavuutta ja oikeusvarmuutta korostettaessa, puoltavat aikaisempien ratkaisujen huomioimista ratkaisukriteerinä. Ennakoitavuus on vahvasti sidoksissa oikeuskäytännöstä saatavaan tietoon, koska oikeuskäytännön mukaisia ratkaisuja odotetaan tehtävän myös tulevaisuudessa.<sup>132</sup>

---

<sup>130</sup> K. Tolonen 2000, s. 60–61. Ks. myös Aarnio 1982, s. 90 (alaviite 115); Siltala 1999, s. 674; Lappi-Seppälä 1987, s. 48; Klami 1986b, s. 164–165.

<sup>131</sup> Aarnio 2011, s. 75–78.

<sup>132</sup> K. Tolonen 2000, s. 61–62.



Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisujen asema yleisesti oikeuslähteinä talousrikossäännösten tulkinnassa on katsottu myös ongelmalliseksi, koska ratkaisuja on lukumääräisesti vain vähän ja koska perusteluista on usein vaikeaa löytää soveltamista koskevaa *ratio decidendia*. Tulkintavaikeudet liittyvät myös säädeltäviin tilanteisiin ja viime kädessä oikeusnormien ja tosiseikastojen tulkinnanvaraisuuteen. Koska ratkaisussa on otettava aina huomioon monia samaan aikaan vaikuttavia näkökohtia, on mahdotonta kiteyttää ennakolta tietyt tosiseikat ja tulkinnat osaksi relevanttia normistoa, joka tilanteiden toistuessa keskeisiltä osin samanlaisina yksin riittäisi tulkintaratkaisun perusteeksi. Esitetyn näkemyksen mukaan talousrikossääntelyyn vaikuttava aines olisi liian monitahoista ja kulloisiakin kriminaalipoliittisia sekä moraalisia arvoja peilaavana myös jatkuvasti uudistuvaa, ja siksi se ei olisi yksiselitteisesti asetettavissa sitoviin joko-tai -tyyppisiin ohjeisiin. Talousrikossääntelyssä vaikuttavia tekijöitä ei esitetyn näkemyksen mukaan siksi voitaisi rajata siten, että korkeimman oikeuden ennakkoratkaisusta löytyisi sellainen sitova oikeusohje, jonka noudattaminen olisi yhdenvertaisuuden ja oikeusvarmuuden periaatteita seuraava.<sup>133</sup>

Esitetty näkemys talousrikoksia koskevien korkeimman oikeuden ennakkoratkaisujen merkityksestä on tarpeettoman yleistävä. Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisut on nähtävä ennemminkin oikeutta kehittäviksi ja systematisoiviksi. Koska talousrikosnormit säädetään usein tietoisesti avoimiksi, on niitä myös välttämättä tulkittava. Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisuille on siksi huomattava merkitys tulkintaa ohjaavina oikeuslähteinä. Näkemyksessä esitetty kritiikki ei ole perusteltua siksikään, että korkein oikeus voi perustellusta syystä muuttaa ratkaisu- ja tulkintakäytäntöään, jolloin esimerkiksi yhteiskunnan arvo-perustassa tai Euroopan unionin tuomioistuimen tai Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisukäytännössä tapahtuvat muutokset tulevat asianmukaisesti huomioituiksi.

Toistaiseksi myös alioikeustasoisia sisäpiirintiedon syntymistä arvioivia tuomioistuinratkaisuja on vähän. Siksi ei ole perusteltua arvioida oikeuskäytännön vielä vakiintuneen sisäpiirintiedon määritelmän edellytysten tai sisäpiirintiedon syntymisen tulkinnan osalta lopullisella tavalla.<sup>134</sup> Suurin osa sisäpiirintieto koskevasta oikeuskäytännöstä on hovioikeustasoisista, ja käytettävissä on siis ainoastaan yksi korkeimman oikeuden aiheeseen välittömästi liittyvä ennakkoratkaisu. Euroopan unionin tuomioistuin on antanut sisäpiirintiedon määritelmää ja

<sup>133</sup> K. Tolonen 2000, s. 62; Lappi-Seppälä 1987, s. 53.

<sup>134</sup> Kun kysymys on dynaamisesti kehittyvästä oikeudenalasta, jonka kansallinen sääntely kytkeytyy tiiviisti kansainväliseen sääntely-ympäristöön, on myös mahdollista, että oikeuskäytäntö ei esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten täyttymisen arvioinnin osalta tule vakiintumaankaan tavanomaisesti mielletyllä tavalla. Tämä korostaa lainkäytössä muun muassa jokaisen arviointitilanteen yksilöllisyyttä ja tulkintatilanteen ratkaisemista mahdollisimman monipuolisen aineiston perusteella.

syntymistä koskevia ratkaisuja, joilla on tulkintaa ohjaavaa vaikutusta kotimaisessa lainkäytössä, koska sisäpiirinsääntely perustuu pitkälti Euroopan unionin sääntelyssä toteutettuihin ratkaisuihin ja tavoitteisiin. Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisut perusteluineen kuuluvat Suomessa välttämättä sovellettavaan oikeuslähdeaineeseen arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksiä.

### *Huomioita oikeuskäytännön kehityksestä sisäpiirintiedon syntymiseen liittyen*

Olemassa olevan oikeuskäytännön perusteella on tehtävissä tiettyjä yleisiä havaintoja sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten täyttymisestä. Edellä todetulla tavalla oikeuskäytäntö on kuitenkin niukkaa, eikä sen perusteella ole tehtävissä ainakaan pitkälle meneviä johtopäätöksiä sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvistä seikoista. Alioikeustasoisten tuomioistuinratkaisujen oikeuslähdeopillinen merkitys on lisäksi heikko, mikäli niille annetaan merkitystä lainkaan. Varhaisimmat tuomioistuinratkaisut on annettu ajankohtina, jolloin Euroopan unionin jäsenvaltioita koskevaa yhtenäistämissääntelyä ei vielä ollut annettu, mikä entisestään heikentää kyseisten ratkaisujen käytettävyyttä tulkintavälineinä.

Sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvää alioikeustasoista oikeuskäytäntöä on esitetty tässä tutkimuksessa pääasiassa sen osoittamiseksi, *miten tuomioiden sisältö on kehittynyt arvopaperimarkkinalain voimassa ollessa*. On kuitenkin huomioitava, että tuomioiden sisältö riippuu ratkaistavana olleiden asioiden yhteydessä esitetystä näytöstä ja näytönarvioinnista, joka on aina tapauskohtaista, sekä kyseisten tapausten ainutkertaisesta oikeustositseikastosta. Siksi pitkälle menevien tai kattavien johtopäätösten tekeminen olemassa olevan oikeuskäytännön perusteella ei ole mahdollista.

- i. Vain harvat sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevista jutuista ovat liittyneet osakkeiden *myyntitilanteeseen*.<sup>135</sup> Sisäpiirintiedon syntymiseen liitty-

---

<sup>135</sup> *Benefonin* jutussa oli kysymys siitä, että vastaaja oli myynyt määräysvalta-yhtiönsä omistamia *Benefonin* osakkeita. Syytteen mukaan vastaaja oli myyntihetkellä ollut tietoinen *Benefonia* koskevan yritysaneeraushakemuksen sisällöstä, yhtiön rahoitushankkeen kariutumisesta sekä vaihtoehdoisen rahoitusratkaisun mahdollisesta vaikutuksesta yhtiön osakkeen hintaan alentavasti. Lisäksi vastaaja oli jo aikaisemmin allekirjoittanut *Benefonin* salassapito- ja sisäpiirisopimuksen, jonka mukaisesti hän kuului yhtiön hankekohtaiseen sisäpiirirekisteriin. Syyttäjä vaati vastaajalle ensisijaisesti rangaistusta tahallisesta törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja toissijaisesti törkeästä huolimattomuudesta tehdystä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Käräjäoikeus tuomitsi vastaajan tahallisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä viiden kuukauden ehdolliseen vankeusrangaistukseen

- vät väärinkäyttötilanteet vaikuttavat liittyvän useimmiten *osakkeiden os-  
totilanteisiin*.<sup>136</sup>
- ii. Useiden sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien tuomioistuinratkaisujen osalta on havaittavissa, että sisäpiirintiedon syntymistä on *edeltänyt* sisäpiirintiedoksi muodostuvan seikan tai asian käsitteleminen jossain *yhtiöoikeudellisessa toimielimessä ennen kriittiseksi arvioituja osakeostaja*:
    - a. *Instrumentariumin*<sup>137</sup> jutussa sisäpiirintiedoksi muodostunutta tietoa oli käsitelty yhtiön hallituksessa 15.8.1997. Kriittiset osakeostot oli tehty 7.10.1997.
    - b. *Rautakirjan*<sup>138</sup> jutussa sisäpiirintiedoksi muodostunutta tietoa oli käsitelty yhtiön hallituksessa 21.10.1997. Kriittiseksi arvioidut osakeostot oli tehty 2.2.1998.
    - c. *Talentum – Soneran*<sup>139</sup> jutussa sisäpiirintiedoksi muodostunutta tietoa oli käsitelty *Talentumin* hallituksessa 20.4.1999. Kriittiseksi katsotut osakeostot oli tehty 3.5.1999.

sekä oheissakkoon. Käräjäoikeuden mukaan vastaajalla olleet tiedot *Benefonin* yrityssaneeraushakemuksesta, rahoituksen kariutumisesta sekä vaihtoehtoisesta rahoitusratkaisusta olivat olleet sisäpiirintiedon täsmällisyysedellytyksen mukaisesti riittävän täsmällisiä ja kyseisillä tiedoilla oli ollut (objektiivisten arviointikriteerin perusteella) sisäpiirintiedolta edellytettävä olennainen arvoaikutus. Rangaistavan sisäpiirintiedon hyväksikäytön ei tarvitse olla ainoa syy arvopaperin luovuttamiselle tai hankkimiselle. Sisäpiirintiedon hyväksikäyttö (vain) osamotiivina riittää myös teon katsomiseksi rangaistavaksi. Helsingin hovioikeus pysytti käräjäoikeuden tuomion voimassa. Myös *Jippii Groupin*, *Cencorpin* sekä *TJ Groupin* jutussa listautumisantiin liittyen on ollut kysymys osakkeiden myyntitilanteesta. Näissä jutuissa sisäpiirintiedon on syyteratkaisuissa katsottu syntyneen markkinoita paremmasta tietoisuudesta liikkeeseenlaskijan todellisesta taloudellisesta asemasta tai muusta arvopaperin arvoon vaikuttavasta seikasta.

<sup>136</sup> *TPO:n* jutussa kysymys oli siitä, että pankkiiriliike oli ostanut ensin Tampereen Seudun Puhe-  
linosuuskunnan osakkeita omaan salkkuunsa, tietoisena osakkeisiin kohdistuneesta ostokiinnostuksesta, minkä jälkeen pankkiiriliike myi osakkeet ostotarjouksen tekijälle. Hovioikeuden mukaan tietoisuus osakkeiden ostajan ostotarjouksesta oli sisäpiirintietoa.

<sup>137</sup> *Instrumentariumin* jutussa oli kysymys siitä, että yhtiön hallintoneuvoston puheenjohtaja oli ostanut yhtiön osakkeita yhtiön neuvotellessa huomattavasta yrityskaupasta. Syyttäjä vaati puheenjohtajalle rangaistusta ensisijaisesti tahallista tai törkeästä huolimattomuudesta tehdystä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja vaihtoehtoisesti sisäpiirintiedon luvattomasta hyväksikäytöstä. Käräjäoikeus hylkäsi syyttäjän ensisijaisen rangaistusvaatimuksen. Käräjäoikeus hyväksyi syyttäjän toissijaisen rangaistusvaatimuksen ja tuomitsi puheenjohtajan sisäpiirintiedon luvattomasta hyväksikäytöstä 40 päiväsakkoon.

<sup>138</sup> *Rautakirjan* jutussa oli kysymys siitä, että *Werner Söderström Osakeyhtiö – WSOY:n* pääjohtaja ja hallituksen jäsen oli ostanut yhtiön osakkeita kolmella eri kaupalla saatuaan tiedon yhtiön tulokehityksestä ja yhtiön neuvottelemasta yrityskaupasta. Syyttäjä vaati pääjohtajalle rangaistusta tahallisesta tai törkeästä huolimattomuudesta tehdystä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Käräjäoikeus tuomitsi pääjohtajan tahallisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä 120 päiväsakkoon.

<sup>139</sup> *Talentum – Soneran* jutussa oli kysymys siitä, että *Talentumin* hallituksen jäsen oli ostanut yhtiön osakkeita tietoisena yhtiön ja *Soneran* välillä vireillä olleesta yhteisyrityksen perustamisesta. Syyttäjä vaati hallituksen jäsenelle rangaistusta tahallisesta tai törkeästä huolimattomuudesta tehdystä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Käräjäoikeus hylkäsi syytteen. Hovioikeus ei muuttanut käräjäoikeuden tuomiota.

- d. *Sampo – Pohjolan* jutussa sisäpiirintiedoksi muodostunutta tietoa oli käsitelty *Sammon* toimielimissä ja vastaaja oli allekirjoittanut neuvottelutarjouksen 24.5.1999. Kriittisiksi arvioidut osakeostot oli tehty 28.5.1999 ja 7.6.1999.
- e. *LSO-osuuskunnan*<sup>140</sup> jutussa sisäpiirintiedoksi muodostunutta tietoa oli käsitelty *HK Ruokatalon* hallituksessa 7.8.2006. Kriittisiksi arvioidut osakeostot oli tehty 9.8.2006, 14.8.2006, 21.8.2006 ja 22.8.2006.

Edellä viitattujen tuomioistuinratkaisujen (ii) a.–e. perusteella on pääteltävissä, että sisäpiirintiedon syntymistä on näytön arvioinnin perusteella edeltänyt usein tiedon käsitteleminen toimivaltaisessa yhtiöoikeudellisessa elimessä. Tällöin olisi vastakohtaisesti pääteltävissä, ettei kysymys ole liikkeeseenlaskijaa koskevas- ta sisäpiirintiedosta, jos asiaa tai seikkaa ei ole käsitelty vielä ensimmäistäkään kertaa missään liikkeeseenlaskijan yhtiöoikeudellisessa toimielimessä. Tällainen kategorisoiva johtopäätös ei ole kuitenkaan täysin perusteltu. Sisäpiirintiedon syntymistä koskeva arviointi on tehtävä aina tilannekohtaisesti kaikkien asiaan vaikuttavien näkökohtien perusteella.

---

<sup>140</sup> *LSO-osuuskunnan* jutussa oli kysymys siitä, että yhtiön puolesta toimineet vastaajat olivat ostaneet *HK Ruokatalo Group Oyj:n* osakkeita. *HK Ruokatalo Group Oyj* oli kesällä ja syksyllä 2006 osallistunut *Swedish Meats* -nimisen yhtiön liiketoiminnan kauppaa koskevaan tarjouskilpailuun. Syyttäjä vaati yhtiön hallituksen jäsenille sekä toimitusjohtajalle rangaistusta törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Käräjäoikeus tuomitsi hallituksen jäsenet sisäpiirintiedon väärinkäytöstä 60 päiväsakkoon. Toimitusjohtajaa koskenut syyte hylättiin. Hovioikeus pysytti käräjäoikeuden tuomion, mutta alensi yhden hallituksen jäsenen sakkorangaistuksen 30 päiväsakkoon.

- iii. *Conventum – Pohjolan*<sup>141</sup> ja *Liinos – Visman*<sup>142</sup> jutuissa kysymys oli julkista ostotarjousta koskevasta sisäpiirintiedosta. Jutuissa oli osaltaan myös kysymys pääosakkeenomistajan suorittamista osakeostoista kriittisenä aikana. *Conventum – Pohjolan* ja *Liinos – Visman* jutuissa julkista ostotarjousta ei ollut käsitelty ostotarjouksen kohdeyhtiön yhtiöoikeudellisissa toimielimissä, ennen kuin sisäpiirintiedon katsottiin syntyneen.

Julkista ostotarjousta koskevien oikeustapausten perusteella on pääteltävissä, että sisäpiirinaseman syntymistä arvioitaessa merkitystä on edellä mainituissa jutuissa annettu ainakin huomattavalle omistusosuudelle liikkeeseenlaskijassa. Tältäkin osin tilannetta on kuitenkin arvioitava kokonaisvaltaisesti ja tilannekohtaisesti. Kysymys on viime kädessä aina näytön arvioinnista. Julkista ostotarjousta koskeva tieto on sisäpiirintietoa (ainakin) muille kuin julkisen ostotarjouksen toteuttavalle taholle.<sup>143</sup>

<sup>141</sup> *Conventum – Pohjolan* jutussa oli kysymys siitä, että *Conventumin* hallituksen varapuheenjohtaja oli ostanut määräysvalta-yhtiöidensä lukuun yhtiön osakkeita yhtiön ja *Pohjola-Yhtymä Vakuutus Oyj:n* edustajien neuvotellessa yhtiöiden yhdistymisestä. Syyttäjä vaati varapuheenjohtajalle rangaistusta ensisijaisesti törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä sekä toissijaisesti tahalliseen sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ilman kvalifointiperustetta tai vaihtoehtoisesti siten, että teko olisi tehty ainakin törkeästä huolimattomuudesta. Käräjäoikeus hylkäsi ensisijaisen syytteen törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Käräjäoikeus hyväksyi toissijaisen syytteen törkeästä huolimattomuudesta tehdystä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja tuomitsi varapuheenjohtajan 70 päiväsakkoon. Varapuheenjohtajan olisi käräjäoikeuden mukaan tullut ennen osakekauppojen aloittamista varmistua siitä, että jo aikaisemmin suunnitteilla olleesta yhdistymissuunnitelmasta oli kokonaan luovuttu ja siitä, ettei mitään estettä kaupankäynnille ollut olemassa. Koska varapuheenjohtaja oli laiminlyönyt tämän, hän oli käräjäoikeuden mukaan ollut törkeän huolimaton. Hovioikeus tuomitsi varapuheenjohtajan törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä kuuden kuukauden ehdolliseen vankeusrangaistukseen. *Conventum – Pohjolan* juttuun liittyy korkeimmassa oikeudessa vireillä oleva juttu VL 2008-96, jossa arvioidaan oikeushenkilön rangaistusvastuuta. Valitusluvan saaneessa jutussa on pääasiallisesti kysymys siitä, voidaanko syyksiluettun teon jälkeen sulautumisen perusteella syntyneeseen uuteen yhtiöön kohdistaa rikosoikeudellisia seuraamuksia sulautuneiden yhtiöiden toiminnassa tapahtuneen rikoksen perusteella.

<sup>142</sup> *Liinos – Visman* jutussa oli kysymys siitä, että *Liinoksen* toimitusjohtaja oli ostanut itselleen ja puolisolleen sekä kahdelle yhtiön työntekijälle yhtiön osakkeita. Syytteen mukaan toimitusjohtaja oli ennen ostotoimeksiantoja saanut tietää, että *Liinos* oli käymässä yhdistymisneuvotteluja *Visman* kanssa. Käräjäoikeus tuomitsi toimitusjohtajan törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä seitsemän kuukauden ehdolliseen vankeusrangaistukseen. Hovioikeus ei muuttanut käräjäoikeuden tuomiota (äänestysratkaisui).

<sup>143</sup> Ks. esimerkiksi HE 318/1992 vp, s. 35; *Annola* 2001b, s. 30–32; *Kurenmaa* 2003, s. 137–143. Määräysvallan antavan osake-erän luovuttamisella tai vastaanottamisella ei ole samaa tavoitetta kuin arvopaperikaupassa yleensä, koska ostaja tavoittelee ennen kaikkea vaikutusvaltaa yhtiön liiketoimintaan eikä siis hanki määräysvaltaosakkeita vain sijoitustarkoituksessa. Rakennemuutokset ovat myös arvopaperimarkkinoilla tarpeellisia eivätkä niiden yhteydessä tapahtuvat arvopapereiden siirrot vaarana arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta, vaikka kaupan osapuolet vaihtavatkin sisäpiirintietoina pidettäviä tietoja. Myös *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n mukaan ostotarjouksen tekijä voi ostaa tarjouksesta tietoisena kohdeyhtiön osakkeita, koska osakkeiden hankinnan toteuttamista ei sinänsä pidetä sisäpiirintiedon käyttämisenä arvopapereiden han-

Myös syyttämättä jätetyissä *Kone – Partekin*<sup>144</sup> ja *Saunalahti Groupin*<sup>145</sup> juuissa oli kysymys julkiseen ostotarjoukseen johtaneista tilanteista.

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että tulevaan tai valmisteltavana olevaan julkiseen ostotarjoukseen liittyvän julkistamattoman tiedon käyttö olisi kaikkein *klassisin esimerkki* sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Sisäpiirintieto tulevasta ostotai lunastustarjouksesta olisi parasta sisäpiirintietoa, mitä voi käyttöönsä saada, sillä silloin on monesti jo etukäteen tiedossa se hinta, joka arvopaperista tullaan maksamaan, jos tarjous toteutuu. Muissa sisäpiirintietoon liittyvissä tapauksissa on yleensä epävarmempaa, kuinka paljon kyseinen tieto mahdollisesti tulee vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan. Sisäpiirintietona voidaan *Kurenmaan* mukaan periaatteessa pitää myös pelkkää tietoa tulevasta ostotarjouksesta, vaikka lopullinen tarjoushinta ei olisikaan vielä selvillä, koska yleisesti on kuitenkin tiedossa se, että julkinen ostotarjous tehdään lähes poikkeuksetta ostotarjousta edeltävää pörssikurssia korkeampaan hintaan.<sup>146</sup> *Sisäpiiridirektiivi* 1989:n tulkitsemiseen liittyvässä *Grøngaardin & Bangin* jutun tuomiossa on todettu nimenomaisesti, että tiedon ilmaisemisen osalta on oltava erityisen varovaisia silloin, kun kyse on sellaisen sisäpiirintiedon ilmaisemisesta, jolla voisi ilmeisesti olla huomattava vaikutus kyseessä olevien arvopaperien hintaan. Tuomion mukaan sisäpiirintieto, joka liittyy kahden pörssissä noteeratun yhtiön fuusioon, on yleensä *erityisen arkaluonteista*.<sup>147</sup>

iv. *Spector Photon* jutun perusteella sisäpiirintiedon väärinkäytön arviointi lähestyy ainakin ensisijaisten sisäpiiriläisten osalta objektiivista vastuuta.

---

kinnan edellyttäessä välttämättä tällaiseen liiketoimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä päätöstä. Ks. *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003, s. 30. Samansuuntaisesti myös *Karjalainen – Parkkonen* 2003, s. 343. Lisäksi on pääteltävissä, että lainsäätäjän nimenomaisena tarkoituksena on ollut hyväksyä se, että kun joku toimii omissa nimissään, mutta ostotarjouksentekijän lukuun, ei tällaisen henkilön katsota syyllistyvän sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Ks. *Kurenmaa* 2003, s. 149 ja myös esimerkiksi *Sillanpään Asiantuntijalausunto* 2005, s. 11. *Oma arvopapereiden vaihdantaan liittyvä suunnitelma tai päätös ei siis ole sisäpiirintietoa tekijälle itselleen*. Suunnitelma tai päätös tietystä arvopaperikaupasta ei rajoita henkilön oikeutta hyödyntää tekemänsä arvopaperikauppapäätöstä muissa arvopaperikaupoissa. Päätös ei myöskään rajoita henkilön oikeutta samojen tai muiden arvopapereiden ostamiseen markkinoilta (tai muulta taholta). Vastaavia oikeuksia ei ole kuitenkaan muilla. *Edellä kuvattu poikkeus koskee vain päätöksentekijää itseään*. Ks. esimerkiksi *Annolan Asiantuntijalausunto* 2008, s. 6; *Häyrynen* 2006, s. 156.

<sup>144</sup> *Kone – Partekin* jutussa oli kysymys *Koneen* tekemästä tarjouksesta ostaa valtion omistamat *Partekin* osakkeet. Jutussa tehtiin syyttämättäjäntämisspätös, koska asiassa ei ollut näyttöä rikoksesta eikä todennäköisiä syitä rikoksesta epäiltyjen syyllisyyden tueksi.

<sup>145</sup> *Saunalahti Groupin* jutussa oli kysymys *Novator Finland Oy:n* tekemästä julkisesta ostotarjouksesta ostaa *Saunalahti Group Oyj:n* osakkeet. Asiassa tehtiin syyttämättäjäntämisspätös, koska kyseessä ei ole rikos.

<sup>146</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 137. Ks. myös *Kaisanlahti* 1999, s. 80.

<sup>147</sup> *Grøngaardin & Bangin* jutun tuomio (kohta 38).

Tällöin huolimattomuuden, törkeän huolimattomuuden ja tahallisuuden välinen rajanveto menettäisi merkitystään, koska vastuuasema muodostuisi pelkästään sillä perusteella, että vastaajalla on ollut osakekauppojen aikana hallussaan sisäpiirintietoa.

- v. Euroopan unionin tuomioistuimen vuonna 2012 ratkaisemassa *Daimlerin* jutussa<sup>148</sup> oli kysymys, siitä:
- a. onko pitkäkestoisessa menettelyssä, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen *useiden välivaiheiden* kautta, otettava huomioon ainoastaan se, onko *kyseinen tuleva olosuhde tai tuleva tapahtuma katsottava täsmälliseksi tiedoksi*, ja onko näin ollen tutkittava, voidaanko kyseisen tulevan olosuhteen tai tulevan tapahtuman kohtuudella olettaa toteutuvan, vai voivatko tämänkaltaisessa pitkäkestoisessa menettelyssä myös jo olemassa olevat tai ilmenneet *välivaiheet*, jotka liittyvät tulevan olosuhteen tai tapahtuman toteutumiseen, *olla täsmällistä tietoa*?
  - b. edellyttääkö ilmaisu ”voidaan kohtuudella olettaa” sitä, että todennäköisyyden katsotaan olevan keskimääräistä suurempi tai suuri, vai tarkoitetaanko olosuhteilla, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tulevaisuudessa, tai tapahtumilla, joiden voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan tulevaisuudessa, sitä, että todennäköisyyden aste määrätty liikkeeseenlaskijaan kohdistuvien vaikutusten laajuuden perusteella, ja että jos kyky vaikuttaa hintoihin on huomattava, on riittävää, että tulevan olosuhteen tai tulevan tapahtuman toteutuminen on epävarmaa mutta ei epätodennäköistä?<sup>149</sup>

Ensimmäisen kysymyksen osalta Euroopan unionin tuomioistuin katsoi, että pitkäkestoisessa menettelyssä, jossa pyritään tietyn olosuhteen ilmenemiseen tai tietyn tapahtuman toteutumiseen, täsmällisinä tietoina voidaan pitää kyseistä olosuhdetta tai tapahtumaa ja *tämän lisäksi myös kyseisen menettelyn välivaiheita*, jotka liittyvät olosuhteen tai tapahtuman toteutumiseen.<sup>150</sup>

Toisen kysymyksen osalta tuomioistuin katsoi, että käsitteellä ”olosuhteet, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän” tarkoitetaan tulevia olosuhteita

<sup>148</sup> *Daimlerin* hallituksen puheenjohtaja ryhtyi arvioimaan jatkoaan 6.4.2005 pidetyn *Daimlerin* yhtiökokouksen jälkeen. Hän keskusteli aikomuksestaan hallintoneuvoston puheenjohtajan kanssa 17.5.2005, ja erosuunnitelmista ilmoitettiin muille hallintoneuvoston ja johtoryhmän jäsenille 1.6.–27.7.2005. *Daimler* ryhtyi valmistelemaan asiasta lehdistötiedotetta 10.7.2005. Hallituksen puheenjohtaja ja hallintoneuvoston puheenjohtaja sopivat 18.7.2005, että hallintoneuvostolle esitettäisiin hallituksen puheenjohtajan eroamista. Asia päätettiin esitellä hallintoneuvostolle puheenjohtajistossa 27.7.2005. Hallintoneuvosto päätti hyväksyä hallituksen puheenjohtajan eroamisen 28.7.2005. *Daimlerin* osakekurssi nousi asiaa koskevan tiedotteen jälkeen merkittävästi. Eräät sijoittajat olivat myyneet *Daimlerin* osakkeita juuri ennen hallituksen puheenjohtajan eroamisesta tiedottamista. Sijoittajat nostivat vahingonkorvauskanteen *Daimleria* vastaan sen perusteella, että kyseinen tiedote oli annettu liian myöhään.

<sup>149</sup> *Daimlerin* juttu (kohta 23).

<sup>150</sup> *Daimlerin* juttu (kohta 40).

tai tapahtumia, joiden osalta *jo tiedossa olevien osatekijöiden kokonaisvaltaisen arvioinnin* perusteella on ilmeistä, että on olemassa todellinen mahdollisuus siitä, että ne ilmenevät tai toteutuvat. Käsitettä ei kuitenkaan ole tulkittava siten, että kyseisten olosuhteiden tai kyseisen tapahtuman vaikutuksen laajuus asianomaisten rahoitusvälineiden hintaan olisi otettava huomioon.<sup>151</sup>

Euroopan unionin tuomioistuimen tuomio vahvisti tulkinnan siitä, että *laajemman hankkeen välivaiheet* voivat myös yksittäisinä muodostaa sisäpiirintietoa. Vaikka kyseinen ratkaisu liittyy hallituksen puheenjohtajan eroamisprosessiin, tulee tuomion sisältö huomioitavaksi esimerkiksi yrityskauppatilanteissa. Näin ollen myös esimerkiksi yrityskauppajärjestelyn eri vaiheet voivat muodostua itsenäisesti arvioituina sisäpiirintiedoksi.

Lisäksi tuomiossa otettiin kantaa sisäpiirintiedon vähimmäisedellytyksiin, jotka ovat (i) tiedon täsmällisyys sekä (ii) tulevien olosuhteiden tai tapahtumien osalta se, että olemassa olevien osatekijöiden perusteella on ilmeistä, että on olemassa todellinen mahdollisuus tulevaisuuden olosuhteiden tai tapahtumien ilmenemiselle tai tapahtumiselle. Kyseisten olosuhteiden tai tapahtumien vaikutuksen laajuutta kyseisen arvopaperin hintaan ei kuitenkaan tule ottaa huomioon arvioitaessa olosuhteiden ilmenemisen todellista mahdollisuutta.

*Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisu korostaa sijoittajien oikeutta tietoon ja oikea-aikaisen tiedottamisen merkitystä.* Tältä osin tuomio ei sinänsä luonut uusia arviointikriteereitä, mutta liikkeeseenlaskijan näkökulmasta päätöksentekoprosessit saattavat asettua uuteen valoon erityisesti tiedottamisvelvollisuuden näkökulmasta.<sup>152</sup>

- vi. Törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on tuomittu Suomessa usein 5–7 kuukauden mittaisiin ehdollisiin vankeusrangaistuksiin. Tuomiot ovat ankaroituneet oikeuskäytännön kehittyessä. Ankarampien rangaistusten osalta tekijälle on usein syyksiluettu useampia arvopaperimarkkinarikoksia. Törkeän sisäpiirintiedon hyväksikäyttämisen syyksilukeminen edellyttää jonkin ankaroitamisperusteen täyttymisen lisäksi myös *teon kokonaisarvostelun* törkeyttä.

Oikeuskäytännössä rikoksen törkeyden kokonaisarvostelu on ollut jossakin määrin tapauskohtaista.<sup>153</sup> Rikoksen laji ja teko-olosuhteet vaikuttavat siihen, miten rikoksen törkeys *kokonaisuutena* arvioidaan. Kokonaisarvostelusäännöksen sanamuodosta ilmenee, että pelkästään rikoksen törkeän tekemuodon jonkin anka-

<sup>151</sup> *Daimlerin* juttu (kohta 56).

<sup>152</sup> Ks. *Daimlerin* jutusta laajemmin *Knuts – Sippola* 2012 ja myös esimerkiksi *Krause – Brelloch* 2013, s. 283–299.

<sup>153</sup> Ks. kokonaisarvostelusta eri rikoslajityyppien osalta esimerkiksi KKO 2004:119, KKO 2005:7, KKO 2006:59, KKO 2011:81, KKO 2011:102 ja KKO 2013:57.



roittamisperusteen täytyminen ei riitä rikoksen katsomiseksi kokonaisuutena arvostellen törkeäksi. Joissain tapauksissa rikoksen ankaroittamisperusteen ilmenemistapa saattaa kuitenkin olla niin vahingollinen tai vaarallinen, että se jo sellaisenaan voi antaa aiheita arvioida rikoksen olevan myös kokonaisuutena arvostellen törkeä. On myös mahdollista, että rikoksessa täyttyy useampi kuin yksi ankaroittamisperuste, mikä voi puoltaa rikoksen arvioimista kokonaisuutena arvostellen törkeäksi. Vaikka rikoksen törkeyden kokonaisarvostelussa on usein perusteltua arvioida sitä, liittyykö tekoon yhden tai useamman ankaroittamisperusteen lisäksi muita erityistä moitittavuutta osoittavia seikkoja, rikoksen katsominen kokonaisuutena arvostellen törkeäksi ei edellytä aina ankaroittamisperusteeseen liittymättömien, teon törkeyttä osoittavien seikkojen toteamista. Näissä tapauksissa kokonaisarvostelu voi tapahtua arvioimalla rikoksen törkeyttä ankaroittamisperusteen tai -perusteiden ilmenemismuodon pohjalta. Myös kokonaisarvostelun painoarvo rikoksen törkeyden arvioinnissa voi vaihdella. Silloin kun rikoksen katsominen kokonaisuutena arvostellen törkeäksi on rikoksen tunnusmerkistön täyttymisen edellytys, tuomioistuimen on korkeimman oikeuden ennakkoratkaisuista ilmenevän oikeusohjeen mukaan *nimenomaisesti lausuttava*, katsooko se tämän edellytyksen täyttyvän ja esitettävä arvionsa olennaisimmat perustelut. Näin on meneteltävä myös silloin, kun törkeysarvostelu perustuu ankaroittamisperusteesta itsestään ilmenevään rikoksen poikkeukselliseen törkeyteen. Vastaajan puolustautumismahdollisuuksien turvaaminen edellyttää, että myös rikoksen törkeyden kokonaisarvioinnin perusteet tulevat oikeudenkäynnissä asianmukaisesti käsitellyiksi ja selvitettyiksi. Tästä syystä törkeästä tekemuodosta rangaistusta vaativan on esitettävä perusteensa, miksi tekoa on pidettävä myös kokonaisuutena arvioiden törkeänä ja mihin seikkoihin vaatimuksen tueksi vedotaan. Tuomioistuimen on osaltaan huolehdittava siitä, että näin myös tapahtuu. Kokonaisarvostelun perusteiden selvittäminen ja niiden asianmukainen arviointi ovat edellytys sille, että asiassa toteutuu kokonaisarvosteluvaatimuksen alkuperäinen tarkoitus ehkäistä yksinomaan ankaroittamisperusteen käsilläoloon pohjautuva rikoksen törkeyden arvostelu ja siitä seuraava kohtuuttomien ja kohtuuttoman ankarien rangaistusten vaara.<sup>154</sup> Nämä edellytykset on huomioitava myös sisäpiirintiedon väärinkäytön törkeysarvostelussa.

Oikeuskäytännön perusteella ei ole pääteltävissä tarkasti sitä, milloin sisäpiirintieto syntyy. Oikeuskäytännössä on viitattu usein (kulloinkin sovellettavana olleeseen) arvopaperimarkkinalain esitöihin sekä *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n sisältöön ja tavoitteisiin, jotka ovat muodostaneet arvopaperimarkkina- ja rikoslain ohella tärkeän oikeuslähdeaineiston arvopaperimarkkina-rikosasioita tuomioistuimessa ratkaistaessa. Erityisesti alioikeustasoisissa tuo-

<sup>154</sup> KKO 2013:57 (kohdat 6–8).

mioissa on viitattu oikeuskirjallisuudessa esitettyihin tulkintoihin sisäpiirintiedon syntymisestä. Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisukäytäntö erityisesti *Daimlerin* jutun jälkeen on myös edelleen kehittänyt sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien kriteereiden tulkintaa. Tämän perusteella on pääteltävissä, että sisäpiirintiedon syntymisen edellytysten voidaan katsoa täyttyvän ennemminkin aikaisempaa alhaisemmin kriteerein. Kehityssuuntaus on omiaan asettamaan sääntelyn ennakoitavuudelle ja täsmällisyydelle tulevaisuudessa entistä suurempia vaatimuksia.



---

## 4 Arvopaperimarkkinarikosten ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosten esiintyvyys Suomessa

Talousrikollisuudesta pääosan arvioidaan jäävän tulematta ilmi. Yritykset ilmoittavat poliisille keskimäärin vain noin 10 prosenttia havaitsemistaan yritykseen kohdistuvista talousrikoksista, joskin ilmoitusalttius vaihtelee suuresti rikostyyppistä ja kärsityistä vahingoista riippuen. On huomioitava, että yritykset havaitsevat tosiasiallisesti vain osan niihin kohdistuvista rikoksista. Yrityksiin kohdistuvat talousrikokset havaitaan usein sattumalta, ja jopa 90 prosenttia rikoksista saattaa jäädä paljastumatta. Piilorikollisuuden laajuudesta talousrikollisuudessa ei ole Suomessa toistaiseksi tehty luotettavia selvityksiä. Viranomaisten tilastoinnan, ilmi tulleen talousrikollisuuden perusteella ei siten voi tehdä täysin luotettavia päätelmiä talousrikollisuuden määrän kehityksestä kokonaisuutena. Viranomaistilastot ovat kuitenkin toistaiseksi käytännössä ainoa lähde talousrikollisuutta koskevan tilastollisen tiedon saamiseksi Suomessa.<sup>155</sup>

Viranomaistilastojen valossa vaikuttaa siltä, etteivät arvopaperimarkkinarikokset ja erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat rikokset ole Suomessa ainakaan esiintyvyytensä osalta kovinkaan merkittävä ongelma. Vuonna 2012 poliisiin tietoon tuli yhteensä 2 941 kappaletta vero-, kirjanpito-, virka-, arvopaperimarkkina- ja velallisen rikosta (jotka muodostavat talousrikollisuuden keskeisen ytimen).<sup>156</sup> Vuonna 2012 Finanssivalvonta teki kuitenkin ainoastaan viisi tutkintapyyntöä poliisille arvopaperimarkkinarikosasioissa, mikä vastaa 0,17 prosenttia kaikista poliisiin tietoon tulleista talousrikoksista.<sup>157</sup> Tilastosta ei selviä, mikä osuus tutkintapyynnöistä kohdistui sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeviin rikosepäilyihin.

Tilastojen valossa vaikuttaa myös siltä, ettei vanhan arvopaperimarkkinain esitöissä vuonna 2004 esitetty näkemys siitä, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien juttujen lukumäärä tulee voimakkaasti kasvamaan, ole toteutunut.<sup>158</sup> Esitöiden mukaan pidettiin mahdollisena, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöä

---

<sup>155</sup> Lappi-Seppälä – Kivivuori 2012, s. 150; samansuuntaisesti Muttilainen – Kankaanranta 2012, s. 179. Ks. myös Lappi-Seppälä – Kivivuori 2013, s. 152.

<sup>156</sup> Tässä luvussa eivät ole mukana esimerkiksi petosrikokset, joita tuli poliisiin tietoon vuonna 2012 yhteensä 20 946 kappaletta. Ks. Lappi-Seppälä – Kivivuori 2013, s. 138.

<sup>157</sup> Ks. Finanssivalvonnan tilasto 2013. Yhteensä vuosina 2002–2012 rikosilmoituksia epäillyistä arvopaperimarkkinarikoksista on tehty poliisille 41 kappaletta.

<sup>158</sup> Ks. HE 137/2004 vp, s. 45.

koskevien rikosasioiden määrä tulisi *kasvamaan* tulevaisuudessa, koska Finanssivalvonnan tutkimien arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttötapausten määrä oli ollut nousussa. Vuosina 1999–2001 tutkittiin keskimäärin 40 arvopaperimarkkinarikosepäilyä vuodessa, mutta vuosina 2002–2003 tutkittavien tapausten määrä oli noussut 60–70 kappaaleeseen vuodessa.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien, Finanssivalvonnan suorittamien tutkimusten määrä on viime vuosina kuitenkin laskenut verrattuna tehtyjen tutkimusten määriin vuosina 2002–2003. Vuonna 2012 tehtiin 23 tutkimusta, vuonna 2011 tehtiin 34 tutkimusta, vuonna 2010 tehtiin 27 tutkimusta, vuonna 2009 tehtiin 37 tutkimusta, vuonna 2008 tehtiin 27 tutkimusta, vuonna 2007 tehtiin 45 tutkimusta, vuonna 2006 tehtiin 29 tutkimusta, vuonna 2005 tehtiin 18 tutkimusta, vuonna 2004 tehtiin 24 tutkimusta, vuonna 2003 tehtiin 28 tutkimusta ja vuonna 2002 tehtiin 24 tutkimusta.<sup>159</sup> Kuitenkin 30.6.2013 mennessä oli tehty jo yhteensä 32 kappaletta sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa tutkimusta.<sup>160</sup>

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä tai sen kvalifioitua tekemuotoa koskevien Helsingin käräjäoikeudessa vireille tulleiden ja ratkaistujen rikosasioiden lukumäärät ilmenevät taulukosta 1. Kun Finanssivalvonnan tutkimien juttujen lukumäärää verrataan Helsingin käräjäoikeudessa vireille tulleiden juttujen lukumäärään, vaikuttaa perustellusti siltä, etteivät Finanssivalvonnan aloittamat tutkinnat ole juurikaan johtaneet ainakaan toistaiseksi oikeudenkäynteihin.

**Taulukko 1.** Helsingin käräjäoikeudessa vireille tulleet ja ratkaistut sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat jutut vuosina 2000–2012.

Vuosi	Vireille (kpl)	Ratkaistu (kpl)
2000	1	–
2001	1	0
2002	0	2
2003	4	3
2004	2	2
2005	3	2
2006	5	2
2007	1	6
2008	2	1
2009	0	1
2010	2	1
2011	1	1
2012	1	0

<sup>159</sup> Ks. *Finanssivalvonta* 2012, s. 36.

<sup>160</sup> Ks. *Finanssivalvonnan tilasto* 2013.

Helsingin kärjäoikeudessa ratkaistiin rikosasioita vuonna 2008 yhteensä 9 278 kappaletta, vuonna 2009 yhteensä 8 926 kappaletta, vuonna 2010 yhteensä 8 905 kappaletta, vuonna 2011 yhteensä 8 807 kappaletta ja vuonna 2012 yhteensä 8 713 kappaletta.

Ratkaistujen juttujen tilaston perusteella tyypillisimpiä rikosjuttutyyppejä Helsingin kärjäoikeudessa ovat varkaudet ja muut vastaavat omaisuusrikokset, liikennejuopumusrikokset sekä talousrikokset. Näiden yhteinen lukumäärä esimerkiksi vuonna 2008 oli 3 503 ratkaistua juttua, mikä vastaa noin 38 prosenttia kaikista ratkaistuista rikosjutuista (2009: 39 prosenttia, 2010: 39 prosenttia, 2011: 37 prosenttia ja 2012: 36 prosenttia; talousrikosjuttujen suhteellinen osuus kaikista ratkaistuista rikosjutuista).

Ratkaistujen juttujen lukumäärätietojen perusteella on todettavissa, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia rikosasioita on ratkaistu vähäinen määrä suhteessa kaikkiin Helsingin kärjäoikeudessa vireille tulleisiin ja ratkaistuihin rikosasioihin sekä talousrikosasioihin. Johtopäätös on tehtävissä taulukoiden 2–3 perusteella.

**Taulukko 2.** Helsingin kärjäoikeudessa ratkaistujen rikosasioiden ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien juttujen lukumäärät sekä keskinäinen suhde vuosina 2008–2012.

Vuosi	Rikosasioita ratkaistu (kpl)	Sisäpiirintiedon väärinkäyttöasioita ratkaistu (kpl)	Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosasioiden suhteellinen osuus kaikista rikosasioista
2008	9278	1	0,01077 %
2009	8926	1	0,01120 %
2010	8905	1	0,01123 %
2011	8807	1	0,01135 %
2012	8713	0	0,0 %

Talousrikosasioita Helsingin kärjäoikeudessa ratkaistiin vuonna 2008 yhteensä 1079 kappaletta, vuonna 2009 yhteensä 1 115 kappaletta, vuonna 2010 yhteensä 1 232 kappaletta, vuonna 2011 yhteensä 1 202 kappaletta ja vuonna 2012 yhteensä 1 119 kappaletta.

**Taulukko 3:** Helsingin käräjäoikeudessa ratkaistujen talousrikosasioiden ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien juttujen lukumäärät ja keskinäinen suhde vuosina 2008–2012.

Vuosi	Talousrikosasioita ratkaistu (kpl)	Sisäpiirintiedon väärinkäyttöasioita ratkaistu (kpl)	Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien rikosasioiden suhteellinen osuus talousrikosasioista
2008	1079	1	0,09268 %
2009	1115	1	0,08969 %
2010	1232	1	0,08117 %
2011	1202	1	0,08319 %
2012	1119	0	0,0 %

Ratkaistujen juttujen tilaston perusteella talousrikosasioiden suhteellinen osuus on tarkastelujaksolla kasvanut hieman. Vuonna 2008 ratkaistujen talousrikosjuttujen osuus kaikista ratkaistuista rikosjutuista oli 11,6 prosenttia (2009: 12,5 prosenttia, 2010: 13,8 prosenttia, 2011: 13,6 prosenttia ja 2012: 12,8 prosenttia; talousrikosasioiden suhteellinen osuus kaikista ratkaistuista rikosjutuista).<sup>161</sup>

<sup>161</sup> Taulukoissa ja tilastoissa käytetty lukuaineisto on saatu Helsingin käräjäoikeudelta yhteenvetona 12.2.2013.

---

## 5 Arvopaperimarkkinarikosoikeutta koskevan tulkintaopin hahmottaminen

Taloutta koskeva rikosoikeudellinen sääntely tukee markkinoiden toimintaa. Samalla rikosoikeusjärjestelmä kieltää menettelytavat, jotka eivät ole terveen taloudellisen toiminnan kannalta hyväksyttäviä. Rikosoikeus on apuväline, joka ohjaa markkinoita, markkinaosapuolia ja markkinajärjestelmää toimimaan yhteiskunnassa yleisesti hyväksytyjen arvojen ja tavoitteiden mukaisesti.

Taloutta koskeva aineellinen lainsäädäntö sekä taloutta koskeva rikosoikeudellinen sääntely ovat vuorovaikutussuhteessa keskenään. Tämä vuorovaikutussuhde on osin jännitteinen taloudellisesti tehokkaan toiminnan perustuessa taloustieteen teorian mukaisesti mahdollisimman vapaalle toiminnalle, jolle sääntely ja *ultima ratio* -periaatteen mukaisesti viime kädessä rikosoikeus, esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisointi, asettavat rajoja. Vuorovaikutussuhteen jännitteisyyttä korostaa sisäpiirintiedon määritelmän ja sen sisällön avoimuus sekä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön dynaamisuus ja monimuotoisuus suhteutettuna rikoslakinormien tarkkarajaisuuden vaatimukseen.

Sisäpiirintiedon määritelmää ja sisäpiirintiedon syntymisen edellytysten täytymistä ei tule arvioida rikosoikeudellisessa ympäristössä siviilioikeudellisesta ympäristöstä poikkeavalla tavalla. Siksi sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymistä arvioitaessa on kiinnitettävä erityistä huomiota arvioinnin kohteena olevan tilanteen kokonaisarviointiin ja siihen, että ratkaistavana oleva tilanne arvioidaan kokonaisuutena oikein.

Rikosoikeuden valtiosääntöistyminen, eurooppalaistuminen sekä ihmis- ja perusoikeuksien merkityksen kasvaminen ovat johtaneet kokonaisuutena siihen, ettei rikosoikeudenkaan oikeuslähteitä voida enää tarkastella pysyvinä ja vakioituina. Myös arvopaperimarkkina- ja arvopaperimarkkinarikosoikeudessa tarvitaan oikeudenalakohtaista, ongelmalähtöistä ja kontekstuaalista oikeuslähteop-pia. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen toimintaympäristön tunnistaminen ja ymmärtäminen rikosoikeudellisessa ratkaisutoiminnassa on keskeistä, koska arvopaperimarkkinoilla suoritettut toimenpiteet saattavat jälkikäteisarvostelussa näyttäytyä erilaisina toimintaympäristöstään ja tapahtuma-ajankohdastaan irrotettui-na. Rikosoikeudellisessa ratkaisutoiminnassa on kuitenkin viime kädessä pidät-täydyttävä erityisesti ennakoitavuus- ja muut yksilön oikeusturvanäkökulmat huomioiden staattisemman oikeuslähteopin perusteissa. Rikosoikeuden pakotta-va oikeuslähde on yksiselitteisesti rikoslaki. Euroopan unionin normien, niitä



koskevien esityö- sekä muiden lausumien sekä Euroopan unionin tuomioistuinten ratkaisujen merkitys kansallisessa rikosoikeudessa rajoittuu siihen, että rikosoikeudellisessa tulkinnassa on pyrittävä yhdenmukaiseen ratkaisuun Euroopan unionin tasoisen oikeuslähteen kanssa.

Sisäpiirinsääntelyn osalta sisäpiirintiedon syntymistä koskevat *aineellisoikeudelliset ongelmatilanteet* tulee ratkaista laajemman oikeuslähdeaineiston perusteella huomioiden samalla ratkaistavana olevan tilanteen toimintaympäristölliset tekijät mahdollisimman kattavasti ja oikein. Eriytymiskehityksestä huolimatta rikos- ja siviilioikeudellisen laintulkinnan on pyrittävä yhtenäisyyteen siten, ettei esimerkiksi sisäpiirintiedon määritelmälle tai sen edellytysten täytymiselle anneta toisistaan poikkeavia tulkintaratkaisuja eri oikeudenaloilla.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä tulkittaessa objektiivisessa teleologisessa tulkintamallissa pyritään selvittämään lain järkevää tarkoitusta. Teleologisessa tulkinnassa oikeusperiaatteiden ja reaalisten argumenttien merkitys säännösten tulkinnassa kasvaa. Teleologisen tulkinnan merkitys rikosoikeudessa on kasvanut avoimiin tunnusmerkistöihin perustuvan sääntelyn lisääntymisen ohella. Ennakoitavuuden vaatimus edellyttää kuitenkin, ettei teleologisen laintulkinnan perusteella päädytä jälkikäteen rankaisemaan teosta, jota ei ollut tekohelellä nimenomaisesti kielletty. Teleologinen tulkinta ei saa johtaa rangaistusvastuun laajentumiseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa rikosasiassa, vaikka taloustieteellisen teorian mukaisesti markkinoiden tehokkuusargumentille annettaisiin tulkinnassa merkitystä. Teleologisen tulkinnan perusteella voidaan kuitenkin päätyä myös rangaistusvastuuta supistavaan tulkintaan. Supistava tulkinta ja sen perusteella vastaajan eduksi tehtävät ratkaisut ovat ongelmattomia, sikäli kun ne ovat yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisia.

Sisäpiiriläisen tekemiä osakekauppoja vilpittömin mielin tai vain huolimattomuudesta tehtyinä ei ole kriminalisoitu Suomessa. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa vain tahallisenä tai törkeänä huolimattomuudesta tehtynä. Teko pitää olla tehty lisäksi taloudellisessa hyötymistarkoituksessa. Korotetun tahallisuusedellytyksen perusteella sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuus edellyttää lähtökohtaisesti enemmän kuin tavanomaista tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Objektiivinen, ankara vastuu ei ole hyväksyttävissä arvopaperimarkkinarikosten osalta. Tahallisuusarvioinnissa tietoisuusarviointi on suhteutettava arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan mittapuuhun. Tällöin on arvioitava sitä, mitä nimenomaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan olisi pitänyt tietää tai mieltää tiedon sisäpiirintiedonluonteisuudesta. On huomattava, että tämän perusteella tehtävät johtopäätökset voivat olla huomattavan erilaisia verrattuna esimerkiksi kokemattoman tai osaamattoman sijoittajan arviointiin.

Arvopaperimarkkinarikoksia koskeva erityinen tulkintaoppi muodostuu useamman rikosoikeudellisesti keskeisen ja osin eri suuntiin vaikuttavan tekijän

leikkauspisteestä. Leikkauspisteen ytimen muodostaa *rikosoikeudellinen laillisuusperiaate*. Sen asettamaa tarkkarajaisuutta vastaan kilvoittelee nyky-yhteiskunnalle tyypillinen avoin sääntelytekniikka, joka antaa mahdollisuuden dynaamisesti muuttuvan toimintaympäristön joustavaan tulkintaan ja sääntelyyn. Avomien normien tulkinta ei saa kuitenkaan johtaa ennakoimattomiin tai rikosoikeudellista vastuuta laajentaviin ratkaisuihin. Teleologisen laintulkinnan käyttäminen on välttämätöntä erityisesti niiden rikoslakien tulkinnassa, joiden suojeleobjektina on oikeushyvä, jolla ei ole välittömästi identifioitavissa omistajaa tai joka ei kiinnity nimenomaiseen kirjoitettuun perusoikeuteen. Tällainen suojeleobjekti on muun muassa arvopaperimarkkinoiden luottamus. Markkinoiden luottamuksen taustalla vaikuttavat, markkinoiden mahdollisimman häiriötömään toimintaan tähtäävät tekijät ovat kuitenkin huomioitavissa teleologisella tulkintatavalla. Tämäkään ei saa kuitenkaan johtaa rikosvastuuta laajentaviin ratkaisuihin.

Arvopaperimarkkinarikoksia koskevan tulkintaopin keskeiseksi tekijäksi on perusteltua katsoa ihmis- ja perusoikeuksien kaikille takaamat oikeudet, jotka kuuluvat tulkintatilanteessa myös arvopaperimarkkinaoikeudelliselle järkevälle ja huolelliselle sijoittajalle. Tämä johtaa muun muassa siihen, että arvioitaessa arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan tietoisuutta tiedon sisäpiirintiedonluonteisuudesta, ja vastaavasti teon tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta, on tämä tieto suhteutettava arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan arviointiympäristöön, jolloin tiedon kehittyneisyyden asteelta edellytetään enemmän sisäpiirintiedon syntymiseksi kuin kokemattoman ja osaamattoman sijoittajan arviointiympäristössä.



## IV

# OIKEUSPERIAATTEET JA ARVOPAPERIMARKKINOIDEN PERIAATEPOHJAINEN SÄÄNTELY

”Pahin piilee väittämässä,  
jonka mukaan on tarpeen menetellä lain hengen mukaisesti.  
Lain henki on kuin vuotava pato,  
joka päästää lävitseen mielipiteiden virran.”

*Beccaria* [1764], s. 37



---

# 1 Oikeusperiaateteorian lähtökohtia

Oikeusperiaatteiden ja oikeussääntöjen erottelua koskevan uudemman keskustelun aloittajana pidetään yleisesti *Dworkinia*, joka aloitti 1960-luvun loppupuolella oikeuspositivistisen suuntauksen kritisoinnin.<sup>1</sup> *Dworkinin* kritiikki tiivistyi väitteeseen, jonka mukaan *oikeudet tuli ottaa vakavasti*. Kun lakimiehet käsitelivät oikeuksia ja velvollisuuksia ongelmatapauksissa, he käyttivät *Dworkinin* mukaan periaatteita ja muita standardeja, jotka eivät kuitenkaan toimineet sääntöinä. *Dworkinin* esittämän kritiikin mukaan oikeuspositivismi rakentui sääntöjen varaan siten, ettei ratkaisua tehtäessä kiinnitetty riittävästi huomiota niihin periaatteisiin, jotka eivät ole sääntöjä.<sup>2</sup> Ennen *Dworkinin* esittämää oikeusperiaatteiden merkitystä korostavaa teoriaa normeiksi miellettiin pääasiassa vain oikeussäännöt.<sup>3</sup>

*Dworkinin* korostama oikeusperiaateajattelu perustuu yhdysvaltalaiseen oikeusjärjestelmään, jossa moraali on oikeudellistunut ja jossa liittovaltion korkeimman oikeuden tehtävänä on valvoa lakien perustuslainmukaisuutta sekä vastaavasti kumota perustuslain vastainen lainsäädäntö. Lähtöasetelma poikkeaa eurooppalaisesta mallista, jossa moraalinen punninta tapahtuu ensisijaisesti (jo) *lainsäädäntötyössä*, vaikka esimerkiksi Suomessa tuomioistuimella on mahdollisuus sivuuttaa perustuslainsäädännön vastainen lainsäädäntö ratkaisua tehtäessä.

---

<sup>1</sup> *Dworkin* 1994, s. 22–28, 71–80. Oikeuspositivismin edustajista, joiden teoriaan *Dworkinin* kritiikki erityisesti kohdistui, ks. muun muassa *Hart* 1994 ja *Kelsen* 1968. Suomessa *Dworkinin* oikeusperiaatteisiin liittyvien teoreettisten ajatusten yhtenä ensimmäisenä esittelijänä pidetään *Oker-Blomia*. Ks. *Kangas* 1997b, s. 147. Erottelusta käydystä kotimaisesta keskustelusta yleisemmin ks. esimerkiksi muun muassa *Pöyhönen* 1988a, s. 13–23, 29–37 sekä erityisesti *Dworkinin* ja *Alexyn* käsityksistä s. 23–29; *H. Tolonen* 1988, s. 177–194; *T. Määttä* 1999, s. 452–461; *Aarnio* 1997a, s. 174–186; *Aarnio* 1989b, s. 112–122; *Klami* 1983, s. 237–243; *Tuori* 1990, s. 3–23. *Oikeusteorian jälkianalyttiselle vaiheelle* on ollut leimallista oikeusperiaatteiden korostaminen yleisten oppien kokonaisuudessa. Ks. *Tuori* 2003b, s. 87, 148–149. Periaate (*principium*) tarkoittaa jotain ensimmäistä ja perustavanlaatuisia. Ks. esimerkiksi *Laakso* 1990, s. 122.

<sup>2</sup> *Kaisto* 2005a, s. 72 (alaviite 85); *Dworkin* 1981, s. 22. Tässä tutkimuksessa ymmärretään ilmaisujen oikeusperiaate, periaate ja standardi tarkoittavan samaa asiaa, ellei toisin ole todettu. Näihin ilmaisuihin perustuvalla sääntelyllä tarkoitetaan yleisesti *periaatepohjaista sääntelyä* (*Principles Based Regulation, PBR*), josta tässä tutkimuksessa käytetään myös ilmaisuja *periaate-sääntely*. Määritelmästä ks. muun muassa *Black* 2010, s. 1. Periaatepohjaisen (”*principle-based*” tai ”*standard-based*”) sääntelyn ja sääntöpohjaisen (”*rules-based*”) sääntelyn määritelmällisistä ja muista eroista ks. yleisesti esimerkiksi *Cunningham* 2007.

<sup>3</sup> *Siltala* 1998, s. 38.

sä.<sup>4</sup> Euroopan unionin sääntelytekniikka on lähentänyt eurooppalaista oikeustraditiota yhdysvaltalaiseen oikeustraditioon nähden, ja samalla oikeusperiaatteiden asema on selvästi vahvistunut eurooppalaisessa oikeudellisessa ajattelussa. Myös perus- ja ihmisoikeusajattelun merkityksen korostuminen on kasvattanut oikeusperiaatteiden merkitystä oikeudellisen ajattelun osana perinteisesti oikeuspositivistiseksi mielletyissä oikeusjärjestelmissä.

*Dworkinin* oikeuspositivismiin kohdistunut kritiikki on pelkistettävissä tilanteisiin, joissa oikeusjutun kohteena olevaa tapahtumaa ei voida subsumoida minikään säännön tunnusmerkistöön (*sääntelyn aukkotilanne*) tai joissa tapaukseen sovellettavat säännöt ovat keskenään ristiriitaisia siten, ettei ristiriitaa voida ratkaista toisen säännön avulla (*sääntelyn ristiriitatilanne*). Tällöin oikeusjuttu ei ole ratkaistavissa lakia soveltamalla tai ylipäänsä millään oikeudellisella perusteella. Oikeussääntöjen lisäksi on siksi olemassa myös oikeusperiaatteita, jotka sitovat oikeudellisen ratkaisun tekijää ja joiden perusteella ratkaisu on sääntelyn aukkotilanteessa tai ristiriitatilanteessa tehtävä.<sup>5</sup> Sääntöjärjestelmän ollessa aukollinen on vastaus jokaiseen oikeusongelmaan löydettävissä periaatteista, jotka muodostavat ”sateenvarjon”, jonka suojissa ratkaisut tehdään. Ratkaisut voidaan johtaa periaatteista, vaikka oikeusjärjestelmä muutoin vaikenisi ratkaisutavasta.<sup>6</sup> Toisaalta, vaikka periaate soveltuisi täydellisesti ratkaistavana olevaan tapaukseen, se ei välttämättä määrää tapauksen ratkaisua lopullisesti, koska jotkut vastanäkökohdat voivat johtaa siihen, ettei periaatetta noudateta. Poikkeamisen voi aiheuttaa tapausta koskeva toinen sääntö tai toinen periaate. *Jotkut periaatteet ovat yleiseltä merkitykseltään tärkeämpiä kuin toiset*. Tällöin painoarvoltaan vähäisempi oikeusperiaate väistyy painoarvoltaan tärkeämmän oikeusperiaatteen tieltä. Vähempiarvoinen periaate ei kuitenkaan tällöin lakkaa olemasta voimassa.<sup>7</sup>

*Dworkinin* esittämä sääntelyn aukkotilannetta koskeva kritiikki ja oikeusperiaatteiden perusteella etsittävän ratkaisumallin teoria soveltuvat myös tähän tutkimukseen. Arvopaperimarkkina-alueissa ei ole säädetty täsmällisesti tai yksiselitteisesti siitä, miten sisäpiirintieto syntyy tai milloin sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvät täsmällisyys- ja olennaisuusedellytykset täyttyvät. Sääntely on tältä osin avointa, aukollista ja tulkinnanvaraista. Tällöin vastausta sisäpiirintiedon synty-

<sup>4</sup> *Kunnas* 2008, s. 964. *Kunnaksen* mukaan *Dworkin* erotti oikeudet sekä periaatteet politiikasta. Tuomioistuimen on jätettävä politiikka lainsäätäjälle ja keskityttävä sen sijaan periaatteisiin, jotka määrittävät yksilön oikeuksia. Toisaalta oikeusperiaatteet eivät voi syntyä yhteiskunnallisessa tyhjiössä, vaan myös ne saavat arvopohjansa yhteiskunnallisesta, poliittisesta ja taloudellisesta todellisuudesta. Oikeudet ja periaatteet eivät siksi ole ainakaan kokonaan irrotettavissa poliittisesta järjestelmästä.

<sup>5</sup> *Huovila* 2003, s. 27–28.

<sup>6</sup> *Aarnio* 2011, s. 92.

<sup>7</sup> *Aarnio* 1989a, s. 79–80.

mistä koskevaan tulkintakysymykseen voidaan hakea arvopaperimarkkinallain taustalla vaikuttavista arvoista, tavoitteista ja oikeusperiaatteista. Arvopaperimarkkinaoikeudellisten arvojen, tavoitteiden ja oikeusperiaatteiden lisäksi tulkinnassa tulee täydentävällä tavalla huomioida myös muut asiaan vaikuttavat periaatteet, perusoikeudet sekä esimerkiksi muiden oikeudenalojen tarjoamat näkökulmat siinä määrin kuin niistä on saatavilla tulkinta-apua sisäpiirintiedon syntymisen edellytysten täyttymistä arvioitaessa. Tällöin ei siis riitä, että ratkaisu perustellaan esimerkiksi markkinoiden tehokkuusperiaatteen, puolueettomuusperiaatteen tai jonkin muun yksittäisen periaatteen avulla, koska *ratkaisutilannetta on arvioitava ja tasapainotettava laajempialaisena kokonaisuutena* huomioiden myös markkinaosapuolten oikeusasemaan vaikuttavat muut tekijät mahdollisimman laaja-alaisesti. Kysymys voi tällöin olla osin eri suuntiin vaikuttavien arvojen, tavoitteiden ja oikeusperiaatteiden tilannekohtaisesta punninnasta ja arvottamisesta. Arviointitilanteen jännitteisyys syntyy *yksilöllisempiä* (perus)oikeuksia turvaavien *oikeusperiaatteiden* ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyn *yhteisöllisten tavoitteiden* vastakkainasettelusta.

Oikeusperiaatteiden merkitystä korostavaa teoriaa on myös kritisoitu. Kriitikkiä voidaan pitää osin aiheettomana, koska huomion kiinnittäminen oikeusperiaatteisiin ei välttämättä johda oikeuspositivismiin hylkäämiseen. Oikeuspositivismiin varaan rakentuvia selitysmalleja voidaan sen sijaan kehittää. Oikeusperiaatteiden näkökulmasta vähimmäisedellytyksenä voidaan pitää sitä, että niiden olemassaolo ja merkitys oikeusjärjestyksen sisällön kannalta tunnustetaan.<sup>8</sup> Kriitikki on kohdistunut osin myös *erilaisten arvojen* luomaan epävarmuuteen oikean ratkaisun sisällöstä. Oikeuskirjallisuudessa on huomautettu, että syvät arvopohjaiset erimielisyydet riippuvat viime kädessä intresseistä. Myös arvojen on oltava loppuun asti rationaalisen harkinnan piirissä, ja siksi on mahdollista, että *Dworkinin* ideaalimallissa päädyttäisiin erilaisiin (arvo)kannanottoihin ratkaisuntekijän intresseistä riippuen.<sup>9</sup>

Myös arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä erilaiset arvokannanotot voivat johtaa toisistaan poikkeaviin ratkaisuihin. Ratkaisut voisivat poiketa toisistaan esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa arviointitilanteessa silloin, kun toisen ratkaisuntekijän intressit korostaisivat *markkinalähtöisesti yhteisöllisten markkinoiden tehokkuuden periaatetta* ja toisen

<sup>8</sup> Kaisto 2005a, s. 72.

<sup>9</sup> Aarnio 2011, s. 93–94. Aarnio käyttää ideaalimallin kriitikissä esimerkkinä kahta *Dworkinin* luomaa super-tuomaria, jotka arvioivat samaa asiaa. Ratkaistavaan asiaan sitoutuneista arvoista riippuen on mahdollista, että nämä super-tuomarit päätyvät kahteen erilaiseen ratkaisuun ja jäävät erimielisiksi, koska viime kädessä he sitoutuvat sellaisiin intresseihin, joita ei voida perustella rationaalisesti. Tällöin toisen super-tuomarin taustalla vaikuttavat intressit ovat erilaisia kuin toisen super-tuomarin taustalla vaikuttavat intressit.



ratkaisuntekijän intressit korostaisivat *perusoikeusmyönteisesti yksilökohtaisemmin markkinaosapuolten omaisuudensuojaa sekä luovutusvapauden ja toimintavapauden periaatteita*. Näiden periaatteiden, ja tavoitteiden, taustalla vaikuttavat erilaiset arvokannanotot voisivat johtaa tällöin sisäpiirinsääntelyn näkökulmasta erilaisiin lopputuloksiin, joista toinen suhtautuisi arvioinnin kohteena olevaan arvopaperikauppaan kielteisesti ja toinen sallivasti. Tällöin arvioitavaksi tulisi muun muassa *yhteisöllisten intressien* ja toisaalta *yksilöllisten intressien* suojaamisen prioriteettijärjestys.

Markkinoiden keskeisen suojeleobjektin, luottamuksen, suojaamista on pidetty traditionaalisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tulkintatilanteessa voimakkaana tavoitteena. Luottamus on rakentunut pitkälti *toimivien markkinoiden* tavoitteelle. Tämä on voinut johtua ainakin jossain määrin taloustieteen teorioiden avulla muodostetusta näkemyksestä *optimaalisesti toimivista markkinoista*, joilla jokainen markkinaosapuoli pyrkii edistämään ainoastaan omia taloudellisia intressejään *pareto*-optimaalisesti muiden intresseistä välittämättä. Jos tulkintatilanteessa painotettaisiin markkinaosapuolille yksilöllisemmin kuuluvia perusoikeusperiaatteita, voisivat tulkintaratkaisut muodostua osin erilaisiksi tai ainakin niiden sisältö voisi monipuolistua. Joka tapauksessa tulkintatilanteessa olisi tarpeellista perustella ja arvottaa huomioidut tavoitteet ja periaatteet avoimesti ja läpinäkyvästi.

Suomessa voimassa olevat lait ilmentävät muun muassa kulloinkin voimassa olevia poliittisia valtasuhteita, yhteiskunnallisia painotuksia sekä eri intressiryhmien kompromisseja lainsäädäntötyössä. Lakien laadinta on nyky-yhteiskunnassa erityinen asiantuntemuksen, työnjaon, vaikutus- ja määräysvallan sekä poliittisen vastuun yhdistelmä. Yleisistä läpinäkyvyys- ja avoimuuspyrkimyksistä huolimatta eri toimijoiden ja menettelyvaiheiden välisiä suhteita sekä kunkin toimijan vaikutusvaltaa ja vastuuasemia on vaikea arvioida. Lakien laadinnasta on syntynyt oma, erityistä asiantuntemusta ja säädösvalmistelulle ominaisia toimintatapoja edellyttävä osa-alue. Säädösvalmistelua koskevan asiantuntemuksen ja osaamisen suhde yleiseen poliittiseen päätöksentekoon ja julkisten organisaatioiden toimintaan on monella tavalla samankaltainen kuin muiden erityisasiantuntemusta edellyttävien toimintojen suhde yhteiskunnan yleisiin päätöksentekoprosesseihin. Yksinkertaistettuna lainsäätäminen on poliittisten ja oikeudellisten käytäntöjen erikoislaatuinen yhdistelmä, jossa poliittiset käytännöt ja poliittiset argumentit ovat viime kädessä määrääviä.<sup>10</sup>

Edellä esitetty koskee myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyä sekä esimerkiksi sisäpiirinsääntelyä, jotka heijastelevat vastaavalla tavalla kulloisenkin aikakauden poliittisia valtasuhteita, painotuksia ja kompromisseja. Toisaalta kansal-

<sup>10</sup> Ks. myös Tuori 2000a, s. 149–154; Tala 2005, s. 95.

lisen lainsäädännön sisältö muodostuu osin myös Euroopan unionin tasolla tehtyjen säädösratkaisujen sisällöistä, jotka puolestaan heijastelevat unionin taseisia poliittisia valtasuhteita, painotuksia ja kompromisseja. Voimassa oleva arvopaperimarkkinoiden sääntely ei luonnollisestikaan ole objektiivinen näkemys jonkin asiantilan *absoluuttisesti oikeasta sääntelystä*, vaan voimassa oleva sääntely sisältää aina jonkun valta-asemassa olevan tahon (arvo)kannanoton ja näkemyksen sääntelyn tavoitteista ja täten myös sisällöstä. Sääntely on siksi osin väritynyttä ja sen sisältö voi muuttua poliittisten tai yhteiskunnallisten voimasuhteiden muuttuessa.<sup>11</sup> Oikeus ei ole ajaton ilmiö edes syvärakenteensa osalta. Myös syvärakenteen tasolla oikeus muuttuu, vaikka muutokset tapahtuvatkin hitaammin kuin syvärakenteen ehdollistamalla oikeuskulttuurin tasolla ja oikeuden pintatasolla.<sup>12</sup> Tästä on pääteltävissä, että myös oikeusperiaatteet voivat olla muutosprosessien kohteena, vaikka muutokset ilmenisivätkin hitaasti.

Kaikki oikeusperiaatteet ovat kytkettävissä lainsäädäntöön ja sen taustatavoitteisiin. Vaikka lainsäätäjän tahto onkin joskus selkeästi osoitettavissa, sitä vaivaa usein yksilöitävyyden puute. Ongelmallisimmat tilanteet ovat yhtä lailla lain kirjaimen kuin lainsäätäjän tahdonkin tavoittamattomissa. Yhä useammin yhteiskunnalliset ilmiöt sekä elinkeinoelämän, rahoitusmaailman ja teknologian dynaaminen kehitys nostavat esille ongelmia, joita lainsäädäntö ei lainkaan tunne tai edes tunnista jättäen lainkäyttäjän oikeusperiaatteiden ja terveen järjen varaan. Lainsäädäntöprosessi on liian hidas pysyäkseen ajan tasalla, minkä seurauksena lain kirjaimen ulkopuolelle jäävä harmaa alue kasvaa.<sup>13</sup> Yhteiskunnan ja sen rakenteiden sekä esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön muutoksen nopeus ja toisaalta lainsäädäntöprosessin hitaus ja jäykkyys korostavat oikeusperiaatteiden tunnistamisen ja niiden käyttämisen merkitystä tulkintatilanteessa.

Oikeusperiaatteiden merkitystä korostava lähestymistapa pyrkii irrottautumaan valtasuhdevärittynestä oikeuspositivisesta sääntelystä. Oikeusperiaatteet eivät synny demokraattisen lainvalmisteluprosessin tuloksena, vaan niiden syntyminen liittyy yleisluontoisempiin oikeuskulttuurin ja oikeuden syvärakenteen tasoihin, jotka eivät ole oikeuden pintatasoon verrattavalla tavalla muutosherkkiä. Oikeusperiaatteet vaikuttavat noudatettavan normiston taustavoimina ja oikein tunnistettuina ja tulkittuina ne ohjaavat ratkaisuntekoa aineellisesti perusoikeusmyönteiseen suuntaan. Oikeusperiaatteiden merkityksen korostuminen on

<sup>11</sup> Nykyaikaisessa oikeudessa oikeuden ja politiikan välinen ero ei ole tarkkarajainen. Positiivisen oikeuden keskeinen edellytys on, että menneistä poliittisista valinnoista voidaan muovata ei-poliittisia rakenteita, jotka eivät ole enää voimassa olevaksi oikeudeksi muunnuttuaan politiikkaa. Ks. *M. Viljanen* 2012, s. 287.

<sup>12</sup> *Tuori* 1997b, s. 399–408.

<sup>13</sup> *Kurkela* 2009, s. 462.

havaittavissa myös arvopaperimarkkinalaissa, jossa niin sanottujen *yleissäännösten* avulla on haluttu korostaa oikeusperiaatelähtöistä sääntelyä.<sup>14</sup> Tämä voi mahdollistaa entistä kattavamman markkinaosapuolten yksilöllisempien oikeuksien huomioon ottamisen tulkintatilanteessa.

Myös tämä yleissäännösten merkitystä korostava lainsäätäjän näkemys tulee ottaa vakavasti. Vakavasti ottaminen johtaa siihen, että oikeusperiaatteet on ymmärrettävä oikeusnormeina, joita luonnehtii politiikan ja moraalien arvoihin ja tavoitteisiin palautuva itsenäinen ja jatkuva vaikutus oikeudellisessa sääntelyssä. Siksi oikeusperiaatteet eivät jää ainoastaan lainsäädäntöpoliittisiksi näkökohdiksi, vaan ne muuttuvat oikeussäännöistä itsenäistyneiksi, velvoittaviksi normatiivisiksi vaatimuksiksi.<sup>15</sup> Oikeusperiaatteet ja niiden viitoittamat tulkintaperiaatteet on otettava myös arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa vakavasti. Oikeusperiaatteiden käyttäminen arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tulkintatilanteessa edellyttää arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteiden ja tausta-arvojen tunnistamista tilannekohtaisesti oikein. Tällöin oikeusperiaatteista johdettavat yksilöllisemmät ratkaisuperusteet ja arvopaperimarkkinoiden taustalla vaikuttavat yhteisöllisemmät tavoitteet eivät ole välttämättä vastakkainasettelussa keskenään vaan ne ennemminkin täydentävät toisiaan ja mahdollistavat yhdessä markkinoiden oikeudenmukaisemman toiminnan.

---

<sup>14</sup> HE 32/2012 vp, s. 74.

<sup>15</sup> Pöyhönen 1988a, s. 375.

---

## 2 Oikeusperiaatteiden ja sääntelyn suhde

Oikeusperiaatteiksi kutsutuilla konstruktioilla on länsimaisessa oikeusajattelussa useita merkityssisältöjä.<sup>16</sup> Suomalaisessakaan oikeustieteessä ei ole yksiselitteistä määritelmää oikeusperiaatteelle.<sup>17</sup> Oikeustieteelliselle keskustelulle on ollut ominaista, että oikeusperiaatteet ”on otettu annettuina”. Periaatteiden olemassaoloa on pidetty tosiasiassa, jonka ei ole katsottu kaipaavan juurikaan perusteluita.<sup>18</sup> Oikeudellisen systematiikan johdonmukaisuus joka tapauksessa edellyttää, että oikeusperiaatteelle omaksuttu käsitteellinen ratkaisu on selkeä.<sup>19</sup>

Oikeusperiaatteita on pyritty määrittelemään erilaisilla tavoilla. Oikeusperiaatteella on oikeustieteessä tarkoitettu muun muassa yleisluontoista normia, jonka voimassaolo riippuu ennemminkin hyväksyttävyydestä kuin muodollisesta pätevyydestä ja joka tunnustetaan normiksi yhtäältä arvo- ja tavoiteperustan sekä toisaalta institutionaalisen tuen avulla ja jota sovelletaan punnitsemalla periaatetta muiden periaatteiden kanssa tai argumentoimalla tietyn ratkaisuvaihtoehdon puolesta tai sitä vastaan. Oikeusperiaate on yleiskäsite, jolla tarkoitetaan yleisesti normia, jota sovelletaan enemmän tai vähemmän oikeudellisten ja tosiasiallisten mahdollisuuksien rajoissa.<sup>20</sup> Toisaalta oikeusperiaatteiden on katsottu olevan heikosti formalisoituja oikeusnormeja, jotka kykenevät perustamaan vain heikon, osin ei-oikeudellisista tekijöistä riippuvan imputaatio-suhteen tietyn oikeustositseikaston ja tietyn oikeusseuraamuksen välillä.<sup>21</sup> Oikeusperiaatteet on mielletty myös oikeudellisen ratkaisutoiminnan oikeellisuuden viimekätisiksi koetinkiviksi ja ylimpien moraalisten arvojen oikeudellisiksi konkretisoinneiksi. Toisaalta oikeusperiaatteet on asetettu muodollisilla perusteilla kulloinkin vallitsevan normiteoreettisen dogmin tai oikeuslähdeopin osajoukoksi. Tiettyjä periaatteita on pidetty lisäksi tavoitteina, joihin oikeudellisella sääntelyllä pyritään.<sup>22</sup>

On havaittavissa, että oikeusperiaatteen määrittelemisen riippuu paljolti tarkastelunäkökulmasta ja siitä, mitä tarkoitusta varten määritelmää kehitellään. Yhteistä määrittelyille vaikuttaa kuitenkin olevan se, että oikeusperiaatteet miel-

---

<sup>16</sup> Ks. esimerkiksi *Kavonius* 2001, s. 19.

<sup>17</sup> Myös kansainväliselle oikeusfilosofiselle ja oikeusteoreettiselle keskustelulle on ollut ominaista oikeusperiaatteen käsitteen epäselvyys ja vakiintumattomuus. Ks. *Kavonius* 2001, s. 19.

<sup>18</sup> *Tähti* 1995, s. 1, 15.

<sup>19</sup> *Kaisto* 2005a, s. 73; *Makkonen* 1981, s. 179.

<sup>20</sup> *Huovila* 2003, s. 36–37.

<sup>21</sup> *Siltala* 1999, s. 685.

<sup>22</sup> *Tähti* 1999, s. 1.

letään oikeuden pintatasoa syvempiin kerrostumiin liittyviksi, positiivista oikeutta selittäviksi ja selventäviksi normeiksi, joiden olemassaolo edellyttää vähintään yhteisöllistä yleistä hyväksyttävyyttä.

## 2.1 OIKEUSPERIAATTEIDEN SUHDE TAVOITTEISIIN

Periaatteet voidaan jakaa (i) varsinaisiin periaatteisiin ja (ii) päämääriin tai päämääräperiaatteisiin (eli *tavoitteisiin*, mitä ilmaisua on käytetty yleisimmin suomalaisessa oikeustieteessä ja jota käytetään myös tässä tutkimuksessa yleisesti päämääristä tai päämääräperiaatteista). Periaatteet ja tavoitteet eroavat toisistaan siten, että periaatteet kehottavat toteuttamaan jonkin yksilön oikeuden ja tavoitteet kehottavat toteuttamaan jonkin yhteisön kollektiivisen päämäärän. Näin ollen periaatteilla ja yksilön oikeuksilla on yhteys keskenään, ja ne ovat tietynlaisessa vastakkainasettelussa yhteisöllisten päämäärien sekä tavoitteiden kanssa. *Dworkinin* mukaan yksilölliset oikeudet ja periaatteet ovat selvästi yhteisöllisiä päämääriä ja tavoitteita (*policy*) painavampia.<sup>23</sup> Argumentti ei välttämättä vastaa nykytulkintaa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä yhteisölliset tavoitteet ja päämäärät on tavanomaisesti asetettu yksilöllisten oikeuksien ja periaatteiden edelle. Tätä kuvastaa erityisesti arvopaperimarkkinoiden suojeluobjektin täsmentyminen markkinoiden kollektiiviseksi luottamukseksi.

Periaatteiden ja tavoitteiden erottelu on sovellettavissa myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn ja sisäpiirinsäätelyyn. Suomalaisen arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn taustalla on nykyisin havaittavissa yksilöllisempien periaatteiden merkityksen korostuminen, mutta sääntelyn yhteisöllisiä tavoitteita ei lausuta ainakaan selvästi julki. Esimerkiksi uuden arvopaperimarkkinalain esitöissä ei keskustella avoimesti arvopaperimarkkinalain yhteisöllisistä tavoitteista.

<sup>23</sup> *Huovila* 2003, s. 39. *Huovilan* mukaan *Alexy*, jonka katsotaan yleisesti kehittäneen *Dworkinin* periaateajattelua näkemyskellään oikeusperiaatteesta optimointikäskynä, edustaa periaatteiden ja tavoitteiden osalta osin päinvastaista kantaa kuin *Dworkin*. Myös *Alexy* pitää erottelua yksilön oikeuksien ja yhteiskunnallisten tavoitteiden välillä tärkeänä, ja hänen näkemyksensä mukaan periaatteet ovat kollektiivisiä hyviä painavampia. *Alexyn* mukaan painoero on kuitenkin vähäinen. Yksityisen oikeutta ei saa syrjäyttää tai rajoittaa kollektiivisen hyvän eduksi ilman perusteita. Jos taas periaatteen ja tavoitteen ristiriitatilanteessa on epäselvää, kumman toteuttaminen on perustelumpaa tai jos kummankin toteuttamisen tueksi on yhtä hyvät perusteet, periaatteen syrjäyttäminen tai rajoittaminen kollektiivisen edun tavoitteen vuoksi ei ole hyväksyttävää. Ks. *Huovila* 2003, s. 40; *Alexy* 2002, erityisesti s. 65–66, 80–82. Optimointikäskystä ks. tarkemmin esimerkiksi *Kavonius* 2003, s. 3–4; *Pöyhönen* 1988a, s. 25.

Tavoitteisiin viitataan arvopaperimarkkinalain esitöissä ainoastaan 1 luvun 3 §:ää koskevassa perusteluosassa. Kyseisen lainkohdan 1 momentti koskee kieltä antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja, mitä on pidettävä yhtenä uudessa arvopaperimarkkinalaissa säädettyinä *periaatteena*. Lainkohdan 2 momentissa säädetään totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon oikaisemisesta markkinoilla siten, että oikaiseminen on tehtävä viivytyksettä, kun virhe tai harhaanjohtavuus on tullut ilmi. Lain esitöiden mukaan oikaisemisen *päämäärä eli tavoite* on se, etteivät sijoittajat joudu päätöksenteossaan nojautumaan erheellisiin tietoihin.<sup>24</sup>

Vaikuttaa siltä, että uutta arvopaperimarkkinalakia säädettyessä on edellä viitatus periaatteeksi luokiteltavan normin (1 momentin mukainen totuudenvastaisen ja harhaanjohtavien tietojen antamista koskeva kieltö) perusteluihin yhdistetty normin tavoitteellisuus (2 momentin mukainen oikaiseminen, jonka päämääräksi on asetettu se, etteivät sijoittajat joudu nojautumaan päätöksenteossaan vääriin tietoihin). Sen ymmärtäminen, onko kysymys periaatteesta vai tavoitteesta, ei ole pelkästään semanttista, koska tavoitteilla – toisin kuin periaatteilla – ei ole välitöntä vaikutusta oikeudenkäytössä.<sup>25</sup>

## 2.2 OIKEUSPERIAATTEIDEN SUHDE OIKEUSSÄÄNTÖIHIN

Oikeusperiaatteille on tyypillistä, että ne ovat oikeusjärjestyksen osa. Tämä ei kuitenkaan perustu mihinkään nimenomaisesta normiformulaatiosta todettavaan säätämisaktiin. Oikeusperiaate ei ole välttämättä tavoitettavissa suorista maininnoista, jotka olisivat selkeästi luettavissa joidenkin yksittäisten lakitekstien tai muiden oikeuslähdetekstien sanamuodosta. Tällöin oikeusperiaatteita ei ole nimenomaisesti säädetty. Joskus on myös saatettu tietoisesti jättää sääntelemättä eräitä aihepiirejä, joiden on arveltu olevan riittävän selviä, siksi, että oikeusjärjestykseen on katsottu sisältyvän tietty säätämätön periaate.<sup>26</sup> Säättämättömyys ei kuitenkaan yksin riitä tunnusmerkiksi oikeusperiaatteen erottumiseksi oikeussäännöstä, sillä oikeusperiaate on myös voitu nimenomaisesti mainita lakitekstissä. Esimerkiksi perusoikeusperiaatteet on mainittu perustuslaissa.<sup>27</sup>

<sup>24</sup> HE 32/2012 vp, s. 98–99.

<sup>25</sup> Huovila 2003, s. 44. Huovilan mukaan kuitenkin tavoitteella voidaan perustella oikeuksiin liittyvän periaatteen osoittaman asian tilan toteuttamista ja myös päinvastoin. Siksi voidaan sanoa, että yksilön oikeuksien toteuttaminen ja edistäminen oikeusperiaatetta noudattamalla voi olla keino jonkin yhteisöllisen kollektiivisen tavoitteen toteuttamiseksi. Ks. Huovila 2003, s. 48.

<sup>26</sup> Tähti 1995, s. 162.

<sup>27</sup> Kavonius 2003, s. 23.

Oikeusperiaatteiden on nykyisessä oikeustieteessä katsottu kuuluvan vakiintuneesti oikeusnormien joukkoon ja oikeussäännöistä eroavaksi normityypiksi. Oikeusnormit jakautuvat oikeussääntöihin ja oikeusperiaatteisiin.<sup>28</sup>

*Oikeusnormi* käsitteenä samaistetaan usein normiformulaatioihin (säädöstekstin lauseisiin). Oikeusnormin sisällön osoittamiseksi tarvitaan erityisesti epäselvyytilanteissa myös muita oikeuslähteitä sekä argumentaatioaineistoa. Oikeusnormi on tietyn säädöstekstin sisältö eli merkitys.<sup>29</sup>

Vaikka oikeusnormit voidaan luokitella oikeussäännöiksi tai oikeusperiaatteiksi, sisältyy oikeusjärjestykseen myös muita tämän luokittelun raja-alueelle jääviä normeja. Näiden normityypit ratkeavat vasta niiden sisällön tarkemman selvitteilyn jälkeen.<sup>30</sup>

Oikeustieteellistä keskustelua on käyty siitä, miten oikeusperiaatteet voidaan erottaa oikeussäännöistä. Tavanomaisimpana erotteluperusteena on pidetty yleisyysastetta.<sup>31</sup> Tämän mukaisesti oikeusperiaatteilla katsotaan olevan korkea ja oikeussäännöillä puolestaan suhteellisen matala yleisyysaste. Oikeusperiaate- ja oikeussääntöorientoituneet lähestymistavat eroavat toisistaan myös perimmäisten tausta-arvojen osalta. Oikeussääntöorientoituneessa lähestymistavassa keskeisenä arvopäämääränä on *päätöksenteon ennakoitavuuden* varmistaminen. Oikeusperiaateorientoituneessa lähestymistavassa suurin painoarvo annetaan *oikeudenmukaisuusnäkökohdille*.<sup>32</sup> Nämä päämäärät eivät kuitenkaan ole välttämättä vastakkaisia tai toisensa poissulkevia. Päätöksenteon ennakoitavuus on nimenomaisesti oikeudenmukaista päätöksenteon kohteiden näkökulmasta.

Myös muita oikeusperiaatteiden ja oikeussääntöjen erotteluperusteita on esitetty. Tällaisiksi on muun muassa esitetty seuraavat seikat:

- i. Säännöt syntyvät lainsäädännön ja periaatteet käytännön kautta.
- ii. Periaatteet ovat suoraan ja säännöt välillisesti arvosidonnaisia.
- iii. Periaatteet ovat suoraan yhteydessä oikeuden ideaan.
- iv. Periaatteet kuvastavat yleislinjoja ja säännöt yksityiskohtia.
- v. Säännöt ovat varsinaisia normeja ja periaatteet normien perusteita.

Oikeusnormien jaottelua oikeussääntöihin ja oikeusperiaatteisiin voidaan pitää myös epätarkoituksenmukaisena. Normien voidaan ajatella muodostavan jatkumon, jossa yhtäläisyydet lomittuvat tavalla, joka ei tee mielekkääksi etsiä tun-

<sup>28</sup> Aarnio 1989a, s. 78.

<sup>29</sup> Laakso 1990, s. 5.

<sup>30</sup> Pöyhönen 1988a, s. 57.

<sup>31</sup> Pöyhönen 1988a, s. 20–21.

<sup>32</sup> Rytter 2000, s. 129–133.

nusmerkkejä, jotka aina ja välttämättä yhdistäisivät kaikkia normeja tai eri normityyppejä.<sup>33</sup>

Käytännössä oikeussääntöjen ja oikeusperiaatteiden ero ei ole yksiselitteinen. Oikeusnormit voidaan nimittäin sijoittaa liukuvalla asteikolle, jonka ääripäissä ovat toisaalta oikeussäännöt ja toisaalta oikeusperiaatteet. Tällöin asteikon väli-maastoon mahtuu mukaan myös säännönkaltaisia periaatteita ja periaatteenkal-taisia sääntöjä.<sup>34</sup> Lopullinen ratkaisu siitä, kumpaan normiluokkaan säännös kuuluu, on tehtävä erillisen ja yksityiskohtaisen harkinnan perusteella.

Esimerkkinä oikeusperiaatteiden ja oikeussääntöjen välisestä erosta voidaan käyttää nopeusrajoitussääntelyä. Jos nopeusrajoitukseksi on asetettu 90 kilo-metriä tunnissa, tiedossa on tällöin etukäteen se, millainen käyttäytyminen (mikä nopeus) on hyväksyttävää ja millainen käyttäytyminen on puolestaan normin vastaista. Sääntelyn kohteen päätöksenteko tilanteessa on yksinker-taista, koska ratkaistavaksi jää ainoastaan se, noudatetaanko sääntöä (nopeus-rajoitusta) vai ei (ylitetäänkö nopeusrajoitus). Periaatepohjaisesti säännelty nopeusrajoitusnormi voisi kieltää ajamasta ajoneuvoa nopeammin kuin mikä on kaikissa tilanteissa kohtuullista ja varovaista. Tämä periaatepohjaisesti säännelty käyttäytymisnormi jättäisi sääntelyn kohteelle (ja toisaalta ratkaisun tekijälle) useita arviointitehtäviä ratkaistaessa kulloinkin oikeaa tilanneno-peutta.<sup>35</sup>

Kotimaisessa sääntelyssä periaatepohjaisiksi normeiksi voidaan katsoa esi-merkiksi tieliikennelain 3 §, jonka mukaisesti tienkäyttäjän on noudatettava liikennesääntöjä sekä *muutenkin olosuhteiden edellyttämää huolellisuutta ja varovaisuutta vaaran ja vahingon välttämiseksi* sekä tieliikennelain 23 §, jon-ka mukaisesti ajoneuvon nopeus on sovitettava *sellaiseksi kuin liikenneturval-lisuus edellyttää* huomioon ottaen muun ohella tien kunto, sää, keli, näkyvyys, ajoneuvon kuormitus ja kuorman laatu sekä liikenneolosuhteet.

On perusteltua katsoa, että oikeussäännöt syntyvät tiettyjen oikeusperiaatteiden sisällöstä siten, että oikeussäännöt konkretisoivat yleisempää oikeusperiaatetta, ja toisaalta oikeusperiaatteet syntyvät tiettyjen (useampien) oikeussääntöjen sisällöstä siten, että oikeusperiaatteet heijastavat konkreettisempien oikeussääntö-jen taustalla olevia yleisempiä arvoja. Oikeusperiaatteet saavat ainesosia oikeus-säännöistä ja oikeussäännöt saavat ainesosia oikeusperiaatteista siten, että nämä muodostavat yhdessä kyllästeisen kuvan voimassa olevasta oikeudesta, johon kytkeytyvät myös sääntelyn tavoitteet. Oikeussääntöjen ja oikeusperiaatteiden välinen suhde voidaan siksi nähdä kaksisuuntaisena. Kaksisuuntaisuus johtaa siihen, että oikeusperiaatteidenkin sisältöön vaikuttavat yhteiskunnalliset arvos-

<sup>33</sup> Pöyhönen 1988a, s. 21; Kaisto 2005a, s. 75. Kritiikkiä oikeussääntöjen ja oikeusperiaatteiden erottelusta on esittänyt muun muassa Aarnio. Ks. esimerkiksi Aarnio 1989b, s. 112–122.

<sup>34</sup> Aarnio 2011, s. 82.

<sup>35</sup> Ford 2010, s. 7–8.



tus- ja valtasuhteet, mutta näiden suhteiden muutokset eivät niin herkästi tai nopeasti aiheuta muutoksia oikeusperiaatteiden sisältöön. Tämä vahvistaa osaltaan sen, että oikeusperiaatteiden osalta kysymys on oikeuden pintatasoa syvempien tasojen ilmiöstä.

Oikeusperiaatteen määrittelemisen oikeudellisesti mahdollisimman täsmällisellä tai yksiselitteisellä tavalla ei ole välttämättä tarpeellista. Tarkka määrittelyminen voisi johtaa periaatteen ”normistumiseen” siten, että tarkkarajaisen määritelmän jälkeen periaatteen sovellettavuus ja tulkintavaikutus kaventuivat tarpeettomasti. Esimerkiksi arvopaperimarkkinalakiin on otettu sopimattoman menettelyn kieltävä periaate (yleissäännös). Tässä yhteydessä ”periaatteen” tai ”yleissäännön” kovin tarkkarajainen määrittelyminen voisi rajoittaa myös ”sopimattoman menettelyn” määritelmällistä sisältöä.<sup>36</sup> Tämä puolestaan voisi murtaa periaatteen tai yleissäännön tarkoituksen yleisenä normina, johon sen tulkinnalla kuitenkin pyritään. Oikeusperiaatteen on siksi syytä olla määritelmällisesti joustava, eikä sen oikeudellinen tunnistettavuus tai käyttötarkoitus heikkene tai vaarannu tarkan, yksimielisen tai yksiselitteisen määrittelyn puuttuessa. Periaatteisiin perustuva oikeudellinen ajattelu mahdollistaa irtautumisen määritelmien ja määritelmällisyyden aiheuttamista pattitilanteista, koska periaateajattelun perusteella oikeudellisia kysymyksiä voidaan luontevasti systematisoida ja jäsentää laajempialaisesti.

## 2.3 OIKEUSPERIAATTEIDEN SUHDE RATKAISUTOIMINTAAN

Oikeustieteellisessä keskustelussa oikeusperiaatteiden luonne, asema ja sisältö oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa ovat kiistanalaisia. Oikeusperiaatteet on nähty osin epämääräisinä käsitteinä, jotka vain suuntaviivoittavat oikeudellista harkintaa. Näkemys korostaa sääntökeskeistä tulkinta-asennetta. Teleologisesti suuntautuneen tulkinnan mukaan oikeusperiaatteet ovat sen sijaan oikeudellista ratkaisutoimintaa ohjaavia normeja, jotka on muotoiltu sääntöjä yleisemmin, ja siksi niitä voidaan myös soveltaa yksittäisiä normeja laajemmin.<sup>37</sup>

Näkemys soveltuu myös arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden ratkaisemiseen, koska arvopaperimarkkinoiden sääntely muodostuu usein avoimista normeista, ja niiden arvioiminen edellyttää välttämättä teleologista laintulkintaa. Tämä aiheuttaa kuitenkin haasteen oikeusperiaatteiden käyttämiselle esimerkik-

<sup>36</sup> *Frände* käyttää oikeusperiaatteista myös ilmaisua ”peukalosääntö” arvioidessaan laillisuusperiaatteen aläsääntöjen sitovuutta rikosoikeusjärjestelmässä. Ks. yleisesti *Frände* 1989.

<sup>37</sup> *K. Tolonen* 2000, s. 63.

si sisäpiirintiedon väärinkäyttönormiston rikosoikeudellisessa tulkinnassa laillisuusperiaatteen näkökulmasta. Oikeussäännöillä on oikeuslähdeopillisesti voimakkaampi asema ratkaisuvälineenä, ja siksi oikeusperiaatteiden sovellettavuus yksittäistapauksessa heikentyy. Rikosoikeudellinen vastuu voi perustua vain kirjoitettuun lakiin ja sen rikkomiseen. Toisaalta mikään ei estä vastaajaa esittämästä argumentaationsa tueksi laajastikin oikeusperiaatteisiin nojautuvia väitteitä, jotka tulevat tällöin ratkaisutoiminnassa arvioitaviksi.

Oikeussääntöjen oikeudellinen ratkaisuarvo perustuu sääntöjen muodolliseen syntytapaan eli siihen, että ne on säädetty perustuslain tarkoittamalla tavalla lainsäädännön osaksi tai että ne ovat tulleet oikeusjärjestyksen osaksi jonkin tuomioistuimen tai muun lakia soveltavan viranomaisen yksittäisratkaisun myötä. Oikeussäännöillä on välitön institutionaalinen tuki Suomen oikeusjärjestyksessä.<sup>38</sup>

Angloamerikkalaisessa *common law* -oikeusjärjestelmässä oikeusperiaatteilla on perinteisesti ollut suuri merkitys oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa, mutta myös Suomessa on ryhdytty ratkaisutoiminnassa tukeutumaan oikeusperiaatteisiin. Oikeusperiaatteiden merkitystä korostava kehitys on yhteydessä perus- ja ihmisoikeuksien sekä tuomioistuinten ratkaisujen merkityksen kasvuun Suomessa.<sup>39</sup> Perusoikeuksien asemaa korostava murros on liitettävissä juuri oikeusperiaateargumentaation lisääntymiseen tuomioistuimissa. Yhteiskunnan perusarvojen ilmentymänä perusoikeuksien tulee vaikuttaa koko oikeusjärjestykseen ja sen soveltamiseen. Näin ollen perusoikeuksien vaikutusalueetta ei tule perinteiseen tapaan rajoittaa enää vain julkisen vallan ja yksilöiden välisiin vertikaalisiin suhteisiin, vaan niille tulee antaa merkitystä myös yksilöiden välisissä horisontaalisissa suhteissa. Perusoikeudet voivat toimia oikeusperiaateluonteisina normeina myös yksityisoikeudellisissa suhteissa ja tarjota esimerkiksi argumentaatioaineistoa yksityisoikeudellisen lainsäädännön tulkintaan. Oikeusperiaateargumentaatiolla tuomioistuimet kasvattavat itsenäisyyttään lainsäätäjistä. Oikeusperiaateargumentit asettavat pidäkkeitä lainsäätäjän toimintaa pitkälti määräävälle instrumentalistiselle suhtautumiselle oikeuteen ja toteuttavat näin oikeuden itse rajoitusta.<sup>40</sup> Kehityssuuntaus (perus- ja ihmisoikeuksien korostunut huomioiminen) ei ole kuitenkaan toistaiseksi ollut erityisesti nähtävillä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevissa tuomioistuinratkaisuisissa.

<sup>38</sup> Välitön institutionaalinen tuki oikeuttaa oikeuspositivismiin ratkaisutoiminnassa hyväksyttäväksi lähtökohdaksi. *Kaisto* on tältä osin kuitenkin kyseenalaistanut, missä määrin eduskuntaa voidaan enää pitää Suomessa Euroopan unionin vaikutuksen vuoksi suvereenina. Ks. *Kaisto* 2005a, s. 346–347 (erityisesti alaviite 9).

<sup>39</sup> *Huovila* 2003, s. 28.

<sup>40</sup> *Tuori* 2000b, s. 1056; ks. myös HE 309/1993 vp, s. 29.

Oikeusperiaatteet noudattavat moniarvoista oikeudellista ratkaisu- ja sääntelylogiikkaa ja ne soveltuvat yksittäiseen tapaukseen tilannekohtaisesti. Tällöin oikeusperiaatteiden oikeudellinen ratkaisuarvo voi vaihdella tilanne- ja tapauskohtaisesti. Esimerkiksi kahden perusoikeuden ristiriitatilannetta tulee arvioida tilannekohtaisesti käsillä olevan oikeustapauksen määrittelemässä ainutkertaisessa soveltamiskontekstissa, eikä ratkaisua tule sellaisenaan yleistää yleiseksi oikeusohjeeksi tuleviin oikeudellisiin punnintatilanteisiin. Oikeusperiaatteet ovat toimiva keino tuoda joustavuutta, dynaamisuutta ja arvoperustaista harkintaa lainkäyttäjän oikeudelliseen ratkaisuun.<sup>41</sup>

Oikeusperiaatteiden oikeudellinen ratkaisuarvo perustuu vakiintuneisiin ja oikeudellisesti merkityksellisiin yhteisöllisiin käytäntöihin. Oikeusperiaatteet edellyttävät soveltajaltaan arvosidonnaista punnintaa, ja niiden kuuluminen oikeusjärjestykseen edellyttää kahden kriteerin samanaikaista täyttymistä. Oikeusperiaatteiden tulee ensinnäkin nauttia mahdollisesti oikeussääntöjä heikompa, mutta oikeudellisesti arvioituna kuitenkin riittävää institutionaalista tukea, ja toiseksi, oikeusperiaatteiden tulee olla yhteisöllisesti hyväksytyjä. Oikeusperiaatteet eivät ole tyhjentävästi palautettavissa lainsäätäjän asettamiin yksittäisiin oikeudellisiin säädöksiin tai tuomioistuimien yksittäisiin ratkaisuihin. Oikeusperiaatteet ilmentävät sen sijaan lainsäädännön taustalla vaikuttavaa lainsäädäntöideologiaa, toteutuneen oikeuskäytännön taustalla vaikuttavaa kollektiivista tuomarideologiaa sekä yhteisöllisten oikeuslähteiden taustalla vaikuttavaa yhteisöllistä oikeus- ja oikeudenmukaisuuskäsitystä. Kysymys on näin ollen oikeuden ja yhteiskunnan institutionaalista ja yhteisöllisestä arvoperustasta eli niistä yhteiskunnallisista arvoista ja tavoitteista, joille lainsäädäntö ja oikeuskäytäntö antavat oikeussuojaa ja jotka koetaan oikeudenmukaisiksi.<sup>42</sup>

Eräs oikeusperiaatteiden merkitystä korostavan teorian heikkous liittyy yhdysvaltalaiseen oikeuskulttuuriin, jossa tuomioistuinratkaisujen merkitys voimassa olevan oikeuden tulkitsijana ja oikeuden luoja poikkeaa eurooppalaisesta säädännäisen oikeuden kulttuurista. Toisaalta Euroopan unionin sääntelytapa sekä esimerkiksi Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisut ovat lähentäneet eurooppalaista oikeuskulttuuria yhdysvaltalaiseen oikeuskulttuuriin nähden.<sup>43</sup> Tätä kehitystä voidaan kutsua *säädännäisen oikeuden liudentumiseksi*. Liudentumisen seurauksena oikeusperiaatteiden asema ja merkitys myös eurooppalaisessa ja suomalaisessa lainkäytössä (sanan laajassa merkityksessä) ovat kasvaneet.<sup>44</sup> Vastaavasti perus- ja ihmisoikeudet on alettu ottaa entistä vakavammin

<sup>41</sup> *Siltala* 2010a, s. 83–84.

<sup>42</sup> *Siltala* 2010a, s. 85–86.

<sup>43</sup> Samansuuntaisesti ks. *Raitio* 2004, s. 21. Euroopan unionin oikeudessa *common law*- ja *civil law*-maiden oikeuskulttuurilliset piirteet sulautuvat toisiinsa.

<sup>44</sup> Samansuuntaisesti ks. *Huovila* 2003, s. 28.

osana lainkäyttöä. Samalla perus- ja ihmisoikeuksien taustalla vaikuttavat oikeusperiaatteet ja oikeuden syvärakenteen yleisempää oikeudenmukaisuutta ja yhteisöllistä arvoperustaa heijastavat periaatteet ovat tulleet näkyvämmiin oikeuskulttuurin, tai ainakin oikeuskulttuurin avoimen keskustelun, osaksi.

## 2.4 OIKEUSPERIAATTEIDEN SUHDE OIKEUSLÄHDEOPPIIN

Oikeuslähdeopissa selvitetään niitä lähteitä, joista lainsoveltajat saavat lainmukaisen perustan ratkaisuilleen. Oikeuslähteiden välityksellä lainkäyttäjät ja lainkäytön kohteet tunnistavat sen, mikä on oikeutta. Oikeuslähteitä hyödyntämällä tai ainakin kantansa niiden avulla perustelemalla pitäisi olla mahdollista vastata kysymykseen, mikä on voimassa olevan oikeuden mukainen kanta johonkin tulkintaongelmaan.<sup>45</sup> *Oikeuslähde* on yleisnimitys kaikille niille oikeussäännöille, oikeusperiaatteille, prejudikaateille, säädösten esitöille ja muulle normatiivista merkitystä omaavalle tiedolle, jota käytetään ratkaisutilanteessa sen osoittamiseksi, mikä on voimassa olevan oikeuden sisältö ratkaistavana olevassa asiassa.<sup>46</sup>

Lainsoveltajan asema poikkeaa lainopin harjoittajan asemasta. Lainopin harjoittaja voi tuoda avoimesti esille, ettei hän ole varma oikeusjärjestyksen sisällöstä. Tällöin oikeustilaa voidaan kutsua epäselväksi, mikä viittaa tiedolliseen epävarmuuteen. Lainsoveltajalla on puolestaan ratkaisupakko, mitä oikeustieteilijällä ei ole.<sup>47</sup> Myös lainopin harjoittajan on kuitenkin lähtökohtaisesti pitäydettävä lainsoveltajan kanssa yhteisessä oikeuslähdeopissa, vaikka lainopin harjoittaja voikin lainkäyttäjää estottomammin koetella oikeuslähdeopin rajoja.

Oikeuslähdeoppi on argumentaation kulmakivi ja se muodostaa rajan oikeudellisen sekä ei-oikeudellisen argumentaation välille. Kysymys on tällöin siitä, mille perusteille rakennetaan ja millä tavalla perustellaan kannanotto oikeuskysymykseen *de lege lata*. Oikeuslähdeoppi on keino erottaa oikeudellinen aines ei-oikeudellisesta aineksesta.<sup>48</sup> Toisaalta on myös perusteltua tehdä ero oikeuslähteiden ja argumentaatiolähteiden välillä. Tällöin oikeuslähteiksi hyväksytään perinteisesti ne lähteet, joiden perusteella on pääteltävissä velvoittava (oikeussäännön

<sup>45</sup> Myrsky 2010b, s. 50. Oikeuslähdeoppia koskevasta yleisestä kotimaisesta keskustelusta laajemmin ks. esimerkiksi Myrskyn viittaamat Makkonen 1981, Aarnio 1989a, H. Tolonen 2003, Siltala 2004 sekä Syrjänen 2008.

<sup>46</sup> Laakso 1990, s. 63.

<sup>47</sup> Kaisto 2005a, s. 347–348; Makkonen 1981, s. 37–38.

<sup>48</sup> Aarnio 2006, s. 283.

tai oikeusperiaatteen sisältävä) yleinen oikeusnormi. Tällainen yleinen oikeusnormi on laki, joka voi syntyä lainsäädäntöprosessin lopputuloksena, muodostuvana maan tapana tai oikeuskäytännössä vakiintuneena tulkintana tai prejudikaattinormina. Oikeuslähteitä ovat tämän näkemyksen mukaan vain virallislähteet. Oikeuden käyttösäännöt ja tulkintaperiaatteet ovat puolestaan argumentaatiolähteitä.<sup>49</sup>

Suomessa oikeuslähdeopissa perinteiseksi muodostuneen *aarniolaisen* käsityksen mukaan oikeuslähteet jaetaan kolmeen ryhmään riippuen niiden velvoittavuudesta. Oikeuslähteet ovat tällöin vahvasti ja heikosti velvoittavia sekä sallittuja oikeuslähteitä. Vahvasti velvoittavilla oikeuslähteillä tarkoitetaan lakia ja tapaoikeutta. Heikosti velvoittaviin oikeuslähteisiin kuuluvat lain esityöt ja oikeuskäytäntö. Sallittuihin oikeuslähteisiin luetaan yleiset oikeusperiaatteet, oikeuskirjallisuus sekä reaaliset argumentit. Kuten ryhmittelyn nimikkeistä käy ilmi, oikeudellinen ratkaisu tulee perinteisen käsityksen mukaan ensi kädessä perustaa lakiin tai lain puuttuessa tapaoikeuteen. Ellei laki anna vastausta oikeudelliseen tulkintakysymykseen eikä tapaoikeutta ole käytettävissä, haetaan vastausta heikosti velvoittavista oikeuslähteistä. Perinteisen oikeuslähdeopin mukaan sallittuihin oikeuslähteisiin, kuten esimerkiksi oikeusperiaatteisiin, voidaan tukeutua vasta viime kädessä.<sup>50</sup>

Perinteiseen *aarniolaiseen* oikeuslähdeoppiin on suhtauduttu jo aikaisemmin kriittisesti huomauttamalla, että se on muotoiltu ennen kuin Suomi liittyi Euroopan unioniin ja Euroopan ihmisoikeussopimukseen eikä se ota lainkaan kantaa Euroopan unionin oikeudellisen normiston oikeudelliseen ratkaisuarvoon. Esitetyn kritiikin mukaisesti nykyaikaisessa oikeuslähdeopissa tulisi huomioda, että myös Euroopan unionin tuomioistuimen ja Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisusta ilmenevät oikeusohjeet vaikuttavat Suomessa lainsoveltajan oikeudelliseen ratkaisuharkintaan.<sup>51</sup> Lisäksi normihierarkiaan tulee tavallisten lakien yläpuolelle asettaa perustuslaki ja erityisesti perusoikeudet.<sup>52</sup> *Aarnio* on esittänyt myöhemmin jatkonäkemyksen perinteiseksi mielletystä oikeuslähdeopistaan. Jatkonäkemyksessä oikeuslähdeluettelo on pysynyt samana poisluokien vahvasti velvoittavat oikeuslähteet, jotka on jaettu kansallisen oikeuden ulkopuoliseen normistoon ja kansallisen oikeuden normistoon. Kansallisen oikeuden ulkopuoliseen normistoon on sisällytetty uudistetussa oikeuslähdeluettelossa Euroopan unionin oikeuden sitovat osat, Euroopan ihmisoikeussopimuksen

<sup>49</sup> Nuotio 2005, s. 127–152.

<sup>50</sup> Oker-Blom 2009, s. 181.

<sup>51</sup> Siltala 2004, s. 21–22, 100–101, 377.

<sup>52</sup> Karhu 2003, s. 794.

normit, Euroopan unionin tuomioistuimen tietyt prejudikaatit ja Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen tietyt prejudikaatit.<sup>53</sup>

*Sitalan* perusteleva oikeuslähdeoppi muodostuu velvoittavista, ohjeellisista ja mahdollisista ratkaisuperusteista. Velvoittaviin oikeuslähteisiin kuuluvat tällöin (i) Euroopan unionin lainsäädäntö, (ii) Euroopan unionin tuomioistuimen ja ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisuksista ilmenevät yleiset oikeusohjeet, (iii) kansallinen lainsäädäntö, (iv) tavanomainen oikeus ja (v) sopimusperustainen oikeus. Ohjeellisiin oikeuslähteisiin kuuluvat (vi) lainvalmisteluaineisto, (vii) prejudikaatit, (viii) muut oikeudenkäyttöä yhtenäistävät viranomaispäätökset ja (ix) kohdassa (ii) mainitut tuomioistuinratkaisuksista ilmenevät yleiset oikeusohjeet, joiden merkitys suomalaisen tuomarin ratkaisuharkinnassa ei ole rinnastettavissa kansalliseen perustuslakiin tai kansalliseen lainsäädäntöön. Mahdollisiin oikeuslähteisiin kuuluvat (x) lainopillinen oikeuskirjallisuus, (xi) kohdassa (ii) mainitut tuomioistuinratkaisuksista ilmenevät yleiset oikeusohjeet, joilla ei ole välitöntä sovellettavuutta Suomen oikeudessa, (xii) oikeusvertailevat, -historialliset, -lingvistiset, -ekologiset ja muut vastaavat ratkaisuperusteet sekä lopuksi (xiii) reaaliset argumentit eli yhteiskunnallinen seuraamusharkinta.<sup>54</sup>

Oikeuslähteet voidaan vielä jakaa velvoittavuusulottuvuutensa perusteella auktoriteettilähteisiin ja asialähteisiin. Auktoriteettilähteet saavat valtuutuksensa antajansa yhteiskunnallisen auktoriteetin perusteella. Asialähteet saavat asemansa puolestaan argumenttiensa vakuuttavuuden ja käytännöllisyyden pohjalta.<sup>55</sup>

Oikeuslähteiden osalta kysymys on listauksesta, johon on pyritty sisällyttämään kaikki oikeudellisen ratkaisun perustana olevat lähteet. Näin ollen lain ja maan tavan ohella esimerkiksi esityöt ja oikeuskäytäntö saavat painoarvonsa ratkaisutoiminnassa sen mukaan, miten tuomarilla on velvollisuus noudattaa niitä.<sup>56</sup> Oikeusnormien kokonaisuutta ei kuitenkaan voida nähdä staattisena rakentumana tai kerrostumana, koska oikeudelle on tyypillistä jatkuva muutos. Muutos tapahtuu osin tietoisten ja tarkoitukseen pyrkivien toimintojen, osin jopapäiväisten rutiinien välittämänä. Oikeus ei synny pelkästään yksiselitteisen tietoisien toiminnan tuotteena, vaan oikeudessa on ilmiöitä, jotka ovat oikeudellisia mutta eivät suoranaisesti tietoisien toiminnan tuotteita. Tällaisia ovat tapaoikeus, oikeusperiaatteet ja reaalin harkinta. Niille ei kuitenkaan voida osoittaa tiettyä normiauktoriteettia, joka olisi ne säätänyt tai yksiselitteisesti luonut.<sup>57</sup>

<sup>53</sup> *Aarnio* 2006, s. 292; *Syrjänen* 2008, s. 186.

<sup>54</sup> *Oker-Blom* 2009, s. 182–183.

<sup>55</sup> *Karhu* 2005b, s. 29.

<sup>56</sup> *Muukkonen* 2007, s. 4.

<sup>57</sup> *Kunnas* 2007, s. 764; *H. Tolonen* 2003, s. 169. Oikeuslähteiden *toisiinsa vaikuttavuudesta* ks. esimerkiksi *Myrsky* 2010a, s. 413.

Lailla on lähtökohtaisesti korkea sääntöformalismin aste, koska sen voimassaolo ja tulkinnallisen merkityssisällön määrittäminen ovat irtautuneet sen alkupe-  
räisistä syntyperusteista ja oikeuttamisperusteista eli lainsäädännön taustalla vai-  
kuttaneista yhteiskunnallisista arvo- tai tavoitelähtökohdista. Oikeusperiaatteet  
kuuluvat sääntöformaalisti heikkoihin oikeuslähteisiin. Oikeusperiaatteet ovat  
kietoutuneet yhteen niiden ilmentämien yhteiskunnallisten arvo- tai tavoitepe-  
rusteluiden kanssa. Oikeusperiaatteiden ja muiden vastaavien ratkaisustandar-  
dien soveltaminen yksittäiseen oikeustapaukseen edellyttää niiden taustalla vai-  
kuttavien yhteiskunnallisten arvojen ja tavoitteiden punnintaa sekä tilannesidon-  
naista tasapainottamista suhteessa muiden asiaan vaikuttavien oikeusperiaattei-  
den ja ratkaisustandardien vastaaviin yhteiskunnallisiin taustaperusteisiin.<sup>58</sup> Tä-  
män *Siltalan* oikeuslähteopin mukainen oikeusperiaatteiden asemoiminen joh-  
taa siihen, että lailla on suurempi painoarvo ratkaisutilanteessa kuin oikeusperi-  
aatteella.<sup>59</sup>

Oikeusperiaatteilla on säädännäisen oikeuden järjestelmässä erilainen asema  
kuin *common law* -järjestelmässä. Periaatteet on toisaalta manifestoitu eri vah-  
vuisesti säädännäisessä oikeudessa (kuten perus- ja ihmisoikeudet) tai sitten ne  
ovat saaneet ilmauksensa ennakkoratkaisuissa. Kysymys voi tällöin olla siitä,  
että oikeusperiaate on lausuttu julki ratkaisussa tai se voidaan tunnistaa julkilau-  
sumattomana ratkaisun perusteluista. Joka tapauksessa säädännäisen oikeuden  
järjestelmä edellyttää aina, että oikeusperiaate on saanut institutionaalisen tuken-  
sa joko lainsäädännössä tai tuomioistuimessa (tai muussa viranomaisessa). Kos-  
ka säädännäisen oikeusjärjestelmän maissa, kuten Suomessa, tuomioistuin ei ole  
vahvasti oikeutta luova instanssi, oikeusperiaatteen institutionaaliseksi tueksi ei  
riitä ainoastaan yhteisöllinen hyväksyntä, joka voi kuitenkin olla riittävä edelly-  
tys sille, että oikeusperiaate omaksutaan käytettäväksi lainkäytössä. Tämä erot-  
taa pääasiassa *Aarnion* edustaman sitovuusajattelun sekä *Hartin* että *Dworkinin*  
malleista, joissa yhteisöllisen hyväksynnän ajatuksella on säädännäisen oikeu-  
den järjestelmään verrattuna merkittävämpi asema.<sup>60</sup>

<sup>58</sup> *Siltala* 2003, s. 204, 208. Yleisten oppien teoriaan kuuluu kysymys siitä, *muuttuvatko oikeuspe-  
riaatteet säätämisen yhteydessä*. Joillakin aloilla oikeudellistumis- ja positivoitumiskehitys on yl-  
tänyt yleisiin oppeihin ja oikeudenalan tavoitteita ja oikeusperiaatteita on kirjoitettu säännöksiksi.  
Esimerkiksi rikosoikeusudistuksen esitöissä katsottiin, että yleisten oppien kodifointitarve perus-  
tuu laillisuusperiaatteen ja oikeusturvan vaatimuksiin. Ks. HE 44/2002 vp, s. 1, 8. Oikeusperiaate  
ei kuitenkaan olennaisesti muuta luonnettaan lakikirjauksella. Ks. esimerkiksi *Linna* 2009, s. 10.

<sup>59</sup> *Syrjänen* 2009, s. 229. *Tuori* ei kriittisessä oikeuspositivismissaan näytä lainkaan antavan oi-  
keusperiaatteille tai reaalisisille argumenteille itsenäistä asemaa oikeuslähteiden joukossa. Ks. *Oker-  
Blom* 2009, s. 181; *Tuori* 2000a, s. 174–178.

<sup>60</sup> *Aarnio* 2006, s. 133. On myös huomattava, että oikeusperiaate voi olla velvoittavasti voimassa  
ilman, että sitä on nimenomaisesti kirjoitettu näkyviin säädöksessä.

*Rossin* mukaan oikeusnormit on kohdistettu tuomioistuinten toimintaan kansalaisten asemasta. Oikeusnormien pätevyyden kannalta merkityksellistä on tuomioistuimien toiminta eikä kansalaisten käyttäytyminen. Kansalaisten käyttäytymisellä on ainoastaan se merkitys, että oikeusjärjestelmää ei voi olla olemassa tai se ei voi säilyä, mikäli kansalaiset eivät kunnioita lakia. Oikeusnormin pätevyyden ratkaisee lopulta tuomioistuimen lainkäyttö ja pätevä oikeus määritellään normatiiviseksi ideologiaksi, joka tosiasiallisesti vallitsee tai jonka voidaan ajatella vallitsevan tuomarien mielessä, koska he kokevat sen sosiaalisesti sitovaksi ja tämän vuoksi sitä noudatetaan tehokkaasti. Pätevyyden käsite lepää tuomarien sielunelämää koskevissa hypoteeseissa.<sup>61</sup> *Ross* käsittelee oikeusjärjestystä oikeuskäytännön suunnasta siten, että vasta *oikeuskäytännössä tehdyt konkreettiset ratkaisut ovat siten todellisia, että oikeuslähdeoppi voidaan rakentaa niiden varaan.*<sup>62</sup>

Periaateargumentointi avaa yhteyden oikeuden ja moraalien välille.<sup>63</sup> Periaateargumentointi myös mahdollistaa oikeuden muuttumisen säädöksiä muuttamatta haluttuun suuntaan. Oikeusperiaatteiden hyväksyntä tapahtuu tuomioistuimessa ja lainkäytössä sekä oikeustieteessä ilman demokraattista lainsäädäntöä ja kontrollia, mikä puolestaan rajoittaa niiden käyttöä tilanteessa, jossa säädännäinen laki on selkeässä ristiriidassa oikeusperiaatteen kanssa. Oikeusperiaate voi kuitenkin näissäkin tapauksissa toimia muutoksen keinona, jos säädetty laki koetaan esimerkiksi vanhentuneeksi tai sellaiseksi, että siitä on syytä luopua. Oikeusperiaatteet voidaan myös rinnastaa tavanomaiseen oikeuteen.<sup>64</sup>

Oikeusperiaatteita voidaan täsmentää intresseillä, joita voidaan kuvata oikeusjärjestyksen suojaamina kohteina, joilla voi olla päällekkäinen tai ristiriitainen kosketuspinta keskenään, mikä johtaa niiden punnitsemiseen vastakkain. Oikeusperiaatteiden muuntaminen intresseiksi on oikeuden tarkoituksiperän mukaantumista harkintaan. Tätä mallia on puoltanut muun muassa *Klami* funktionaaliosessa mallissaan, jossa hän piti oikeutta ja inhimillisen yhteiskunnan toimintaa oikeusnormien, muiden sosiaalisten normien ja tavoitteellisten teknisten

<sup>61</sup> *Kunnas* 2007, s. 757; *Ross* 1953, s. 45–46, 69–72, 47, 50.

<sup>62</sup> *Ross* 1929, s. 309; *Wikström* 2005, s. 281. Tekstissä esitetty ei kuvaa *Rossin* kokonaisteoriaa kattavasti. Tässä tutkimuksessa ei ole mahdollisuutta esitellä teoriaa tarkemmin kuin tuomalla esille yksi sen keskeisideoista.

<sup>63</sup> Suomalaisessa oikeusajattelussa lain tai tuomioistuinratkaisun haastaminen moraaliosilla perusteilla ei ole poikkeuksellista. Yhdysvalloissa *common law* -järjestelmässä moraalisten näkökohtien huomioimisella lainkäytössä on suuri merkitys ja siellä myös moraalien alueelle kuuluvat asiat ovat oikeudellistuneet siten, että ne ovat korkeimman oikeuden ratkaisuvallan sisällä. Tämä sama ajatusmalli on leviämässä myös säädännäisen oikeuden maihin Euroopan unionin lainsäädännön kautta, joka dynaamisena oikeuslähteenä rinnastuu *common law* -oikeuden hyödyntämään prejuddikaatti-ideologiaan ja *Dworkinin* keskeisimpään ajatukseen institutionaalista tukea ja yksilöllistä hyväksyntää nauttivien oikeusperiaatteiden tilannesidonmaisesta punninnasta ja keskinäisestä tasapainottamisesta. Ks. *Kunnas* 2008, s. 964.

<sup>64</sup> *Kunnas* 2008, s. 965–966; *Siltala* 2003, s. 377–383.



normien vuoro- ja yhteisvaikutuksena.<sup>65</sup> Toisaalta myös yhteisöllisesti hyväksytyt intressit voidaan muuntaa oikeusperiaateiksi tai ottaa oikeusperiaatteiden osaksi, jolloin oikeusperiaatteita argumentaatiolähteenä käytettäessä myös niiden taustalla vaikuttavat intressit saavat merkitystä.

Oikeuskäytäntö suuntautuu menneeseen tapahtumaan. Oikeuskäytännössä joudutaan aina yhdenvertaisuuden vuoksi tarkastelemaan menneisiin ratkaisuihin perustuvan ratkaisulinjan johdonmukaisuutta. Tältä osin paradoksaalisesti toiminnan arviointi kohdistuu tulevaan ja siihen, tuleeko tuomioistuin säilyttämään entisen linjan vai muuttamaan sitä. Tämä vastaa myös *Rossin* käsitystä tuomarin ideologian suuntautumisesta tulevaan. Mikäli linjaa ei ole vielä luotu, on tuomarin se itse luotava. Tällöin lain esityöt oikeuden tulkintamateriaalina korvautuvat ylempien oikeusasteiden ennakkotapauksilla. *Tämä merkitsee myös sitä, että ratkaisulinjan yhtenäisyys ja staattisuus nousevat oikeuslähteitä tärkeämmiksi toimintaperusteiksi.* Näin on tilanne erityisesti silloin, mikäli tuomari katsoo olevansa velvoitettu itse rajoittamaan omaa liikkumisvapauttaan. Tämän velvollisuuden olemassaolo on ilmaisematonta siihen asti, kunnes ratkaisu annetaan.<sup>66</sup>

Tulkinta siitä, että oikeustilassa koetaan olevan puute, muodostuu ratkaisijan omasta arvopohjaisesta tulkinnasta mutta ei sen sijaan normijärjestelmästä itsestään. Ongelmallinen tapaus edellyttää arvopohjaisen tulkinnan tai näkemyksen siitä, että voimassa oleva laki ei riitä ratkaisemaan asiaa halutulla (oikealla) tavalla tai että voimassa olevan lain soveltaminen ei vastaa voimassa olevaa moraalikäsitystä. Tällöin ratkaisija joutuu ratkaisemaan kysymyksen siitä, miten tällainen väistämättä epätydyttävä lopputulos voidaan välttää. Käytännössä ratkaisija voi tulkita tosiasioita siten, että lopputulos tulee vastaamaan hänen näkemystään asiassa. Tämä tehdään tavallisesti näytön arvioinnilla tai todistustaakan jakamisella siten, että toivottu lopputulos saavutetaan. Mikäli tämä johtaa selvään epätasapainoon tosiseikkojen ja normin soveltamisen välillä, voidaan oikeusjärjestystä pitää ratkaistavan tapauksen osalta epätydyttävänä tai aukollisena. Tällöin ratkaisu on tehtävä vetoamalla oikeusperiaatteisiin tai luomalla aukkotilanteeseen sopiva ratkaisu joko analogialla tai *contra*-argumentoinnilla.<sup>67</sup>

Kun tuomioistuin ratkaisee ongelmallisen tapauksen, se käyttää samalla puheenvuoron voimassa olevaa oikeusjärjestystä ja sen kehittämistä koskevassa keskustelussa. Tällöin periaateargumentointia sekä perustelujen laatua ja avoimuutta on erityisesti korostettava.<sup>68</sup> Puheenvuoron huomioiduksi tuleminen edel-

<sup>65</sup> Kunnas 2008, s. 966; Klami 1983, s. 33.

<sup>66</sup> Kunnas 2007, s. 765.

<sup>67</sup> Kunnas 2008, s. 970.

<sup>68</sup> Ks. myös Kunnas 2008, s. 970; Virolainen – Martikainen 2003, s. 26.

lyttää, että periaateargumentointia sekä siihen liittyviä *pro e contra* -perusteluja todella käytetään. Oikeusperiaatteiden epäsystemaattinen asema oikeuslähteiden joukossa aiheuttaa kuitenkin oikeusperiaatteiden avoimelle käyttämiselle oikeutta muutettaessa tai kehitettäessä käytännössä ongelmia. Kiperiä oikeuskysymyksiä ratkaistaessa oikeusperiaatteiden merkitys konkreettisesti käytettävänä oikeuslähteenä on kuitenkin merkittävä, ja oikeusperiaatteiden oikeuslähdeopillinen merkitys on tällöin tunnistettava.

Oikeusnormien jakaminen oikeussääntöihin ja oikeusperiaatteisiin sekä sen tunnistaminen, että oikeusperiaatteiden käyttäminen edellyttää niiden tausta-arvojen ja tavoitteiden tilannekohtaista punnintaa ja samalla oikeusperiaatteiden tilannekohtaista tasapainottamista, on avannut voimistuvalle perus- ja ihmisoikeusargumentaatiolle väylän 1990-luvulta alkaen.<sup>69</sup> Oikeusperiaatteiden ja niiden käyttömahdollisuuksien tunnistaminen toimii laaja-alaisen perus- ja ihmisoikeussääntelyn täysimääräisen hyödyntämisen mahdollistajana myös arvopaperimarkkinaoikeudellisissa kiperissä tulkintatilanteissa.

---

<sup>69</sup> Lahti 2013, s. 63.



---

## 3 Arvopaperimarkkinoiden periaatesääntely

### 3.1 PERIAATESÄÄNTELYN SYYT

Arvopaperimarkkinoiden sääntely, ja esimerkiksi sisäpiirinsääntely sen osana, perustuu osin periaatesääntelyyn. Arvopaperimarkkinoiden sääntely on haluttu tietoisesti jättää monilta osin periaatteiden tasolle, koska dynaamisten arvopaperimarkkinoiden ilmiöiden sääntely staattisella, yksityiskohtaisella ja tarkalla normistolla ei johtaisi välttämättä toivottuun lopputulokseen. Toisaalta arvopaperimarkkinoiden sääntely on nykyisin muuttumassa entistä tarkemmaksi ja yksityiskohtaisemmaksi periaatesääntelyn merkityksen ja käytettävyyden vähentyessä.

Arvopaperimarkkinoiden dynaamisuus johtuu muun muassa markkinoiden, markkinamekanismien ja erilaisten markkinoiden toimintatapojen muutosherkyydestä ja nopeasta kehityksestä. Siksi on perusteltua, että myös arvopaperimarkkinoiden sääntelytavat ovat dynaamisia. Dynaaminen sääntelytapa pystyy vastaamaan paremmin dynaamisen toimintaympäristön haasteisiin. Toisaalta rikosoikeudellista sääntelyä, esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa rangaistusnormia, on pidettävä rikoslain peruseriaatteiden mukaisesti lähtökohteisesti *staattisena*. Dynaaminen aineellisoikeudellinen sääntely saattaa tällöin konfliktoitua staattisen rikosoikeudellisen sääntelyn kanssa. Tällöin perus- ja ihmisoikeuksien asianmukainen huomioiminen ratkaisutoiminnassa korostuu, koska se takaa markkinaosapuolten perusteltujen oikeusturvaodotusten oikeudenmukaisen ja tasapuolisen huomioimisen dynaamisessa toimintaympäristössä. Oikeudenmukainen ja tasapuolinen perusteltujen oikeusturvaodotusten huomioiminen on keskeistä erityisesti nykypäivän dynaamisessa liiketoiminnan ja yritysmaailman toimintaympäristössä. Myös liikkeeseenlaskijoiden ja niiden puolesta toimivien henkilöiden suunnitelmat voivat muuttua hyvin nopeasti, ja jälkikäteisarvostelussa useat asiat voivat näyttäytyä arvioitsijalle tapahtumahetkestä täysin poikkeavalla tavalla. Tällöin esimerkiksi tieto, jota ei olisi tapahtuma-aikana pidetty lainkaan täsmällisenä tai olennaisena, saattaa jälkikäteisarvostelussa vaikuttaa hyvinkin merkittävältä sisäpiirintiedolta.<sup>70</sup> Arvioinnin tulee kuitenkin tällöinkin keskittyä nimenomaisesti tapahtuma-ajan toimintaympäris-

---

<sup>70</sup> Samansuuntaisesti ks. *Sillanpää* 2006, s. 687.

töön ja olosuhteisiin, eikä tapahtuma-ajankohdan jälkeen tapahtuneille seikoille tule antaa arvioinnissa ratkaisevaa merkitystä.

Periaatteisiin tukeutuvan sääntelystrategian taustalla on katsottu olevan *sääntelyutopia*, jonka tunnuspiirteitä ovat muun muassa (i) se, että sääntely kohtaa hyvin sääntelyn kohteet, (ii) se, että sääntely toteutuu yhdenmukaisesti, (iii) se, että sääntelyn kohteille tarjotaan joustavuutta, (iv) se, että sääntely on tulokselista ilman merkittäviä kustannuksia ja (v) se, että sääntelyviranomaiset ymmärtävät toimialan ongelmia ja kohdentavat toimensa asioihin, joihin liittyvistä periaatteista ja tavoiteista vallitsee yhteisymmärrys.<sup>71</sup> Sääntelyutopiassa on havaittavissa vastaavia elementtejä itsesääntelyn perustavoitteiden kanssa, joita käsitellään tässä tutkimuksessa jäljempänä.

Arvopaperimarkkinoiden sääntely perustuu siis Suomessa kansainvälisesti omaksutun sääntelymallin mukaisesti (osin) periaatesääntelyyn. Periaatesääntelyn toteuttaminen ei ole kuitenkaan kansainvälisesti täysin yhtenevää.

*Ruotsin* arvopaperimarkkinalain säätämistä koskeneessa komiteanmietinnössä käsiteltiin perusteellisesti arvopaperimarkkinalain sääntelyn yleisiä tavoitteita ja periaatteita, mutta niistä ei ole kuitenkaan säädetty arvopaperimarkkinalaissa.<sup>72</sup> Mietinnössä todettiin muun muassa, että sääntelyn tavoitteet ovat joiltakin osin väistämättä vastakkaisia (kuten sijoittajansuoja ja kustannusten alentaminen tai tehokkuus).<sup>73</sup> *Ruotsin* arvopaperimarkkinalaissa ei ole varsinaisia yleissäännöksiä eikä yleisiä periaatteita, mutta laissa on eri toimijoita koskevia kohdennettuja yleissäännöksiä. *Ison-Britannian* rahoituspalveluja ja -markkinoita koskevassa laissa on säädetty lainsäädännön yleisistä tavoitteista, joita ovat markkinoiden luottamus, yleisöllä olevan tiedon ja sijoittajansuojan merkitys sekä talousrikollisuuden vähentäminen. Samat tavoitteet ovat myös *FSAn* toiminnan tavoitteita markkinoiden ja markkinaosapuolten valvonnassa.<sup>74</sup> *Tanskan* arvopaperikauppalaissa on säädetty velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperikauppatapaa.<sup>75</sup> *Saksan* arvopaperimarkkinoiden sääntely jakaantuu viiteen eri lakiin, joissa ei ole kattavia yleissäännöksiä, mutta joissa on kohdennettuja yleissäännöksiä. *Saksan* arvopaperikauppalaissa edellytetään muun muassa, että liikkeeseenlaskijan on kohdeltava arvopapereiden omistajia tasapuolisesti samankaltaisissa olosuhteissa.<sup>76</sup>

<sup>71</sup> *Black* 2010, s. 12.

<sup>72</sup> Lag om värdepappersmarknaden 2007:528.

<sup>73</sup> Ks. laajemmin SOU 2006:50, s. 133–169.

<sup>74</sup> Financial Services and Markets Act 2000.

<sup>75</sup> Lov om værdipapirhandel 2009.

<sup>76</sup> *Wertpapierhandelsgesetz* 1998. Kansainvälinen arvopaperimarkkinoiden valvojen järjestö IOSCO hyväksyi jo vuonna 2003 tavoiteasiakirjan arvopaperimarkkinasääntelyn tavoitteista ja periaatteista. Tavoiteasiakirjassa keskeisimmät arvopaperimarkkinoiden sääntelyn periaatteet ovat sijoittajien suojeleminen, markkinoiden tehokkuus, läpinäkyvyys ja toiminnan tasapuolisuus sekä markkinoiden rakenteellisten riskien hallinta. Nämä tavoitteet ovat sopusoinnussa Euroopan unionin direktiiveihin sisältyvien tavoitteiden kanssa. Monissa 2000-luvulla annetuissa keskeisissä

## 3.2 ARVOPAPERIMARKKINALAIN PERIAATESÄÄNTELY

Arvopaperimarkkinoiden periaatesääntely on toteutettu arvopaperimarkkinalaisa pääasiallisesti *yleissäännösten* avulla. Yleissäännöksellä tarkoitetaan säännöstä, joka on kirjoitettu yleiseen muotoon ja joka ilmentää jotain yleistä periaatetta vastakohtana konkreettiselle oikeussäännölle, joka sisältää nimenomaisen velvoitteen tai kiellon. Yleistä periaatetta ilmentävää säännöstä sovelletaan yksittäistapauksessa yhdessä muiden oikeussääntöjen kanssa sovittaen yleinen periaate yksittäistapaukseen. Periaatteen painoarvo ja konkreettinen sisältö kussakin tapauksessa riippuvat tosiseikoista ja muista tilanteeseen sovellettavista konkreettisista oikeussäännöistä.<sup>77</sup> Sisäpiirinsääntelyn osalta, ja esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymistä arvioitaessa, tulkinnassa on tärkeää tunnistaa *kaikki* asiaan vaikuttavat yleissäännöt (oikeusperiaatteet) sekä yksityiskohtaisemmat normit. Sisäpiirinsääntelyn tulkinta muodostuu sääntelykokonaisuudesta, jota on tulkitettava huomioon ottaen sääntelykokonaisuuden monipuolisuus. Tulkintatilanteessa ratkaisun sisältöön vaikuttavat normit ja periaatteet on tasapainotettava siten, että ratkaisussa päädytään lainmukaiseen ratkaisuun, joka ei ole konfliktissa keskeisten sääntelyn tavoitteiden tai niiden tausta-arvojen kanssa. Tällöin päädytään systemaattisesti oikeudenmukaisimpaan ratkaisuun.

Arvopaperimarkkinalain 1 luvussa on säädetty yleisistä säännöksistä, joita sovelletaan arvopaperimarkkinalain koko soveltamisalalla. Näitä periaatteiksi tulkittavissa olevia yleissäännöksiä ovat (i) *hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn kielto* sekä (ii) *kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja*. Lisäksi arvopaperimarkkinalaissa on säädetty, että (iii) *sijoittajien saatavilla on pidettävä tasapuolisesti riittävät tiedot niistä seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon*. Yleisten säännösten säätämisen tavoitteena oli arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan korjata joiltakin osin epäselvää oikeustilaa, korostaa periaatelähtöistä sääntelyä, lisätä lain ymmärrettävyyttä sekä ohjata lain tulkintaa.<sup>78</sup> Edellä kuvattu arvopaperimarkkinalaissa omaksuttu sääntelytapa korostaa periaatteiden merkitystä arvopaperimarkkinalain tulkinnassa.

---

Euroopan unionin direktiiveissä mainitaan niiden täytäntöönpano- tai soveltamistavoitteet. Esimerkiksi *Rahoitusvälineiden markkinat 2004* -direktiivin tavoitteita ovat korkeatasoinen sijoittajansuoja ja palvelujen tarjoamisen mahdollistaminen yli rajojen Euroopan unionin alueella, kun taas *Esitedirektiivi 2003:n* tavoitteita ovat markkinoiden tehokkuus ja sijoittajien suoja. Ks. kokoaivasti oikeusvertailevista näkökohdista HE 32/2012 vp, s. 35–36.

<sup>77</sup> HE 32/2012 vp, s. 73–74.

<sup>78</sup> HE 32/2012 vp, s. 73–74.

Yleisten periaatteiden kirjaaminen arvopaperimarkkinalakiin ja niiden aseman vahvistaminen tulkintatyövälineenä on vuorovaikutussuhteessa, ja toisinaan myös jännitteessä, laillisuusperiaatteen täsmällisyysvaatimuksen periaatteen kanssa. Toisaalta tulkittaessa arvopaperimarkkinalakia perusoikeusmyönteisesti voidaan arvopaperimarkkinalakiin kirjatut periaatteet nähdä myös perusoikeuksiin tukeutuvina standardeina.

Arvopaperimarkkinoiden periaatesääntelystrategian etuina on pidetty joustavuutta, rahoitusalan innovaatioiden edistämistä ja näiden perusteella myös kilpailukyvyyn vahvistumista. Kuitenkin erityisesti vuonna 2008 alkaneen kansainvälisen rahoituskriisin seurauksena arvopaperimarkkinoiden periaatesääntely on saanut osakseen myös kritiikkiä. Kritiikki on kohdistunut pääasiassa siihen, että periaatesääntelystrategia on sivuuttanut ennakoitavuuden sekä oikeusvarmuuden vaatimukset ja antanut mahdollisuuden puuttua liikkeeseenlaskijoiden toimintaan takautuvasti.<sup>79</sup>

Periaatteisiin nojautuvalla ja samalla väistämättä tulkinnanvaraisella sääntelyllä on ilmeiset riskinsä. Säännösten heikomman ohjausvaikutuksen ohella erityisesti arvopaperimarkkinoiden väärinkäytösääntelyn riskinä on markkinaosapuolten oikeusvarmuuden ja säännösten sisällön sekä tulkinnan ennakoitavuuden heikkeneminen. Laillisuusperiaatteen näkökulmasta on ongelmallista, mikäli normistosta ei riittävän täsmällisesti käy ilmi kielletyn ja sanktioidun menettelyn rajat.<sup>80</sup> Toisaalta vahvasti tehokkailla markkinoilla tai vahvasti tehokkaita markkinoita lähestyvillä markkinoilla väärinkäytösäännösten ja samalla rangaistussäännösten merkitys vähenee. Jos rikosoikeuden ohjausvaikutusta heikennetään, voidaan myös laillisuusperiaatteen rajoja laventaa, vaikkakin periaatetta pitää soveltaa myös muita sanktiojärjestelmiä käytettäessä (joita ovat hallinnolliset seuraamukset, konfiskaatioseuraamukset sekä vahingonkorvausseuraamukset). Tällöin laillisuusperiaate ei aseta yhtä ehdottomia rajoja sääntelylle, vaan periaate toimii ennemminkin siviilioikeudellisen sääntelyn merkittävänä ja keskeisenä ohjenuorana. Laillisuusperiaatteen tausta-arvoina ennakoitavuuden ja epäillyn oikeusturvan takaamisen tulee toimia vastapainona teleologisen tulkinnan taustalla oleville kriminaalipoliittisille hyötynäkökohdille.<sup>81</sup>

Periaatesääntelyssä on myös muita riskejä. Periaatesääntely voi johtaa ylivoimaisen *compliance*-kulttuurin kehittymiseen. Periaatesääntelyn myötä myös markkinaosapuolten oma-aloitteinen vastuu säännösten tulkinnasta ja noudattamisesta korostuu. Tämä voi puolestaan johtaa ylivoimaisuuteen säännösten nou-

<sup>79</sup> Tala 2010, s. 110. Kritiikkiä on kuitenkin myös vastustettu esimerkiksi *Fordin* laajassa periaatepohjaista sääntelyä ja finanssikriisiä koskevassa tutkimuksessa, ks. tarkemmin *Ford* 2010, s. 3–6.

<sup>80</sup> Häyrynen 2007, s. 838; Häyrynen 2009, s. 47.

<sup>81</sup> Lahti 2007, s. 15.

dattamisessa. Lisäksi periaatteiden noudattamista tukevan ohjeistuksen määrä voi johtaa liialliseen ja monitasoiseen sääntelyyn, mikä voi tehdä periaatesääntelyn noudattamisesta yksityiskohtaista sääntelyä vaikeampaa. Periaatesäännöt aiheuttavat myös tulkintakustannuksia niitä noudattaville osapuolille. Tällöin sääntelykustannukset siirtyvät viranomaisilta sääntelyn kohteille.<sup>82</sup>

*Braithwaite* on käsitellyt tutkimuksessaan<sup>83</sup> sitä, millä ehdoilla säännöt (*rules*) ja periaatteet (*principles*) tarjoavat sääntelyn kohteille oikeusvarmuutta toisiinsa verrattuina. Tutkimuksessa säännöt on ymmärretty yksityiskohtaisiksi ja ne sisältävät täsmällisiä oikeusohjeita, kun taas periaatteet ovat yleisempiä ja sisältävät epätäsmällisempiä oikeusohjeita. Tutkimuksen lopputulos avaa uuden näkökulman erityisesti vaikeaksi mielletyn sisäpiirinsääntelyn osalta.

*Braithwaiten* tutkimuksen mukaan:

- i. jos sääntelyn kohteena oleva toiminta on yksinkertaista ja vakaata eikä siihen kytkeydy merkittäviä taloudellisia intressejä, *tarjoavat säännöt enemmän oikeusvarmuutta kuin periaatteet*, ja
- ii. jos sääntelyn kohteena oleva toiminta on monimutkaista ja nopeasti muuttuvaa ja siihen kytkeytyy lisäksi merkittäviä taloudellisia intressejä, *tarjoavat periaatteet enemmän oikeusvarmuutta kuin säännöt*.

Tällöin markkinaosapuolten oikeusvarmuutta arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä lisäksi parhaiten *sääntelykokonaisuus*, joka muodostuisi sitovista periaatteista ja ei-sitovista säännöistä. Lisäksi periaatteiden kykyä parantaa oikeusvarmuutta lisää se, jos periaatteet ovat kyseiseen sääntelyyn kytkeytyvien eri toimijoiden muodostaman sääntely- ja tulkintayhteisön keskustelun kohteena. Tämä keskustelu edistäisi yhteisten käsitysten muotoutumista sääntelyn sisällöstä. *Braithwaiten* tutkimuksen lopputulos voi vaikuttaa myös arveluttavalta, koska sen voidaan katsoa olevan selvästi vastoin tyypillistä intuitiivista käsitystä oikeusturvan muodostumisesta. Yleisesti nimittäin arvioidaan, että lainsäätäjän tulisi käyttää inhimillisen käyttäytymisen ohjaamiseen mahdollisimman tarkkaa ja täsmällistä sääntelyä. Tämän koetaan turvaavan parhaiten oikeusvarmuutta, eri toimijoiden yhdenvertaista kohtelua ja myös ennakoitavuutta.<sup>84</sup>

Arvopaperimarkkinoiden sääntely ja sisäpiirinsääntely sen osana on yleisesti tunnustettu monimutkaiseksi. Lisäksi arvopaperikauppaan sitoutuu yleisesti huomattavia taloudellisia intressejä. Tällöin edellä käsitellyn *Braithwaiten* tutkimuksen perusteella tehokkain sääntelymuoto saavutettaisiin yleisluontoisilla periaatteilla. Siksi on perusteltua kysyä, johtaako tarkka ja yksityiskohtainen sään-

<sup>82</sup> Häyrynen 2009, s. 48–49. Ks. periaatepohjaisen sääntelyn epävarmuustekijöiden vaikutuksesta ja arvioinnista esimerkiksi *Schwarz* 2009, s. 175–184.

<sup>83</sup> *Braithwaite* 2002, s. 47–82.

<sup>84</sup> *Tala* 2010, s. 104–105.



tely arvopaperimarkkinoilla ja sisäpiirinsäätelyssä itse asiassa ennakoimattomaan lainkäyttöön ja ennakoimattomiin tulkintaratkaisuihin markkinaosapuolten näkökulmasta.

*Braithwaiten* tutkimuksen johtopäätösten mukaisesti laajempi periaatepohjainen sääntely voi johtaa parempaan ennakoitavuuteen myös sisäpiirinsäätelyn osalta, mitä havainnollistaa seuraava *Braithwaiten* nimenomaisesti käyttämä esimerkki:

”This problem multiplies as the state enacts more and more rules to plug loopholes opened up by legal entrepreneurs. The thicket of rules we end up with becomes a set of sign-posts that show the legal entrepreneur precisely what they have to steer around to defeat the purposes of the law. *Broad proscriptions against a phenomenon like insider trading can engender more certainty than a patchwork of specific rules that define A, B, C, D, E and F all as forms of insider trading.* The rulish form of such an insider trading statute nurtures the plausibility of a legal argument that another form of insider trading – G – must be legal because the clear intent of the legislature was only to proscribe A to F, when in fact the legislature had never thought of G”.<sup>85</sup>

Periaatesäätelyssä voidaan luontevasti huomioida myös perus- ja ihmisoikeuksien sisältämät keskeiset periaatteet ja näin virittää tulkintatilanteessa noudatettava normistokokonaisuus voimakkaammin perusoikeusväritteiseksi.<sup>86</sup> Tällöin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön oikeusvarmuutta korostava ideaalisäätely muodostuisi pääasiallisesti perusoikeusmyönteisestä periaatesäätelystä, joka huomioisi joustavasti, oikeudenmukaisesti ja tasapuolisesti markkinaosapuolten yleisesti hyväksytyjä arvoja ja tavoitteita. Samalla tämä sääntelymuoto minimoisi yleisluonteisuutensa avulla nimenomaisten säännösten väärinkäyttömahdollisuuden, koska väärinkäytösten rajapintoja arvioitaisiin yleisesti hyväksytyjen ja tunnustettujen arvo- ja tavoitekriteerien perusteella. Tällöin laillisuusperiaate toimisi kuitenkin arvioinnin viimesijaisena markkinaosapuolten oikeusturvan takaajana.

<sup>85</sup> Ks. *Braithwaite* 2002, s. 56–57. Kursiivi tekstissä kirjoittajan.

<sup>86</sup> Ks. myös *Pöyhönen* 2003, s. 73. Perusoikeuksien soveltamiskelpoisuutta voidaan vahvistaa eri oikeudenalojen *yleisten oppien virittämällä perusoikeusaaltopituudelle*.

---

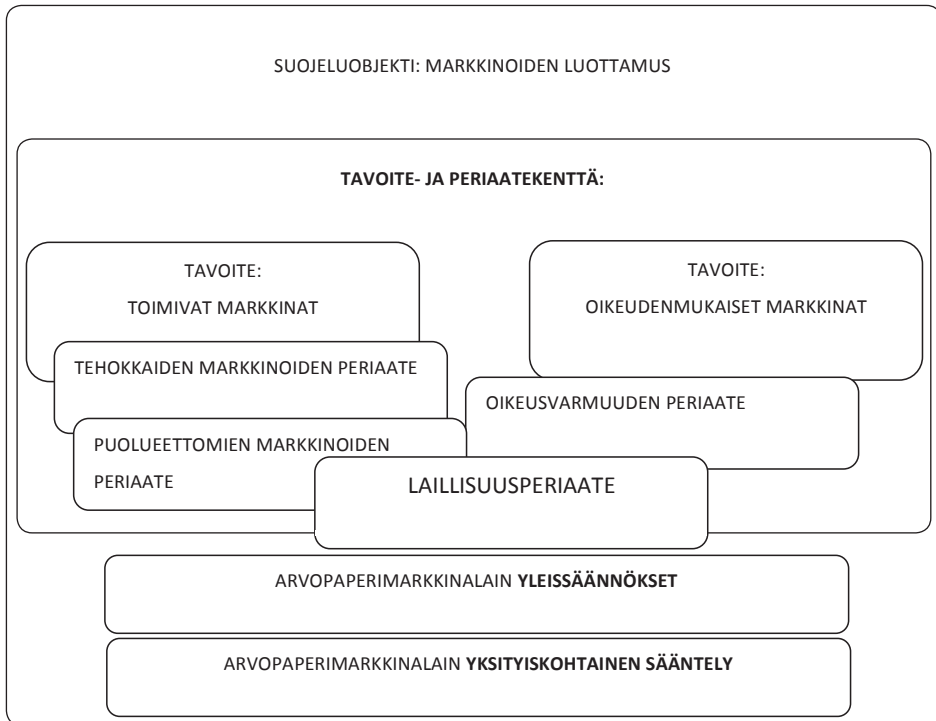
## 4 Tavoitteiden ja periaatteiden jäsentäminen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä

Sääntelyteknisesti arvopaperimarkkinoilla käytetään sekä periaatesääntelyä että yksityiskohtaisempaa normisääntelyä. Kehityssuuntaus vaikuttaa tällä hetkellä painottuvan yksityiskohtaisempaan ja tarkempaan normisääntelyyn. Ottaen huomioon arvopaperimarkkinoiden dynaamisen ja yhä monimutkaistuvan toimintaympäristön nykysuuntausta perustellumpaa olisi pyrkiä yleisluontoisempien periaatteiden ja yksityiskohtaisemman sääntelyn tasapainottamiseen tavalla, joka turvaisi toisaalta arvopaperimarkkinoiden keskeisten tavoitteiden, toimivien ja oikeudenmukaisten markkinoiden sekä toisaalta markkinaosapuolten yksilöllisemmän oikeusturvan toteutumisen mahdollisimman tasapuolisesti ja laajalaisesti. Samalla sääntelyn noudattamisen valvontaa olisi tehostettava.

Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä on identifioitavissa useampia tavoitteita ja periaatteita. Tämän tutkimuksen keskeisten teemojen mukaisesti arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöä koskevan sääntelyn keskeisimmiksi tavoitteiksi on nostettu *toimivien markkinoiden* ja *oikeudenmukaisten markkinoiden* tavoitteet. Nämä tavoitteet voitaisiin perustellusti esittää myös yhtenä yhdistettynä tavoitteena (hypoteesilla ”toimivat markkinat ovat oikeudenmukaiset”). Tässä tutkimuksessa omaksuttu jakomalli korostaa kuitenkin toisaalta markkinoiden *toiminnallisuutta* (”toimivat markkinat”) ja sen rinnalla markkinoiden *yhteisöllisyyttä* (”*kaikille* oikeudenmukaiset markkinat”). Nämä tavoitteet ovat nähtävissä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä yhdensuuntaisina. Optimaalisesti toimivat markkinat ovat samalla kaikille mahdollisimman oikeudenmukaiset markkinat.

Arvopaperimarkkinoiden tavoitteet toteutuvat niitä tukevien periaatteiden avulla. Arvopaperimarkkinoilla vaikuttaa useampia periaatteita, joista keskeisimmiksi on tässä tutkimuksessa arvioitu *tehokkaiden markkinoiden* periaate, *puolueettomien markkinoiden* periaate, *oikeusvarmuuden* periaate ja *laillisuusperiaate*. Näistä periaatteista tehokkaiden ja puolueettomien markkinoiden periaatteet liittyvät erityisesti *toimivien markkinoiden* tavoitteen toteuttamiseen. Oikeusvarmuuden periaate ja laillisuusperiaate liittyvät puolestaan erityisesti *oikeudenmukaisten markkinoiden* tavoitteen toteuttamiseen ja palautuvat jäljempänä käsiteltäviin perusoikeuksiin. Edellä mainitut periaatteet vaikuttavat yhdensuuntaisesti, vaikka ne voivat myös konfliktoidua keskenään. Esimerkiksi markkinatehokkuuden periaatteen korostaminen voi johtaa puolueettomuuden peri-

aatteen horjuttamiseen (yksilön taloudellisen oman edun maksimointi verrattuna kaikkien markkinaosapuolten etujen yhdenmukaiseen huomioimiseen). Vastaa- vasti laillisuusperiaatteen tiukka noudattaminen voi johtaa tehokkaiden markki- noiden periaatteen heikentymiseen.



**Kuvio 10.** Arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden, periaatteiden ja normiston suhteuttaminen.

Arvopaperimarkkinalaissa säädetyt yleissäännökset julkituovat niitä periaatteita, joita arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä halutaan tukea. On havaittavissa, että nämä yleissäännökset liittyvät erityisesti tiedon merkitykseen markkinaosapuolille. Markkinaosapuolille annettavat *tiedot eivät saa olla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia*. Lisäksi markkinaosapuolten saatavilla on pidettävä tasapuolisesti *riittävät tiedot* niistä seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Nämä yleissäännöt merkitsevät käytännössä liikkeeseenlas- kijoiden oikea-aikaisen ja oikeasisältöisen *tiedonantovelvollisuuden korostumis-*

*ta*, mitä ohjataan yksityiskohtaisesti arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä (eli arvopaperimarkkinalain määräyksillä ja muilla tiedottamista koskevilla normeilla). Tiedonantovelvollisuuden ja sen merkityksen korostuminen on havaittavissa myös muun muassa Euroopan unionin tuomioistuimen antamassa *Daimlerin* jutun ratkaisussa sekä korkeimman oikeuden ennakkoratkaisussa KKO 2013:53.



# V

## ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYN PERUSOIKEUSNÄKÖKOHDAT

”Väärin ymmärretty ihmisrakkaus  
tuntuisi puhuvan puolustuksen valmisteluun käytetyn ajan  
rajoittamista vastaan,  
mutta kaikki sellainen epäily häipyä ajateltaessa,  
kuinka syytöntä uhkaavat vaarat kasvavat  
lainsäädännön heikkouksien myötä.”

*Beccaria* [1764], s. 92–93



---

# 1 Lähtökohtia

Perusoikeuksilla tarkoitetaan kansallisessa perustuslaissa säädettyjä, kaikille yksilöille yhdenvertaisesti kuuluvia oikeuksia, jotka ovat yksilön kannalta perustavanlaatuisia ja erityisen tärkeitä. Perusoikeuksille on ominaista niiden pysyvyys ja oikeudellinen luonne.<sup>1</sup>

Myös Euroopan unionin oikeuteen sisältyy perusoikeusjärjestelmä. Euroopan unionin perusoikeuksilla on ollut ennen Lissabonin sopimuksen voimaantulemista erilainen oikeusvaikutus kuin perustuslain perusoikeussäännöksillä, koska Euroopan unionin perusoikeudet oli kirjoitettu jäsenvaltioiden ratifioitavaksi tarkoitettuun kansainvälisoikeudelliseen sopimukseen.<sup>2</sup> Lissabonin sopimus on allekirjoitettu 13.12.2007. Lissabonin sopimus on uusi epäitsenäinen perussopimus, jonka tavoitteena on parantaa Euroopan unionin toiminnan tehokkuutta, demokraattisuutta ja Euroopan unionin ulkoisen toiminnan yhtenäisyyttä. Suomessa eduskunta hyväksyi Lissabonin sopimuksen vuonna 2008. Lissabonin sopimuksella muutettiin kahta aikaisempaa Euroopan unionin perussopimusta, Maastrichtin sopimusta ja Rooman sopimusta, ja siihen liitettiin muun muassa Euroopan unionin perusoikeuskirja. Euroopan unionin perusoikeuskirjassa määritellään Euroopan unionin tasolla pätevät perusoikeudet.<sup>3</sup> Perusoikeuskirjan määräykset velvoittavat jäsenvaltioita myös silloin, kun arvioidaan Euroopan unionin oikeuden soveltamista kansallisella tasolla. Euroopan unionin jäsenvaltioiden yhteisen valtiosääntöperinteen ja Euroopan ihmisoikeussopimuksen mukaiset perusoikeudet muodostavat yleisinä periaatteina osan Euroopan unionin oikeudesta. Ne ovat olleet kuitenkin osa Euroopan unionin oikeutta jo 1970-luvun alusta lukien Euroopan unionin tuomioistuimen vahvistamina.<sup>4</sup>

Euroopan unionin tuomioistuimen toimivalta on vahvistunut Euroopan unionin perusoikeuskirjan sitovuuden johdosta. Euroopan unionin tuomioistuimen tuomivallan piiriin kuuluvat nyt myös oikeudet, joihin yksityiset oikeussubjektit

---

<sup>1</sup> Ks. myös *Hallberg* 1999, s. 31–32. *Perusoikeuskäsite* on kirjattu lakiin vuoden 1995 perusoikeusuudistuksen yhteydessä. Määritelmä on usein erilainen käyttötarkoituksesta riippuen. *Perustuslain* määritelmästä ks. esimerkiksi *Jyränki* 2003, s. 214, 217.

<sup>2</sup> *Saraviita* 2005, s. 11–12.

<sup>3</sup> Sopimus Euroopan Unionista 6(1) artikla ilmaisee Euroopan unionin perusoikeuskirjan oikeudellisen sitovuuden. Sopimus Euroopan Unionista 6(2) artiklan mukaan Euroopan unioni liittyy Euroopan ihmisoikeussopimukseen.

<sup>4</sup> Euroopan unionin perusoikeuksien itsenäisestä luonteesta ks. esimerkiksi *Ojanen* 1998, s. 113–116. Ks. myös *Stauderin* ja *Internationale Handelsgesellschaftin* jutut, jotka ovat keskeisiä Euroopan unionin perusoikeuksien tunnustamiseen liittyen.



voivat vedota Sopimus Euroopan Unionista 263 artiklan perusteella. Euroopan unionin perusoikeuskirja on nähtävissä nimenomaisena ilmauksena perusoikeuskirjan sisältämien oikeuksien merkittävydestä Euroopan unionin oikeudessa, vaikka nämä oikeudet olisivatkin olleet jo aikaisemmin luokiteltavissa Euroopan unionin oikeuden mukaisiksi oikeuksiksi<sup>5</sup>.

Voimassa olevaan perusoikeusjärjestelmäämme johtanut uudistamistyö käynnistyi Suomessa varsinaisesti perusoikeuskomitean asettamisella vuonna 1989. Komitean asettaminen liittyi erityisesti kansainvälisten ihmisoikeuksien kotimaiselle perusoikeusjärjestelmälle aiheuttamiin haasteisiin, ja sillä oli välitön kytkeä Euroopan ihmisoikeussopimukseen liittymiseen tähtäävään valmisteluun. Uudistukselle asetettu keskeinen perustavoite oli kehittää hallitusmuodon perusoikeussäännöstöä kansainvälisissä ihmisoikeussopimuksissa osoitettuun suuntaan. Samalla tähdättiin järjestelyyn, jolla Suomea sitovien ihmisoikeussopimusten asemaa oikeusjärjestelmässä voitiin vahvistaa.<sup>6</sup>

*Hallberg* on kiinnittänyt huomiota muun muassa siihen, että nykyaikaista oikeutta on usein tarkasteltu liian irrallisena valtiosäännön mukaisena positiivisten normien kokonaisuutena. Tätä normistoa on jaoteltu edellisessä jaksossa kuvattulla tavalla oikeussääntöihin ja oikeusperiaatteisiin, mikä palauttaa keskustelun sääntelyn taustalla vaikuttaviin arvoihin ja moraaliin. Oikeuden yleinen hyväksyttävyyttä edellyttää yhteisiä arvoja ja avoimuutta. Siksi perusoikeusuudistuksen päämerkitys oli yhteisten perusarvojen vahvistaminen, ja se on antanut pohjaa oikeusjärjestyksen tasapainoiselle kehittämiselle. Perusoikeusuudistus on kääntänyt huomion järjestelmistä *ihmisten oikeuksiin ja velvollisuuksiin*.<sup>7</sup> Perusoikeusuudistus tuli voimaan 1.8.1995. Uusi perustuslaki on ollut voimassa 1.3.2000 alkaen.

Perusoikeudet muodostavat perustuslakitasolla yksilöidyn, avoimen ja moniulotteisen järjestelmän, johon liittyy monien mahdollisuuksien lisäksi myös *useita riskejä*. Perusoikeuksiin liittyvät väärinymmärrykset ovat mahdollisia erityisesti tilanteissa, jossa vakiintuneiden tulkintalinjojen ohjeistusta ei ole saatavilla. Toisaalta vaarana on myös se, että perusoikeuksien käytännön merkitys jää todellisuudessa vähäiseksi.<sup>8</sup> Perusoikeudet voivat olla omiaan jäykistämään ja hidastamaan dynaamisten toimintaympäristöjen muutosten hallitsemista, ellei esimerkiksi kulloinkin tärkeille taloudellisille seikoille anneta tilaa painottamalla sallittujen oikeuslähteiden merkitystä nopeasti muuttuvassa yhteiskunnassa. Taloudellisetkin tosiasiat on otettava vakavasti, ja ratkaisunteki-

<sup>5</sup> *Havu* 2013, s. 180.

<sup>6</sup> *V-P. Viljanen* 1996, s. 788.

<sup>7</sup> *Hallberg* 1996, s. 844.

<sup>8</sup> *Länsineva* 2002, s. 35.

jän on suhtauduttava tarkasti soveltamisympäristön ymmärtämiseen ja paikantamiseen.<sup>9</sup>

Perusoikeuksien aktiivisella huomioimisella ja käyttämisellä ei ole toistaiseksi vahvaa traditiota etenkin siviilioikeuden alueella, eikä perusoikeusjärjestelmän hyödyntäminen systematisointipyrkimyksistä huolimatta ole siviilioikeuden alueella toistaiseksi vakiintunutta. Poikkeuksen edellä lausutusta muodostaa tämän tutkimuksen jaksossa VIII käsiteltävä uusi varallisuus oikeudellinen teoria. Perusoikeuksien horisontaaliulottuvuuksien jatkokehelmiä ei ole juurikaan esitetty uuden varallisuus oikeudellisen teorian lisäksi.<sup>10</sup>

Sisäpiirinsääntelyä arvioitaessa voitaisiin *laillisuusperiaatteen* ja *oikeusturva-periaatteen* lisäksi tarkastella luontevasti myös muita arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöön kytkettävissä olevia tärkeitä perusoikeuksia. Tällainen arvopaperimarkkinoiden kannalta tärkeä perusoikeus on esimerkiksi perustuslain 15 §:n tarkoittama *omaisuudensuoja* muun muassa siltä osin kuin sisäpiirinsääntely asettaa rajoitteita arvopapereiden vapaalle kaupankäynnille ja tiedon vapaalle käyttämiselle kaupankäynnin perusteena. Perustuslain 15 §:n mukaan jokaisen omaisuus on turvattu. Euroopan ihmisoikeussopimuksen lisäpöytäkirjan 1 artiklan mukaan jokaisella luonnollisella henkilöllä ja oikeushenkilöllä on oikeus nauttia rauhassa omaisuudestaan. Omaisuuden suojan arvioiminen arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta voisi olla hedelmällistä myös siksi, koska suomalainen perusoikeustraditio on ennen perusoikeusuudistusta rakentunut pitkälti juuri omaisuudensuojaa koskevan perusoikeuden varaan. Kuitenkin esimerkiksi listayhtiöt, toisin kuin niiden henkilöomistajat, on rajattu omaisuudensuojan välittömän vaikutuksen ulkopuolelle.<sup>11</sup>

Sisäpiirinsääntelyllä puututaan välillisesti omaisuuden (*arvopapereiden* ja myös *tiedon*) vapaaseen käyttämiseen. Sisäpiirinsääntely kieltää luovuttamasta sisäpiirintietoa ja käyttämästä sitä hyväksi taloudellisessa hyötymistarkoituksessa. Tältä osin omaisuuden suojan, tai omaisuuden vapaan ja häiriöttömän käyttämisen periaatteen, on katsottu väistyvän yhteiskunnallisesti tärkeämmäksi arvoitetun markkinoiden luottamuksen suojaamisen tieltä. Markkinoiden luottamus perustuu toimivien markkinoiden ylläpitämiseen ja sisäpiirinsääntely toimivien markkinoiden häiriötilojen ennakkolliseen rajoittamiseen.

Tässä tutkimuksessa tarkemmin käsiteltäviksi perusoikeuksiksi arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä on valittu *laillisuusperiaate* ja *oikeusturva-periaate* rajoitetuilta osin. Laillisuusperiaate saa normiperustansa sekä perustus-

<sup>9</sup> Oker-Blom 2012, s. 169–170.

<sup>10</sup> Länsineva 2006, s. 1184–1185.

<sup>11</sup> Saraviita 2005, s. 416–432. Ks. perus- ja varallisuus oikeuksien suhteesta uraauurtavasti Länsineva 2002.

lain 8 §:stä että rikoslain 3 luvun 1 §:stä. Laillisuusperiaatteen normiperustan kaksijakoisuudesta johtuen periaatetta on käsitelty osittain jo tämän tutkimuksen jaksossa III pääasiassa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön rikosoikeudellisen arvioinnin ja tulkintatavan yhteydessä. Käsillä olevassa jaksossa V korostuvat puolestaan enemmän laillisuusperiaatteen perusoikeudelliset näkökulmat. Huomiota kiinnitetään erityisesti sääntelyn *täsmällisyys- ja ennakoitavuusvaatimuksiin*.

Oikeusturvaperiaatteeseen liittyvän oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin käsite on omaksuttu Euroopan ihmisoikeussopimuksen ilmaisusta *fair trial* ja sen sisältö jäsenyy Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan mukaisesti. Oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin perusoikeusperiaate sisältyy perustuslain 21 §:ään. 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. Lisäksi käsittelyn julkisuus sekä oikeus tulla kuulluksi, oikeus saada perusteltu päätös ja oikeus hakea muutosta samoin kuin muut oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin ja hyvän hallinnon takeet turvataan lailla. Tässä tutkimuksessa huomio kiinnittyy erityisesti *käsittelyn asianmukaisuuteen* (oikeudenmukaisuuteen).

Oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin periaatteen osalta huomioitavaksi voisi arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä tulla myös *oikeudenkäynnin kohtuulliseen kestoon* sekä *oikeudenkäyntikulujen korvattavuuteen* liittyvät näkökohdat. Arvopaperimarkkinarikosasioiden käsittelyn kokonaiskesto esitutinnan aloittamisesta lainvoimaiseen tuomioon asti on muodostunut usein tavanomaista rikosasiaa tai talousrikosasiaa pidemmäksi. Arvopaperimarkkinarikosasioissa on myös noudatettu kohtuullisten oikeudenkäyntikulujen korvattavuuden osalta usein varsin maltillista linjaa. Varsinkin laajoissa arvopaperimarkkinarikosoikeudenkäynneissä tämä on käytännössä johtanut lainvoimaisiin ratkaisuihin, joissa syytteistä vapautuneelle vastaajalle on valtion toimesta korvattu vain osa tälle aiheutuneista oikeudenkäyntikuluista. Oikeudenkäyntikulujen korvattavuuteen liittyvän kohtuullisuusarvioinnin seurauksena rikosprosessille keskeisen *equality of arms* -periaatteen on myös oikeuskirjallisuudessa katsottu vaarantuneen.<sup>12</sup> Toisaalta tavanomaista korkeampien oikeudenkäyntikulujen määrä on usein riippuvainen arvopaperimarkkinarikos-

<sup>12</sup> Talousrikosasioiden käsittelyn kestosta yleisesti ks. *Hakamies – Johansson* 2009. Oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin periaatteen toteutumisesta oikeudenkäynnin kestoon liittyen ks. esimerkiksi KKO 2004:58 ja yleisemmin oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin periaatteen toteuttamisesta ks. esimerkiksi KKO 2011:27. Oikeudenkäyntikulujen korvattavuudesta arvopaperimarkkinarikosasioissa ks. yleisesti *Knuts – Norros* 2011, s. 1421–1422. Rikosprosessin kestoon liittyy osakysymyksenä *rangaistukseen tuomitsemisen estävä vanhentuminen* (rikoslaki 8 luku 6 §), joka voi pitkäkestoisissa rikosoikeudenkäynneissä konkretisoitua arvioitavaksi lievimmän rangaistusarvos-

asian tavanomaista pidemmästä kestosta (läpimenoajasta) tuomioistuinkäsittelyssä, joten nämä epäkohdat liittyvät usein välittömästi toisiinsa.

Arvopaperimarkkinoiden hallinnollisia sanktiomenettelyjä ovat Helsingin pörsin sääntöjen 9 luvun mukainen kurinpitomenettely, jonka seurauksena voidaan määrätä määrältään 10 000–500 000 euron suuruinen kurinpitomaksu sekä arvopaperimarkkinalain 15 luvun ja Finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvun mukaiset hallinnolliset menettelyt. Arvopaperimarkkinalain 15 luvun mukaisia hallinnollisia sanktioita ovat rikemaksu ja seuraamusmaksu. Finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvun mukaisia hallinnollisia sanktioita ovat rikemaksu, julkinen varoitus sekä seuraamusmaksu. *Ultima ratio* -periaatteen mukaisesti rikosoikeudellisten seurausten tulee olla viimesijaisia ohjauskeinoja, ja siten hallinnollisia seuraamuksia tulisi käyttää ensisijaisesti myös arvopaperimarkkinoiden sanktiojärjestelmässä. Tällöin hallinnollisten menettelyjen ja seuraamusten kohtuullisuuteen olisi kiinnitettävä huomiota siten, etteivät ne olisi tosiasiallisesti rikosoikeudellisia menettelyjä ja rangaistuksia ankarampia.<sup>13</sup> Myös hallinnollisia seuraamusmenetelmiä käytettäessä on huomioitava laillisuusperiaatteen ja oikeusturvaperiaatteen mahdollisimman täysimääräinen aineellinen toteuttaminen.

---

teltujen tekojen (esimerkiksi arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos) osalta. Tältä osin ks. esimerkiksi KKO 2013:53 käsittelyratkaisun osalta.

<sup>13</sup> LaVM 1/2012 vp, s. 5. Ks. aiheeseen liittyvää oikeuskäytäntöä esimerkiksi KKO 2010:45, KKO 2010:46, KKO 2010:82, KKO 2011:35, KHO 2011:41 sekä Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisuista esimerkiksi *Jussila v. Suomi* sekä *Ruotsalainen v. Suomi*. Toisaalta hyväksyttävänkään oikeushyvän olemassaolo ei tarkoita sitä, että rikosoikeudellisia keinoja olisi välttämättä käytettävä. Ks. *Frände* 2004a, s. 35.



---

## 2 Perusoikeuksien suhde arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn

### 2.1 PERUSOIKEUKSIEN SOVELTAMISALUEEN LAAJENTUMINEN

Perusoikeuksien merkitys on rakentunut perinteisesti kahtiajaolle vertikaalinen–horisontaalinen. *Vertikaalinen ulottuvuus* jäsenyytensä kansalaisten suhteesta julki- seen valtaan. *Horisontaalinen ulottuvuus* jäsenyytensä puolestaan kansalaisten keski- näisille suhteille.<sup>14</sup> Perusoikeudet on usein aikaisemmin mielletty sovellettaviksi vain vertikaalisessa ulottuvuudessa, mikä on tarkoittanut pääasiallisesti lainsää- täjään kohdistuvaa kieltoa puuttua tavallisella lailla yksityisen kansalaisen pe- rustuslain tasolla vahvistettuihin ja siten erityisen pysyviin oikeuksiin.<sup>15</sup> Perusoi- keuksien horisontaalivaikutuksia koskeva keskustelu on ollut enimmäkseen jul- kisoikeuslähtöistä, eikä ajatuksiin perusoikeuksien vahvistuvasta asemasta yksi- tyisoikeuden ydinalueilla ole suhtauduttu vastaanottavasti.<sup>16</sup> Perusoikeuksien vaikutusta yksityisoikeudellisten oikeushenkilöiden väliseen horisontaaliseen suhteeseen on pidetty aikaisemmin yleisesti ongelmallisena.<sup>17</sup>

Viimeaikainen tutkimus on kuitenkin täydentänyt sekä muuttanut edellä mai- nittua ajattelutapaa. Myös talouden ja yhteiskunnan piirissä syntyvät epäsym- metriatilanteet on nykyisin perusteltua nähdä perusoikeuksien soveltamisaluee- na. Tämän taustalla on ajatus siitä, että yksilöt tarvitsevat perusoikeussuojaa kaikkien sellaisten oikeussuhteiden osapuolina, joissa he ovat oikeudellisesti tai tosiasiallisesti eriarvoisessa asemassa vastapuoliinsa nähden. Tällainen yksilöi- den välinen tosiasiallisesti epäsymmetrinen oikeussuhde voi olla esimerkiksi ti- lanne, jossa oikeussuhteen toisella osapuolella on tiedollinen etulyöntiasema arvioida oikeussuhteen merkitystä ja siihen mahdollisesti liittyviä riskejä.<sup>18</sup> Toi- saalta tässä tutkimuksessa todetulla tavalla tiedon epäsymmetriatilanne on arvo-

---

<sup>14</sup> Pöyhönen 1998, s. 51.

<sup>15</sup> Saraviita 2005, s. 11.

<sup>16</sup> Länsineva 2012, s. 38; Länsineva 2011, s. 456.

<sup>17</sup> Pöyhönen 1998, s. 51.

<sup>18</sup> Länsineva 2002, s. 23. Vastaavasti jo *Sisäpiiridirektiivi* 1989:n päämääränä oli sen takaaminen, että arvopaperia koskevan liiketoimen sopimuspuolia kohdellaan *yhdenvertaisesti* estämällä se, että sopimuspuoli, jolla on hallussaan sisäpiiritietoa ja joka näin ollen on edullisemmassa asemassa muihin sijoittajiin nähden, hyötyisi kyseisestä tiedosta sellaisen henkilön vahingoksi, jolla tätä tietoa ei ole. Ks. *Georgakis*in jutun tuomio (kohta 38).

paperimarkkinoiden tyyppitilanne. Tällöin perusoikeusjärjestelmä ei pyrikään tasoittamaan markkinaosapuolten tiedollisia eriarvoisuusasemia vaan ennemminkin turvaamaan yleisemmin markkinoiden yhteisöllisiä tavoitteita ja arvoja sekä markkinaosapuolten yksilöllisempiä oikeuksia.

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että perus- ja ihmisoikeusajatteluun sisältyisi *periaatepunninnan* mahdollistama uuden koherenssin turvaaminen. Tällöin *oikeusjärjestys systematisoitaisiin uudelleen perus- ja ihmisoikeusperiaatteiden avulla*, mikä voisi johtaa parempaan ennakoitavuuteen sekä yhteisen arvoperustan hyväksymiseen.<sup>19</sup> Näkemys on perusteltu. Perus- ja ihmisoikeusperiaatteiden tunnistaminen mahdollistaa periaatetasolla operoimisen, joka puolestaan mahdollistaa siirtymän tiukasta määritelmällisyydestä kohti yleisempää systematisointia ja laajempaa oikeudellista koherenssia.

Perusoikeusjärjestelmä ei voi tasavertaistaa tai tasapuolistaa markkinaosapuolten tieto- ja osaamistasoja täydellisesti. Ne tulevat välttämättä aina vaihtelevaan markkinaosapuolten välillä. Tiedollisen etulyöntiaseman hankkiminen on lain sallimissa rajoissa hyväksyttävää ja perusteltua. Perusoikeusjärjestelmän on siksi nähtävä toimivan vain räikeimpien ja epäoikeudenmukaisimpien epäsymmetriatilanteiden tasoittajana.

*Tuori* on katsonut, että vapausoikeuksien luonteisten perusoikeuksien horisontaalivaikutusta voidaan pitää perusteltuna tilanteessa, jossa yksityisten tahojen keskinäissuhteeseen liittyy piirteitä, jotka muistuttavat hierarkkisesti jäsentyneitä vertikaalisuhteita julkisen vallan ja yksityisten välillä ja jotka ovat siten etäänntyneet yksityisoikeuden lähtökohtiin kuuluvista vapauden ja tasa-arvon ideaaleista.<sup>20</sup>

Edellä kuvattu epäsymmetriatilanne voi liittyä esimerkiksi arvopaperikauppaan, jossa sisäpiiriläinen käyttää hyväkseen sisäpiirintietoa taloudellisessa hyötymistarkoituksessa. Sisäpiiriläisellä on tällöin *oikeudeton tiedollinen etulyöntiasema* ja tämän perusteella hänen riskiasemansa poikkeaa arvopaperimarkkinoilla ei-sisäpiiriläisten asemaan verrattuna edulliseen suuntaan. Perusoikeusjärjestelmän tulisi tällöin antaa suojaa *inter partes* osakekaupan ei-sisäpiiriläiselle osapuolelle. Perusoikeusjärjestelmän sovellettavuus *inter partes* on kuitenkin pulmallista, koska kuvatussa tilanteessa sisäpiiriläisellä ei ole varsinaista yksilöllistä vastapuolta. Sisäpiirintiedon motivoima osakekauppa tehdään tyyppitilanteessa tietämättä tai tunnistamatta vastapuolta eli osakekaupan toista osapuolta. Toisaalta

<sup>19</sup> *Pirjatanniemi* 2013, s. 309. Vrt. kuitenkin *Aarnio*, joka on suhtautunut kriittisesti perusoikeuksien muodostumiseen *ainoiksi kantaviksi periaatteiksi*. *Aarnio* 2000, s. 415. *Karhun* uusi varallisuusoikeudellinen teoria perustuu *varallisuusoikeuden systematisoimiseen perusoikeusjärjestelmän avulla*. Ks. tarkemmin tämän tutkimuksen jakso VIII.

<sup>20</sup> *Tuori* 2003a, s. 928–931; *Länsineva* 2006, s. 1185.

perusoikeudet suojaavat markkinaosapuolia myös valtiovallan ohjaus- ja muilta toimenpiteiltä, jotka voivat kohdistua markkinaosapuolten perustavaakin laatua oleviin oikeuksiin, ja näin perusoikeudet saavat välittömästi merkitystä myös arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä.

Perusoikeusjärjestelmällä voidaan suojata arvopaperimarkkinoilla (i) horisontaalisesti yksilöiden (markkinaosapuolten) keskinäisiä oikeussuhteita ja (ii) vertikaalisesti yksilöiden (markkinaosapuolten) ja julkisen vallan keskinäistä suhdetta. Nämä perusoikeudelliset suojamuodot eivät ole kuitenkaan olleet ainakaan toistaiseksi näkyvässä asemassa arvopaperimarkkinoiden toiminnassa tai tuomioistuinratkaisuisissa.<sup>21</sup>

Myös perusoikeudet rakentuvat erilaisille kestäville tai ainakin kestäviksi mielletyille arvoille ja periaatteille, jotka voivat olla toisiinsa nähden vastakkaisia. Yksittäinen perusoikeusnormi voidaan nähdä oikeussäännön ilmauksena tai kiinnekohtana jollekin yleisemmälle oikeusperiaatteelle. Kaikki perusoikeuksiin liittyvät säännöt tai periaatteet eivät ole palautettavissa yksittäisiin perustuslain tai ihmisoikeussopimuksen määräyksiin, koska tällaiset säännöt tai periaatteet voivat rakentua useampien perusoikeussääntöjen varaan. Oikeudellisen ratkaisutilanteen eri vaiheissa perusoikeusnormien vaikutus ilmenee joko sääntövaikutuksena tai periaatevaikutuksena. Näitä vaikutustapoja ei voida perusoikeuksiin tekeutuvassa ratkaisutoiminnassa sivuuttaa.<sup>22</sup>

Perusoikeusmyönteisessä laintulkinnassa punnitaan tulkintaratkaisun suhdetta perusoikeusjärjestelmään. Tätä kutsutaan perusoikeuksien vahvaksi tulkintavaikutukseksi.<sup>23</sup> Perusoikeussäännösten merkitystä lainkäytössä voidaan hahmottaa tyyppitilanteiden ketjuna, jossa perusoikeussäännöksen oikeudellinen vaikutus ratkaisun lopputulokseen vahvistuu asteittain. Vahvan tulkintavaikutuksen erityistapauksia ovat konkreettiset tulkintatilanteet, joissa perusoikeussäännös vaikuttaa lainkäyttäjän valintaan kahden laintasaisen säännöksen välillä tai rajoittaa lainsoveltajan harkintavaltaa sulkemalla pois osan tavallisen lain sanamuodon mahdollistamista vaihtoehdoista.<sup>24</sup>

Myös arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä on syytä omaksua perusoikeuksien vahva tulkintavaikutus arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa. Mikäli arvioinnissa päädytään tilanteeseen, jossa vastakkain asettuvat markkinaosapuolten yksilöllisempi perusoikeussuoja ja toisaalta yhteisöllinen arvopaperimarkkinoiden keskeinen suojeleobjekti, markkinoiden luottamus,

<sup>21</sup> Vrt. kuitenkin *Jippii Groupin* jutun tuomio, s. 78–79. Tuomiossa on viitattu perusoikeuksiin ja ihmisoikeuksiin erityisesti oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin perusoikeusperiaatteen osalta.

<sup>22</sup> *Länsineva* 2002, s. 92–93; *Scheinin* 1991, s. 32–39.

<sup>23</sup> *K. Tolonen* 2000, s. 83.

<sup>24</sup> *Scheinin* 1996, s. 827.



on ratkaisu tehtävä tilannekohtaisesti kokonaisarvioinnin perusteella. Perinteisesti ratkaisutoiminnassa on painotettu markkinoiden luottamuksen suojaamisen keskeistä merkitystä, mutta perusoikeuspainotusten muuttuminen yksilöllisempään suuntaan voi antaa perusteltua aihetta arvioida myös markkinaosapuolten yksilöllisempiä perusoikeuksia vähintään tasaveroisesti siten, että *markkinoiden toimivuus* pyritään kuitenkin takamaan kaikissa olosuhteissa. Tasapuolinen perusoikeuksien huomioiminen johtaa *oikeudenmukaisempiin lopputuloksiin*.

Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että kun perinteisessä perusoikeusajattelussa yhdenvertaisuus on ollut horisontaalisesti sovellettavan perusoikeuden tyyppitapaus, on yhdenvertaisuuden asema nykyaikaisessa perusoikeusajattelussa muodostunut erilaiseksi. Jos perusoikeuksien ilmenemistä painotetaan toimintamahdollisuuksina, on samalla siedettävä toimintamahdollisuuksien käytöstä seuraavia epäyhdenvertaisuuksia.<sup>25</sup>

Tämä on havaittavissa myös sisäpiirinsäätelyn ytimessä. Sisäpiirinsäätelyllä ensinnäkin rajoitetaan markkinaosapuolten toimintavapauksia tiedon oikeudettomissa epäsymmetriatilanteissa, toisaalta pyritään takaamaan kaikkien markkinaosapuolten oikeudenmukaisia toimintamahdollisuuksia arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä. Epäyhdenvertaisuus syntyy siitä, ettei tieto ole vapaasti tai rajoituksitta hyväksikäytettävissä, jolloin sisäpiiriläisellä ei ole yhdenvertaisia mahdollisuuksia ei-sisäpiiriläiseen nähden määrätä omaisuudestaan tai käyttää omaisuuttaan eli myydä tai ostaa omistamiaan arvopapereita tai päättää vapaasti hallussaan olevan tiedon käyttämisestä. Toisaalta tiedon hankkiminen ja kartuttaminen on myös oikeutetusti mahdollista ja suotavaakin arvopaperimarkkinoilla. Tällöin aktiivisen markkinaosapuolen asema muodostuu jälleen epätasavertaiseksi esimerkiksi tiedon hankinnan tai analysoinnin osalta passiiviseen markkinaosapuoleen nähden, eikä tätä suhdetta ole tarpeellista tasoittamillään säädännöllisellä toimenpiteellä, periaatteella tai perusoikeudella. Perusoikeusjärjestelmän tulisi kuitenkin suojata aktiivisempaa markkinaosapuolta erityisesti siksi, että tämän toiminta tukee luotettavien ja toimivien markkinoiden ylläpitämistä ja olemassaoloa.

## 2.2 PERUSOIKEUSKENTÄN MERKITYS ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYLLE

Vanha arvopaperimarkkinalaki säädettiin pääosin puitelaiksi, jonka tulkintaa ohjasivat muun muassa erilaiset arvopaperimarkkinaoikeudelliset periaatteet. Sään-

<sup>25</sup> Pöyhönen 1998, s. 55–56.

telytapa on vahvistunut voimassa olevassa arvopaperimarkkina-laissa. Arvopaperimarkkinaoikeudessakaan periaatteiden sisältöä ei ole rajattu tarkasti, ja niiden soveltaminen antaa mahdollisuuden erilaisille arvokannanotoille valittavasta näkökulmasta riippuen. Periaatteet antavat laajan liikkumavapauden lainsoveltajalle ja edustavat oikeus- ja oikeudenmukaisuuskäsitystä, joka korostaa jokaisen tapauksen ainutlaatuisuutta.<sup>26</sup>

Kun arvopaperimarkkinoiden sääntelyä arvioidaan koko perusoikeuskentän perusteella ja samalla hylätään yksittäisten normien tarkastelu, voidaan perusoikeusjärjestelmä ymmärtää oikeusvaltion staattisten peruseriaatteiden ja toisaalta dynaamisen oikeudellisen sääntelyn yhteisenä kenttänä. Tällöin myös oikeudellisten ilmiöiden tarkastelun painopiste kohdentuu *sääntöjen sijasta periaatteisiin*, joiden varaan tilanteiden normatiivinen arviointi rakentuu.<sup>27</sup> Myös arvopaperimarkkinaoikeutta voidaan hahmottaa irtautumalla esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden suojeluobjektin (luottamuksen) korostamisesta suuntaamalla arviointi niihin periaatteisiin, joiden varaan arvopaperimarkkinoiden toiminta *kokonaisuutena* rakentuu ja siihen, miten arvopaperimarkkinaoikeudelliset oikeussuhteet olisivat näiden periaatteiden perusteella järjestettävissä mahdollisimman oikeudenmukaisesti.

Arvopaperimarkkinoiden keskeinen sääntely-ympäristö muodostuu arvopaperimarkkinalain lisäksi itsesääntelynormeista. Helsingin pörssillä on tärkeä asema arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön sääntelijänä ja valvojana. Pörssillä on lakisäätöjen tehtäviensä perusteella keskeinen asema arvopaperimarkkinoiden keskuselimenä, ja se tekee hallintopäätöksiin rinnastettavia markkinaosapuolten oikeuksia, velvollisuuksia ja etuja koskevia ratkaisuja. Osan päätöksistä markkinaosapuolet voivat toimittaa viranomaisen käsiteltäviksi ja hakea niihin edelleen muutosta hallinto-oikeudelta. Pörssi valvoo omien, lainsäädännöstä vähimmäisisältönsä saavien sääntöjensä lisäksi myös arvopaperimarkkinalain ja sen nojalla annettujen säännösten noudattamista. Tällaista pörssin harjoittamaa markkinaosapuolten valvontaa voidaan luonnehtia osin Finanssivalvonnan harjoittamaa viranomaisvalvontaa avustavaksi tai täydentäväksi toiminnaksi. Vaikka pörssin suhde markkinaosapuoliin perustuu kunkin toimijan kanssa tehtyihin sopimuksiin, sisältävät pörssin tehtävät sellaisia piirteitä, että niiden kattamaa toimintaa voidaan ainakin osin pitää perustuslain 124 §:ssä tarkoitettuina julkisina hallintotehtävinä. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on perinteisesti perustunut yksityisoikeudellisten oikeushenkilöiden keskeiseen asemaan markkinoiden keskuseliminä. Sääntely-ympäristön erityislaatuisuus puoltaa johtopäätöstä, jonka mukaan sääntelyä voidaan perustuslain 124 §:n näkökulmasta arvioida jos-

<sup>26</sup> Hurri 2004, s. 109–115, erityisesti s. 113.

<sup>27</sup> Pöyhönen 1998, s. 54–55.

sain määrin vakiintuneesta poikkeavasti. Merkitystä on myös sillä, että pörssin toiminta kohdistuu ammattimaisiin oikeushenkilöihin, jotka toimivat rajatulla erityisalalla. Arvopaperimarkkinoiden erityisluonne huomioon ottaen perustuslain 124 §:ssä asetetut vaatimukset ovat turvattavissa edellyttämällä pörssin toiminnalta luotettavuutta, ammattimaisuutta ja puolueettomuutta sekä näiden edellytysten toteutumisen riittävää valvontaa. Markkinaosapuolten oikeusturvan kannalta on olennaista, että Finanssivalvonta valvoo pörssin toimintaa ja käsittelee asianosaisen hakemuksesta pörssin päätöksiä.<sup>28</sup>

Sisäpiirinsäätely ei ole selkeää tai tarkkarajaista. Sisäpiirinsäätelyn viimeisenä arviointipintana toimivat *ultima ratio* -periaatteen mukaisesti rikoslain 51 luvun rangaistusnormit, joissa sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on säädetty rangaistus. Viimeistään tällöin perusoikeusjärjestelmän on tarjottava oikeussuojaa markkinaosapuolille rikosoikeudellisen järjestelmän tasapainottajana. Yksittäiset perusoikeudet rajoittavat ensisijaisesti rikosoikeudellisten keinojen käyttöalaa ja asettavat rikosoikeudellisten keinojen käytölle ehtoja, jotka asettuvat perusoikeuksista käsin.<sup>29</sup>

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rikos kohdistuu markkinoiden luottamukseen. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa rikosasiassa tai muussakaan arvopaperimarkkinarikosasiassa ei ole asianomistajaa.<sup>30</sup> Vanhan arvopaperimarkkinalain säätämiseen johtaneissa esitöissä ei ole otettu kantaa siihen, kenellä on oikeus vaatia rangaistusta arvopaperimarkkinarikoksesta.<sup>31</sup> Vaikka arvopaperimarkkinalain rangaistussäännöksellä suojataan välillisesti kaikkia arvopaperimarkkinoiden toimijoita, heillä ei ole kuitenkaan tällä perusteella syyteoikeutta. Arvopaperimarkkinarikoksen tunnusmerkistön täytyminen ei edellytä sitä, että teosta olisi aiheutunut vahinkoa tai vahingonvaaraa. Rikos täyttyy pelkästään säädettyjen määräysten rikkomisella. Perusoikeusnäkökulmasta arvioituna on perusteltua katsoa asianomistaja-aseman puuttumisen arvopaperimarkkinarikosasiassa merkitsevän ennemminkin sitä, että rikoksen välittömän kohteen yksilöiminen olisi nykyisessä markkinamekanismeissa ongelmallista. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, ettei arvopaperimarkkinoiden suojeluobjekti, markkinoi-

<sup>28</sup> Ks. PeVL 17/2012 vp. Ks. perustuslain 124 §:n sovellettavuudesta yleisemmin esimerkiksi *Länsineva* 2006, s. 1186–1188.

<sup>29</sup> V-P. Viljanen 2001, s. 344–345.

<sup>30</sup> Ks. KKO 2000:82. Korkeimman oikeuden tuomion perustelujen mukaan arvopaperimarkkinarikosta koskevassa lainsäädännössä ei ole määritetty asianomistajapiiriä. Ks. korkeimman oikeuden ratkaisuun KKO 2000:82 liittyvästä kriittisestä esimerkiksi *Häyrynen* 2006a, s. 339–341; *Tuomola* 2001, s. 283, 290; *Timonen* 2000, s. 61 ja aiheesta kokoavasti *Haapanen* 2007, s. 41–43. Asianomistajan syyteoikeudesta yleisemmin ks. esimerkiksi *Todistelutoimikunnan mietintö* 2012, s. 62–64.

<sup>31</sup> HE 157/1988 vp, s. 6.

den luottamus, sisältäisi ainakin välillisesti myös markkinaosapuolten yksilöllisempiä oikeushyviä.

*Liinos – Visman* juttuun liittyi osakysymyksenä sen arvioiminen, mikä merkitys aikaisemmin tehdyllä sopimuksella osakkeiden ostamisesta on suhteessa sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. *Koska arvopaperimarkkinarikoksella ei ole asianomistajaa, ei myöskään ole mahdollista tehdä sopimusta rikoslain 51 luvun 1 §:n mukaisesta sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen laillistamisesta.* Ratkaistavana kysymyksenä oli se, estääkö sopimusosapuolen asema sisäpiiriläisenä ennen sisäpiirinaseman syntymistä tehdyn sopimuksen täyttämisen. Tilanne on ongelmattomampi silloin, kun sopimus edellyttää suoritusta tietynä täsmällisesti määriteltynä ajankohtana. Tällöin sopimuksen täytäntöönpano ei perustu sisäpiirintiedon väärinkäyttämiseen (hyötymistarkoitukseen) vaan velvoitteen (sopimuksen) täyttämiseen. Arviointi on kuitenkin erilainen tilanteessa, jossa velvoitteen täyttämistä ei ole sovittu mitään tarkasti. Tällöin sopimus olisi pantava toimeen heti kun se on mahdollista, mutta sopimusta olisi myös osin muutettava. *Luottamus markkinoita kohtaan voi vaarantua, jos sisäpiiriläinen voisi rangaistuksetta seurata markkinoita ja täten valita itselleen sopivimman ajankohdan sopimuksen täyttämiseksi.* Markkinaluottamuksen periaate on tällöin painavampi kuin oikeusjärjestyksen yhtenäisyyden periaate.<sup>32</sup>

Koska arvopaperimarkkinarikosasiassa ei ole asianomistajaa, ei voida yksilöidysti osoittaa, keneen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rikos välittömästi kohdistuu. Vaikka arvopaperimarkkinoiden *kollektiivisen luottamuksen* suojeleminen on arvopaperimarkkinanormiston keskeinen suojelutehtävä, kollektiivinen arvopaperimarkkinaympäristö syntyy ja muodostuu *yksilöllisten markkinaosapuolten* toiminnan ja ratkaisujen perusteella. Koska arvopaperimarkkinat ovat olemassa markkinaosapuolia varten, tulisi arvopaperimarkkinoita koskevan oikeussuojan rakentua keskeisemmin markkinaosapuolten suojaamiselle. Kun esimerkiksi rikosoikeusjärjestelmä suojaa korostuneesti arvopaperimarkkinoiden luottamusta yhteisöllisenä oikeushyvinä, olisi perusteltua, että *perusoikeusjärjestelmä suojaisi korostuneesti yksittäisiä markkinaosapuolia ja heille kuuluvia oikeushyviä* yhteisöllisen suojeluobjektin suojaamisen vastapainona. Arvopaperimarkkinat itsessään eivät voi saada *välittömästi* perusoikeussuojaa, koska tällä suojalla ei ole kohdetta tai käyttäjiä. Koska markkinaosapuolet ovat kuitenkin (yksilöinä tai näiden muodostamina yhteisöinä) perusoikeusjärjestelmän suojaamia, eivät arvopaperimarkkinat toimi perusoikeudettomassa tyhjiössä, ja täten markkinat nauttivat vähintään *välillistä perusoikeussuojaa*.

<sup>32</sup> *Frändens Asiantuntijalausunto* 2010, s. 5–7.

Jo aikaisemmin on esitetty kritiikkiä rikosoikeuden nykymuotoisesta järjestelmästä, jossa rikosoikeudellisen suojelun pääosaan ovat nousseet yksilön oikeushyviä väljemmät yhteisön oikeushyvät, joissa on kysymys erilaisten toimintajärjestelmien suojaamisesta häiriöiltä. Nykyaikaista rikosoikeudellista järjestelmää on moitittu liiallisesta, ontosta funktionalismista, joka on merkinnyt perinteisen legitimaatioperustan hylkäämistä ja sen unohtamista, että rikosoikeuden pitää legitimoida itsensä tuottamalla myös niitä vaikutuksia, joilla sääntelyä perustellaan.<sup>33</sup>

Kritiikki vaikuttaa perustellulta erityisesti nykyaikaisen arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttösääntelyn osalta, joka on Euroopan unionin sääntelyn uudistusten toteutuessa mahdollisesti kiristymässä myös Suomessa. Ottaen huomioon muun muassa sisäpiirintiedon väärinkäyttötapausten vähäisyyden Suomessa olisi ainakin kansallisesti perustellumpaa pyrkiä huomioimaan arvopaperimarkkinoiden rikosoikeudellisessa sääntelyssä yksilön maksimaalinen oikeusturva ylikorostamatta markkinoiden luottamuksen suojelun tarvetta. Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että Suomessa on edetty huomattavan varovaisesti yhteisön oikeushyvien rikosoikeudellisen suojelun osalta, ja rikosoikeuden soveltamisalaa on laajennettu yhteisöllisten oikeushyvien ja vaarantamishakuisuuden suuntaan maltillisesti verrattuna siihen, mitä rikosoikeuskomitea alun perin kaavaili.<sup>34</sup>

Arvopaperimarkkinoiden ja erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttönormiston sääntelytekniikka sekä tähän liittyvä rikosoikeudellinen teleologinen tulkintatapa korostavat perusoikeuksien merkitystä markkinaosapuolten yksilöllisestä näkökulmasta. Sisäpiirinsääntelyn väljyys ja avoimuus, sääntelyn tietynasteinen epäselvyys ja periaateluontoisuus sekä suojeluintressin kohdentuminen yksilön sijasta pääasiallisesti yhteisölliseen arvopaperimarkkinoiden luottamukseen on otettava huomioon sovellettaessa rikoslakinormia yksittäistapauksessa. *Perusoikeudet toimivat tämän soveltamistilanteen viimesijaisina yksilön oikeusturvan takaajina.* Avoimelta ja tulkinnanvaraiselta vaikuttava lainsäädännös voi myös osoittautua vähemmän ongelmalliseksi silloin, kun lain ohella otetaan huomioon kyseisen säännöksen rinnalla muut merkitykselliset oikeuslähteet sekä säännöksen tulkintaa määrittävät argumentaatio- ja tulkintaopit.<sup>35</sup> Myös arvopaperimarkkinaoikeudellista ongelmaa ratkaistaessa olisi huomiota kiinnitettävä kattavasti sisäpiirinsääntelyyn kokonaisuudessaan ja sovellettava laaja-alaisesti käytettävissä olevia argumentaatio- ja tulkintaoppeja.

<sup>33</sup> Nuotio 1998b, s. 120. Vrt. myös ympäristörikoksia, ympäristörikosoikeutta ja suojeltavaa oikeushyvää koskevat näkökohdat. Ympäristöön liittyvä oikeushyvä ja suojelukohde on selvästi yhteisöllinen ja esimerkiksi vapausoikeuksiin verrattuna epämääräisempi. Ks. Pirjatanniemi 2005, s. 187–188. Ympäristörikosoikeudesta ja arvopaperimarkkinarikosoikeudesta on johdettavissa keskinäisiä yhtäläisyyksiä muun muassa suojelukohteen yhteisöllisyyteen liittyen.

<sup>34</sup> Ks. laajemmin Lahti 1991a; Lahti 1991b; Lahti 1991c.

<sup>35</sup> T. Määttä 2010, s. 51.

Perusoikeuksien luonne välittömästi lainkäytössä sovellettavina yksilön oikeuksina on nykyisin korostunut. Perusoikeudet nähdään elementteinä, joiden perusteella ihmiset hahmottavat oikeutensa ja asemansa suhteessa julkiseen valtaan, yhteiskuntaan ja ympäristöön. Perusoikeuksilla on keskeinen tulkintamerkitys muuta lainsäädäntöä sovellettaessa, koska ne ilmaisevat yhteiskunnassa yleisesti hyväksytyjä perusarvoja.<sup>36</sup> Perusoikeudet ja niitä koskeva sääntely on otettava myös arvopaperimarkkinarikosten ja arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten osalta vakavasti. Ääritapauksessa perusoikeudet oikeuttavat poikkeamaan voimassa olevan lain sanamuodosta erityisesti, jos sääntely on ratkaisutavana olevan kysymyksen osalta puutteellista.

Korkeimman oikeuden prejudikaatissa KKO 2004:26 oli kysymys toimenpitekiellon aiheuttaman haitan ja vahingon korvaamisesta. Väliaikaisen toimenpitekiellon aiheuttamasta haitasta ja vahingosta ei ollut kuitenkaan rakennussuojelulain perusteella oikeutta saada korvausta. Toisaalta perustuslain 15 §:n mukaan jokaisen omaisuus on suojattu. Korkeimmassa oikeudessa tuli arviotavaksi se, oliko oikeus korvaukseen kuitenkin olemassa rakennussuojelulain sanamuodosta huolimatta perustuslain 15 §:n ja 106 §:n perusteella. Korkein oikeus katsoi, että *sääntelyn puutteellisuus johti asiassa perusoikeusloukkaukseen* ja näin ollen oikeus korvaukseen määräytyi rakennussuojelulain 11 §:stä ilmenevien periaatteiden mukaan käsittäen oikeuden täyteen korvaukseen aiheutuneesta haitasta ja vahingosta.<sup>37</sup>

Sisäpiirintiedon väärinkäyttönormiston osalta kysymys on aineellisoikeudellisen arvopaperimarkkinalain normien ja rikoslakinormin yhteensovittamisesta. Tällöin kysymys on myös *sääntelyn vertikaalisesta integroitumisesta*. Tämä tarkoittaa sitä, että rikosoikeudelliseen rangaistusnormiin, eli rikoslain 51 luvun 1 §:n mukaiseen sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisointiin, liittyvät välittömästi arvopaperimarkkinalain 14 luvun 2 §:n mukainen aineellisoikeudellinen sisäpiirintiedon ilmaisu- ja käyttökielto sekä arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n mukainen sisäpiirintiedon määritelmä. Rikoslakinormin soveltaminen edellyttää tällöin edellä mainittujen aineellisoikeudellisten arvopaperimarkkinalain normien soveltamista ja tulkintaa. Täten normit integroituvat toisiinsa. Vastaavasti näiden normien tausta-arvojen ja niiden soveltamista ohjaavien periaatteiden on oltava keskenään yhdenmukaisia ja vähintään samaan suuntaan vaikuttavia. Päinvastaisessa tilanteessa normit voivat konfliktoitua, ja integraation perusteella tehtävien tulkintojen oikeellisuus vaarantuu.

<sup>36</sup> Ks. yleisemmin *Länsineva* 2011, s. 456–458; *Länsineva* 2003, s. 680. Ks. myös muun muassa *Tolvanen* 1999, s. 47–48.

<sup>37</sup> *Kaisto* 2005a, s. 366; ks. tarkemmin *Mielityinen* 2004, s. 182. Ks. prejudikaatin arvioinnista myös *Ojanen* 2004, s. 911–928.

Normien integroituminen on haaste perinteiselle oikeudelliselle ajattelulle ja oikeudelliselle legitimitetille. Eri oikeudenalojen legitimitettivaatimukset sopivat usein huonosti yhteen toistensa kanssa. Muun muassa rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen varaan rakentuneet legaliteettivaatimukset vaikuttavat usein olevan ylimitoitettuja toisilla oikeudenaloilla jo hyväksytyjen lainsäädännön tarkkuusvaatimusten kanssa. Monilla oikeudenaloilla tarkkoihin tunnusmerkkeihin sidottu sääntely johtaa väistämättä ongelmiin, joilla on vastaavasti perusteltu yleislausekkeiden ja joustavan sääntelyn käyttöä. *Tällöin sääntelyn tavoitteiden tehokas toteutuminen muuttuneissa olosuhteissa edellyttää lakia sovellettaessa vahvempaa kontekstuaalista harkintaa* kuin mihin oikeusnormien pysytetylle kehitykselle perustuvat abstraktit ja yleiset tunnusmerkit antavat mahdollisuuden.<sup>38</sup> Tämän kontekstuaalisen harkinnan lähteenä perusoikeusjärjestelmä kokonaisuutena voisi toimia sääntelyn tavoitteiden tehokkaan ja oikeudenmukaisen toteutumisen takaajana. Tämäkään ratkaisu ei saisi kuitenkaan johtaa laillisuusperiaatteen murentumiseen.

## 2.3 TOIMIVAT MARKKINAT PERUSOIKEUSKENTÄSSÄ

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskevien säännösten joustavuus ja avoimuus jättävät tilaa säännösten teleologiselle tulkinnalle ja harkinnalle.<sup>39</sup> Harkintavallan käyttämistä ohjaavat viime kädessä perusoikeussäännökset, joita on siis käytettävä yksittäisen markkinaosapuolen oikeuksien turvaajina silloinkin, kun sääntelyn suojeluobjektina on yhteisöllinen markkinoiden luottamus.

Toimivat markkinat, ja toimivat arvopaperimarkkinat sen osailmiönä, ilmentävät kirjoittamatonta perusoikeutta, jota ei ole mainittu nimenomaisesti perusoikeusluettelossa. Toimivilla markkinoilla voidaan kuitenkin havaita olevan perusoikeudellisia kiinnekohtia. Erityisen selvästi tämä käy ilmi Euroopan unionin oikeudellisessa perusrakenteessa, jossa sisämarkkinoiden toteuttamiseen tähtäävät tavaroiden, palveluiden, pääomien ja ihmisten vapaata liikkuvuutta koskevat perusvapaudet kuuluvat unionin oikeusjärjestyksen *keskeiseen perusoikeudelliseen normistoon*. Silti nämä on katsottu aiheelliseksi pitää käsitteellisesti erillään Euroopan unionin varsinaisista perusoikeuksista. Sisämarkkinavapaudet palvelevat lähinnä instrumentaalisia tarkoituksia, kun taas perusoikeuksissa on ky-

<sup>38</sup> Karhu – Määttä 2010, s. 136–137.

<sup>39</sup> Ks. *TJ Groupin* jutun hyötykonfiskaatoratkaisun osalta KKO 2009:1. Ks. *TJ Groupin* ratkaisusta sekä siihen liittyvästä teleologisesta laintulkinnasta tarkemmin *Knuus* 2009, s. 671. Tavoitekeskeistä laintulkintalinjaa on kyseisessä tapauksessa pidetty perusteltuna, vaikka se ei ollut ongelmatonta rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen näkökulmasta.

symys arvoista, jotka ovat itsessään tärkeitä. Koska toimivat markkinat ovat käsitteellisesti avoin ja monitulkintainen asia, sen sisällyttäminen perusoikeusjärjestelmään saattaisi olla riski. Siksi on katsottu, että toimivat markkinat on ollut perusteltua jättää varsinaisen perusoikeusjärjestelmän ulkopuolelle. Tämä ei kuitenkaan muodosta estettä sille, ettei toimiviin markkinoihin liittyviä kollektiivisia hyviä voitaisi tulkintatilanteissa pitää hyvinkin painavina ja ettei niihin olisi mahdollista, ellei peräti välttämätöntä, tukeutua esimerkiksi joidenkin taloudellisten toimintavapauksien rajoittamisen estämisen perusteena markkinoiden häiriöttömän toiminnan varmistamiseksi.<sup>40</sup> Tällainen taloudellisen toimintavapauden rajoitus koskee esimerkiksi sisäpiirintiedon käyttämisen kieltämistä arvopaperikaupassa tai määräävän markkina-aseman väärinkäyttämistä kilpailutilanteissa.

Toimivat markkinat ovat myös toimivan varallisuusosoikeuden järjestelmän keskeinen reunaehto. Ilman toimivia markkinoita, ja arvopaperimarkkinaoikeudessa toimintaympäristössä ilman toimivia arvopaperimarkkinoita, useiden varallisuusosoikeudellisten perusoikeuksien toteuttamismahdollisuudet heikkenisivät. *Karhun* mukaan jokaisen varallisuusosoikeudellisen oikeussubjektin *velvollisuus on huolehtia toimivista markkinoista silloin, kun markkinajärjestelmän mukaisia oikeuksia käytetään*. Velvollisuus huolehtia toimivista markkinoista on jokaisen markkinaosapuolen *oman edun mukaista*. Markkinaosapuolten omien perusoikeuspohjaisten intressien hyödyntäminen markkinoilla voi toteutua vain siten, että markkinaosapuolet samalla tukevat ja ylläpitävät markkinoiden toimivuutta. Muun muassa siksi perusoikeudet voidaan nähdä myös arvopaperimarkkinoiden toimintamahdollisuuksien luojana, ylläpitäjänä ja turvaajana.<sup>41</sup>

*Karhun* esittämä markkinaosapuolten oikeuksien ja velvollisuuksien vastavuoroisuudelle perustuva näkemys on perusteltu. Varallisuusosoikeus perustuu keskeisesti vaihdannalle sekä vaihdannan edellytysten ja intressin turvaamiselle ja siksi on perusteltua katsoa, että toimivat markkinat muodostuisivat *kirjoittamattomaksi perusoikeudeksi*. Toisaalta tämä kirjoittamaton perusoikeus on voimakkaasti kytketty varallisuusosoikeudellisiin ilmiöihin ja niitä suojaaviin nimenomaisiin perusoikeuksiin. Ilman varallisuusosoikeudellista vapaata vaihdantaa ei olisi markkinoita, eikä ilman markkinoita olisi varallisuusosoikeudellista vapaata vaihdantaa. Markkina- ja varallisuusosoikeudelliset perusoikeudet muodostavat siksi symbioottisen suhteen. On kuitenkin huomattava, ettei perustuslaissa ole kuitenkaan säädetty nimenomaisesti markkinoiden perusoikeussuojasta.

*Karhu* ei määrittele tarkemmin, mitä toimivilla markkinoilla tarkoitetaan tai miten toimivat markkinat tulisi ymmärtää. Tästä voisi virheellisesti päätellä, että

<sup>40</sup> *Länsineva* 2012, s. 52–53; *Pöyhönen* 1998, s. 52–53.

<sup>41</sup> *Pöyhönen* 1998, s. 52–53; *Pöyhönen* 2003, s. 82–83; *Tuomola* 2001, s. 269–270.



tällöin nojaututaan yleiseen tai perinteiseen taloustieteelliseen määritelmään *toimivista ja tehokkaista markkinoista*. Taloustieteellisesti toimivien tehokkaiden markkinoiden ennakkoodellytys on täydellisesti kilpailut markkinat. Taloustieteellisessä täydellisen kilpailun teoriassa markkinoilla on äärettömän paljon tuotteita, tuotteiden myyjiä ja tuotteiden ostajia. Lisäksi teoriassa oletetaan tarjolla olevan tiedon olevan täydellistä sekä ostajien että myyjien näkökulmasta.<sup>42</sup> Edellä kuvattua taloustieteellistä toimivien ja tehokkaiden markkinoiden teorian mukaista määritelmää on käytetty myös oikeustaloustieteellisessä, arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta korostavassa argumentaatiossa, johon tässä tutkimuksessa on suhtauduttu osin varauksella.

*Karhun* esittämä toimivia markkinoita koskeva teoria antaa systemaattisesti tulkittuna kuitenkin viitteitä jostain muusta kuin taloustieteellisestä täydellisesti kilpailutujen tehokkaiden markkinoiden teoriasta. Kun jokaiselta markkinaosapuolelta edellytetään oikeuksien käyttämisen (”oikeus”) ohella markkinoista huolehtimista (”velvollisuus”), viittaa tämä tässä tutkimuksessa omaksutun käsityksen mukaisesti siihen, että toimivat markkinat eivät perustukaan yksin toimintaympäristössään markkinaosapuolten itsekäille markkinatehokkuutta maksimoiville tarkoituserille *vaan ennemminkin kaikkien markkinaosapuolten perusteltujen odotusten huomioimiselle ja kunnioittamiselle*. Näin ollen toimivat markkinat rakentuvat perusoikeuskentässä markkinaosapuolten *omien ja muiden* markkinaosapuolten perusteltujen odotusten täyttämiseksi ja täyttymiseksi sekä oikeudenmukaisuudelle ja luottamukselle suhteessa toisiinsa markkinaosapuoliin ja myös markkinoihin itseensä. Vasta näiden kriteerien täytyessä mahdollisimman täysimääräisesti voi kysymys olla käytännössä *toimivista oikeudenmukaisista markkinoista*, jotka ohjautuvat tällöin automaattisesti myös tehokkaiksi ja luotettaviksi markkinoiksi. Tällöin myös sisäpiirinsäätely voidaan nähdä ennemminkin edellä kuvattua yhteisöllistä ja oikeudenmukaista toimintaa ja luottamusta tukevana järjestelmänä eikä niinkään perusoikeuksia rajoittavana ilmiönä.

Perusoikeuksien turvaaminen on noussut Euroopan unionissa keskeiseen asemaan, eikä perusoikeuksia voida sivuuttaa yhteisöoikeuden tavoitteiden tehokkaan turvaamisen yhteydessä. Perusoikeuksien turvaaminen on erityisesti talousrikossäännösten soveltamisen kannalta keskeistä, ja niiden toteutumiseen tai niistä seuraavaan tulkintavaikutukseen on kiinnitettävä entistä enemmän huomiota erityisesti talousrikosoikeuden näkökulmasta.<sup>43</sup>

<sup>42</sup> Ks. myös A. Ahonen (toim.) 2011, s. 27. Käytännössä markkinoilla tarjolla oleva informaatio on kuitenkin aina enemmän tai vähemmän epätäydellistä, ja tämän vuoksi *kaikki markkinat toimivat määritelmällisesti epätäydellisesti*.

<sup>43</sup> *Melander* 2012, s. 514. Perusoikeuksista yhteisöoikeuden osana ks. tarkemmin esimerkiksi *Ojanen* 2009, s. 1106–1124. Perusoikeuksien Euroopan unionin oikeuteen linkittyvänä keskeisenä tuomioistuinratkaisuna pidetään Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen jo vuonna 1969 antamaa

Perusoikeusnäkökulma voisi tarjota keinon luoda ja uudistaa myös arvopaperimarkkinaoikeuden yleisiä oppeja ja sisäistä systematiikkaa. Perusoikeusperiaatteiden voimakkaampi ja kattavampi integrointi arvopaperimarkkinaoikeuden sisälle ei välttämättä merkitsisi oikeudenalan sisällöllistä muuttamista tai muuttamista, vaan ennemminkin perusoikeusnäkökulman hyödyntäminen saattaisi tukea arvopaperimarkkinaoikeuden omia lähtökohtia ja samalla auttaa tiedostamaan niiden yhteyksiä oikeusjärjestyksen muihin osa-alueisiin.<sup>44</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa perusoikeusnäkökulmia ei voida sivuuttaa, vaan näkökulmien on päinvastoin oltava käytössä tulkintatyövälineinä *koko perusoikeusjärjestelmän* osalta. Samalla kun luovutaan yksittäisten perusoikeuksien korostamisesta ja tulkintatyövälineeksi mielletään koko perusoikeusjärjestelmä, voidaan ongelmatilannetta jäsenettäessä irtautua arvopaperimarkkinaoikeudellisen normin ensisijaisuudesta. *Perusoikeusmyönteisessä tulkintamallissa perinteinen tarkastelusuunta kääntyy päinvastaiseksi* ja samalla perusoikeusnäkökohtien käyttäminen muodostuu ensisijaiseksi, systemaattiseksi ja säännönmukaiseksi.<sup>45</sup>

---

ratkaisua *Strauderin* tapauksessa. Tuomioistuin totesi, että *perusoikeudet ovat osa yhteisöoikeuden yleisiä oikeusperiaatteita*, joita tuomioistuin suojaa. Ks. *Ojanen* 2009, s. 1107–1108.

<sup>44</sup> Samansuuntaisesti ks. *V-P. Viljanen* 2002, s. 32–33.

<sup>45</sup> Samansuuntaisesti ks. *Pöyhönen* 1998, s. 52.



---

### 3 Laillisuusperiaate arvopaperimarkkinoiden sääntelyn näkökulmasta

Laillisuusperiaate voidaan jakaa *osaperiaatteisiin*. Oikeuskirjallisuudessa on vaikiintuneesti lähdetty siitä, että osaperiaatteita on pääasiallisesti neljä. Nämä osaperiaatteet muodostuvat (i) kirjoitetun lain vaatimuksesta (*praeter legem*-kielto), (ii) analogiakiellosta, (iii) taannehtivan rikoslain kiellosta sekä (iv) epätäsmällisyyskiellosta. *Praeter legem*-kiellolla tarkoitetaan sitä, ettei lainkäyttäjä saa mennä lain ulkopuolelle juttua ratkaistaessa. Ratkaisujen on oltava toisin sanoen voimassa olevan lain mukaisia. Analogiakiellolla tarkoitetaan sitä, ettei lakia saa soveltaa analogisesti syytetyn vahingoksi. Analogian käyttäminen syytetyn eduksi sen sijaan on mahdollista. Taannehtivan rikoslain kiellolla tarkoitetaan sitä, ettei lainsäätäjällä saa säätää taannehtivasti sellaista tekoa rangaistavaksi, joka ei tekohetkellä ole ollut kriminalisoitu. Lainkäyttäjä ei myöskään saa soveltaa taannehtivasti lakia sellaisesta teosta rankaisemiseksi, joka ei tekohetkellä ole ollut rangaistavaa. Epätäsmällisyyskiellolla tarkoitetaan puolestaan sitä, ettei lainsäätäjällä saa säätää epätäsmällisiä rangaistussäännöksiä.<sup>46</sup> Osaperiaatteiksi jaetun laillisuusperiaatteen voidaan katsoa myös muodostuvan useamman oikeusnormin yhdistelmästä.<sup>47</sup>

Tämän tutkimuksen keskeinen aineellinen perusoikeusnäkökulma liittyy perustuslain 8 §:n mukaisen rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen *epätäsmällisyyskieltoa koskevan osaperiaatteen täyttymisen arviointiin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä*. Ketään ei saa pitää syyllisenä rikokseen eikä tuomita rangaistukseen sellaisen teon perusteella, jota ei tekohetkellä ole laissa säädetty rangaistavaksi. Rikoksesta ei saa myöskään tuomita ankarampaa rangaistusta kuin tekohetkellä on laissa säädetty. Vastaavasti rikoslain 3 luvun 1 §:n mukaan syylliseksi rikokseen saa katsoa vain sellaisen teon perusteella, joka on tekohetkellä laissa *nimenomaan* säädetty rangaistavaksi.<sup>48</sup> Laillisuusperiaate toi-

---

<sup>46</sup> Ks. esimerkiksi *Tapani* 2002a, s. 940. Ks. jaottelusta laajemmin *Frände* 1989, s. 5–36, 223–258.

<sup>47</sup> *Frände* 2005, s. 33.

<sup>48</sup> Myös Kansalaisyhteiskunnan ja poliittisten oikeuksien koskevan kansainvälisen yleissopimuksen 15 artiklan 1 kappale, Euroopan ihmisoikeussopimuksen 7 artikla sekä Euroopan unionin perusoikeuskirjan 49 artikla sisältävät määräykset rikosoikeudellisesta laillisuusperiaatteesta. Edellä mainittujen sopimusten määräykset ovat olleet Suomessa voimassa laintasoisina jo ennen perusoikeus uudistusta. Tarkemmin laillisuusperiaatteesta kansallisissa ja kansainvälisissä oikeudessa ks. esimerkiksi *Melander* 2008, s. 194–204. Laajemmin rikosoikeudellisesta laillisuusperiaatteesta ks.

mii rikoslainsäädännön oikeusvaltiollisuuden takeena. Toisaalta sitä voidaan pitää myös kriminalisointiperiaatteena, vaikka näin ei poikkeuksetta olekaan oikeustieteessä katsottu.<sup>49</sup> Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn osalta on laillisuusperiaatteen näkökulmasta arvioitava, onko nykyinen sääntely muun muassa riittävän *täsmällistä* ja täten riittävän *ennakoitavaa*.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoksen tunnusmerkistön täyttymiseen liittyvä kritiikki, jota on esitetty ”nimenomaan”-sanana lisäämisestä rikoslain 3 luvun 1 §:n laillisuusperiaatteen määritelmään, on perusteltua. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa ei ole kirjoitettu yksityiskohtaisesti lakiin siten, että rangaistuksen voitaisiin katsoa seuraavan ainoastaan sellaisesta teosta, joka tekohetkellä oli laissa ”nimenomaan” säädetty rangaistavaksi. *Tulkint Ongelma muodostuu pääasiassa sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten avoimuudesta ja tulkinnanvaraisuudesta*. Osakemarkkinoiden ja yritystoiminnan sekä yritysten dynaamisen toimintaympäristön jatkuvassa muutoksessa kielellisesti kaiken kattava säännösmuotoilu olisi kuitenkin myös sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen osalta mahdotonta.<sup>50</sup>

Laillisuusperiaatteen näkökulmasta on puolestaan ongelmallista, jos teon nimenomaisesta oikeudenvastaisuudesta (esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymisestä sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivaa rikoslakinormia arviotaessa) on ratkaisutilanteessa epävarmuutta. Epävarmuustilanne ei ole ratkaistavissa myöskään analogialla, koska rikoslain 3 luvun 1 §:n lisämäärä ”nimenomaan” muodostaa myös nimenomaisen analogiakiellon.<sup>51</sup> Rikoslain 3 luvun 1 §:n lausumalla ”nimenomaan” viitataan siis kahtaalle (i) rikosoikeudellisen sääntelyn *epätäsmällisyyskieltoon* sekä (ii) *analogiakieltoon*.

Säännösmuotoiluun liittyvää epävarmuutta voidaan hallita, tai ainakin kontrolloida, kriminaalipoliittisen rikoslainopin avulla. Kriminaalipoliittinen rikosoikeussysteemi perustuu käsitteelliseen selkeyteen ja järjestykseen sekä todellisuuden liityntään ja kiinnittymiseen kriminaalipoliittisiin tavoitteisiin. Tällöin kysymys on tavoiterationaalisesta rikosoikeussysteemistä. Kriminaalipoliittisesti latautunut rikoslainoppi korostaa sitä, että tulkintasuosituksukset sidotaan ja yhdistetään tietoon säännösten tavoitteista. Tällöin rikoslain erityisen osan tunnusmerkistöä on tulkittava siten, että huomioon otetaan säännöksen suojeluobjekti. Myös reaalisia argumentteja voidaan tällöin käyttää tulkintaperusteena.<sup>52</sup>

Arvopaperimarkkinoiden suojeluobjektin, markkinoiden luottamuksen, taustalla on tämän mukaisesti nähtävä keskeisenä tavoitteena markkinoiden toimi-

esimerkiksi *Frände* 1989; *Melander* 2008, s. 193–259. Ks. myös *Frände* 2004a, s. 31; *Nuutila* 1997b, s. 47; *Matikkala* 2005, s. 15; *Koponen* 2004, s. 29.

<sup>49</sup> *Melander* 2008, s. 193.

<sup>50</sup> *Parkkari* 2007, s. 215 (erityisesti alaviite 14). Ks. myös *Matikkala* 2003, s. 227–230.

<sup>51</sup> HE 44/2002 vp, s. 32/II, 34/I.

<sup>52</sup> *Tapani* 2002b, s. 151.

vuuden turvaaminen, joka voidaan nostaa kriminaalipoliittisesti latautuneessa rikoslainopissa arvopaperimarkkinaoikeudellisten tulkintakysymysten arvioinnin keskiöön. Tällöin on kuitenkin huomioitava, että markkinoiden luottamus on eri asia kuin markkinoiden toimivuus, ensimmäisen määreistä ollessa suojeluobjekti ja jälkimmäisen suojeluobjektin taustataavoite. Tällä tarkoitetaan sitä, että markkinat toimivat, vaikka luottamus niitä kohtaan hetkittäin vähäisessä määrin horjuisikin. Tällöin myös rikosoikeudellisen arvioinnin olisi keskityttävä siihen, millainen epäluottamus on vielä markkinoiden toimivuuden näkökulmasta *hyväksyttävää* ja millainen epäluottamusta aiheuttava teko johtaa rikoslakinormin soveltamiseen. Johdonmukainen johtopäätös tästä olisi se, etteivät markkinaluot- tamusta *vain vähäisessä määrin horjuttavat teot* olisi välttämättä kriminalisoitava, koska näillä teoilla ei olisi vaikutusta markkinoiden toimivuuteen eivätkä ne siten muodostaisi uhkaa markkinoiden luotettavuudelle. Toleranssi teolle olisi sitä suurempi, mitä kehittyneemmästä markkinaympäristöstä olisi kysymys. Täl- löin mahdolliset normiston rikkomiset voitaisiin sanktioida enenevässä määrin esimerkiksi hallinnollisessa menettelyssä.

Erityisesti rikoslain säännösten tulee olla sisällöltään riittävän selväpiirteisiä. Edellytyksenä on, että lain säännöksen tulee mahdollistaa, että sääntelyn kohde voi ainakin jossain määrin kohtuudella ennakoida, mahdollisesti oikeudellisia neuvoja hyväksikäyttäen, onko hänen menettelynsä lain mukaista vai ei.<sup>53</sup> Täl- löin esimerkiksi arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoit- tajan on pystyttävä selvittämään vaikeuksista, onko hän arviointitilanteessa sisä- piiriläinen vai ei ja voiko hän käydä arvopaperikauppaa ilman rangaistusuhkaa. Siksi myös arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon määritelmäsään- nöksen tulisi olla riittävän täsmällinen. Täsmällisyyttä edellytetään, koska mää- ritelmäsäännöksen sisältö ja tulkinta vaikuttavat välittömästi sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivan rikoslakinormin sovellettavuuteen.

Sääntelyn selkeys, tarkkuus sekä yhdenmukainen sovellettavuus ovat oikeus- varmuuden ennakoedellytyksiä. Sääntelytarkkuus ilmenee rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen asettamien vaatimusten vuoksi kahdella tavalla. Ensinnä- kin, lainsäädäntötasolla on huolehdittava rikosnormiston muotoilusta siten, että rikosnormin sanamuodon perusteella voidaan *ennakoida*, onko jokin teko tai laiminlyönti rangaistava vai ei. Toisaalta rikosoikeudelliseen laillisuusperiaatteen sisältyy epätasällisyyskielto, joka edellyttää laintasoiselta rikosoikeudel- liselta sääntelyltä *täsmällisyyttä*. Sääntelyn täsmällisyys liittyy välillisesti sään- telyn ennakoitavuuteen. Suomessa korkein oikeus on korostanut useissa ratkai- suissaan rikosoikeudellisen tulkinnan välttämättömyyttä. *Tulkinnan lopputulok- sen on oltava kuitenkin tekijälle ennalta-arvattavissa*. Rikosoikeudellisen oi-

<sup>53</sup> Häyrynen 2007, s. 838. Ks. myös esimerkiksi KKO 2005:27 ja KKO 2004:46.

keuskäytännön on oltava ennakoitavaa, koska yksinomaan lainsäädännössä kaikkea ei voida määritellä tyhjentävästi, ja siksi tietyn käsitteen tai tunnusmerkkien sisältö voi täsmentyä, ja sen pitää täsmentyä, oikeuskäytännössä.<sup>54</sup>

Tämä havainto koskee myös sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia rikosjutuja. Esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten täyttymisen täsmentyminen vasta oikeuskäytännön perusteella. Oikeuskäytännön on kuitenkin oltava myös ennakoitavaa, vaikka oikeuskäytännössä omaksuttu ratkaisulinja voi perustellusti myöhemmin muuttua. Ennakoitavuuden vaatimuksen täyttyminen vaikeutuu, koska jutut on ratkaistava tilannekohtaisen kokonaisuuskäytännön ja yksilöllisesti asiaan vaikuttavan oikeustositteen perusteella. Tällöin kokonaisarviointitilanne on väistämättä joka kerta yksilöllinen. Lisäksi ennakoitavuuden vaatimuksen täyttymistä arvopaperimarkkinoiden sääntelyn osalta vaikeuttaa oikeuskäytännön ja erityisesti ennakkoratkaisujen lukumääräinen vähäisyys.

Ainoastaan riittävän tarkka ja selkeä sääntely voi olla laillisuusperiaatteen mukaista. Teknisesti korkeatasoisella ja toimivalla sääntelyllä on tärkeä merkitys myös arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyyn edistämässä, markkinoiden luotettavan toiminnan turvaamisessa sekä sijoittajien suojan edistämässä.<sup>55</sup> Tällöin täsmällinen sääntely ohjaa omalta osaltaan markkinaosapuolia toimimaan arvopaperimarkkinoilla normiston ja hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Silloin kun arvopaperimarkkinoilla sovelletaan rikosoikeutta, on sovellettava laillisuusperiaatteen mukaista laintulkintatapaa.<sup>56</sup> Lainsäädännön ulkopuolisen sääntelyn – esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden ohjaamisessa käytetyn itse-sääntelyn – määrän ja merkityksen kasvaessa laillisuusperiaatteen toteutumiseen on myös rikosoikeuden ulkopuolisen sääntelyn osalta kiinnitettävä yhä enemmän huomiota.<sup>57</sup> Lähtökohtaisesti kaikenlaisen markkinaosapuolten toimintaa ohjaavan ja markkinaosapuolille oikeuksia tai velvollisuuksia asettavan sääntelyn tulee olla laillisuusperiaatteen mukaista eli *laillista*.

Laillisuusperiaatteen huomioiminen lainsäädännön ulkopuolisen sääntelyn osalta voidaan ymmärtää kahdella tavalla. Perinteisesti tällä ymmärretään sitä, että myös ulkopuolisen sääntelyn normien on oltava riittävän tarkkoja ja yksityiskohtaisia siten, että niiden tulkitseminen on sääntelyn kohteiden (ja muiden) kannalta vaivatonta. Toisaalta laillisuusperiaatteen huomioiminen tässä yhteydessä voidaan ymmärtää siten, että lainsäädännön ulkopuolisen sääntelyn sisältö ja merkitys pitää huomioida rikosoikeudellista normia sovellettaessa. Tällöin esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttönormin soveltamistilanteessa tulisi työ-

<sup>54</sup> Melander 2010a, s. 28.

<sup>55</sup> HE 32/2012 vp, s. 63.

<sup>56</sup> Ks. myös Knuts – Norros 2011, s. 1411.

<sup>57</sup> Ks. esimerkiksi Keskuskauppakamari 2008, s. 2.

kaluna käyttää *kaikkia sisäpiirinsäätelyn tasoja* eli sisäpiirinsäätelyä kokonaisuutena. Tämä voi kuitenkin rikosoikeudellisessa arvioinnissa olla ongelmallista, koska syyksilukeva tuomio voi perustua *vain voimassa olevaan lakiin*. Säätelykokonaisuuden huomioiminen rikoslakinormin taustalla välittömästi vaikuttavan aineellisen oikeuden normin sisällön selvittämiseksi on kuitenkin tarpeellista.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rangaistusnormi ei ole tarkka. Epätarkkuus muodostuu arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon määrittelyn, joka on välttämätön rikoslakinormin tulkitsemiseksi, avoimuudesta ja tulkinnanvaraisuudesta. Tilanne ei ole kuitenkaan epätavallinen talousrikossääntelyn osalta. Epätarkkuuden aiheuttama epävarmuus on ratkaistavissa teleologisen laintulkinnan sekä sen vastapainona systemaattisen perusoikeusyhteyden hyväksikäyttämisen avulla. Teleologinen tulkintatapa ei välttämättä tee ratkaisua yksinkertaiseksi, mutta se antaa kuitenkin takeet siitä, että rikoslainoppi ja rikoslainkäyttö ovat myös kriminaalipoliittisesti kestävällä pohjalla.<sup>58</sup>

Laillisuusperiaatteen keskeinen sisältö on se, että tekijällä on tullut olla teko hetkellä mahdollisuus tietää kielletyn menettelyn rajat ja pidättyä rikkomasta näitä rajoja. Talousrikokset sisältävät tyypillisesti tunnusmerkitöjä, joiden tulkinnaassa on ratkaisevaa, mikä merkitys tälle *ennakoitavuudelle* annetaan. Ennakoitavuus koskee sekä rangaistussäännösten täsmällisyyttä että oikeuskäytännön ennustettavuutta. Rangaistavuuden edellytyksenä on tällöin se, että tekijän on tullut teko hetkellä mieltää (ennakoida) tekonsa mahdollinen rangaistavuus.<sup>59</sup> Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikoksen rangaistavuuden osalta tämä tarkoittaa sitä, että tekijän on tullut tietää tai joka tapauksessa ottaa ennakoita huomioon se, että hänellä on teko hetkellä ollut hallussaan sisäpiirintietoa, jonka hyväksikäyttäminen taloudellisen hyödyn hankkimiseksi on arviointiolosuhteissa rangaistavaa.

Ennakoitavuuden vaatimus toteutuu heikosti silloin, kun markkinaosapuolten tiedossa ei ole ennakoita, milloin sisäpiirintieto syntyy. *Tällöin arvopaperimarkkinaoikeudellisen ja rikosoikeudellisen säätelyn kokonaisuus voi olla liian epätasällinen*. Talousrikosoikeudelliset, ja vastaavasti myös arvopaperimarkkinaoikeudelliset, säännökset voivat kuitenkin olla epätasällisyyksiellon kannalta tietyissä olosuhteissa väljemmin arvioitavia. Tietyllä alalla toimivalta henkilöltä voidaan edellyttää oman alansa rikosoikeudelliseen ja muuhun säätelyyn kohdistuvaa *kohtuullista* selvilläolo- ja selonottovelvollisuutta.<sup>60</sup> Tästä on päätel-

<sup>58</sup> Samansuuntaisesti ks. Tolvanen 1999, s. 247.

<sup>59</sup> Koponen 2004, s. 36–37; Tapani 2002a, s. 957.

<sup>60</sup> Melander 2010a, s. 38. Ks. myös Gropperan juttu (kohta 68). Ratkaisun mukaan *ennustettavuuden käsite* on riippuvainen muun muassa lainsäädännön kohteena olevasta alasta sekä säätelyn kohteen määrästä ja asemasta. Rikosoikeudellisen säännöksen sanamuodon perusteella ja tarvittaessa myös tuomioistuimen säännöstä koskevan tulkintakäytännön mukaan *on pystyttävä enna-*



tävissä, että arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan on oltava ainakin tietyiltä osin tietoinen esimerkiksi sisäpiirinsääntelyn sisällöstä ja arvopaperikauppaan liittyvistä säädännöllisistä riskeistä.

Selvilläolo- ja selonottovelvollisuuden täyttämisen voi olla merkitystä myös tahallisuusarvioinnissa. *Fränden* mukaan niin sanotun *oletetun tahallisuuden tilanteesta* on kysymys muun muassa silloin, kun tekijä on tahallaan laiminlyönyt *oikeudellisesti sitovan* selonottovelvollisuuden noudattamista ja tästä syystä tekijältä puuttuu tieto rikosoikeudellisesti merkityksellisistä olosuhteista. Kuitenkin tietämättömyys oikeudellisesti sitovasta selonottovelvollisuudesta käsitellään kieltoerehdystä koskevien sääntöjen mukaan.<sup>61</sup>

Sisäpiirintiedon väärinkäyttönormistoon liittyen ei ole olemassa *oikeudellisesti sitovaa selonottovelvollisuutta*, vaikka arvopaperimarkkinaoikeudelliselta järkevältä ja huolelliselta sijoittajalta voidaankin olettaa *kohtuullista* selvilläoloa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöä ohjaavan sääntelyn sisällöstä.

Tuomioistuin tekee ratkaisunsa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevissa asioissa voimassa olevaa lainsäädäntöä noudattaen ja siten, että sen ratkaisut ovat ennalta vähintään kohtuudella ennakoitavissa. Tällöin ratkaisun taustalla olevan keskeisen normiston on oltava täsmällistä. Voimassa olevan arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan lain uudistuksella *pyrittiin parantamaan erityisesti oikeusvarmuutta* selkeyttämällä ja ajantasaistamalla sääntelyn sisältöä. Lisäksi oikeusvarmuutta pyrittiin selkeyttämään lisäämällä lakiin vakiintuneita oikeuskäsityksiä.<sup>62</sup> Tästä on pääteltävissä, ettei vanhan arvopaperimarkkinalain osalta ole ainakaan täysimääräisesti onnistuttu takaamaan oikeusvarmuutta markkinaosapuolille.

Arvopaperimarkkinalain oikeusvarmuutta koskevat parannukset ovat koskeneet pääasiassa arvopaperimarkkinalaissa säädettyä *vahingonkorvausvastuuta*, jota koskeva lainsäädäntö oli pysynyt muuttumattomana vanhan arvopaperimarkkinalain säätämisen alkaen. Oikeusvarmuusnäkökohtia ei ole arvopaperimarkkinalain esitöissä käsitelty erityisesti sisäpiirintiedon määritelmän, syntymisen tai käyttämisen yhteydessä.<sup>63</sup> Tästä ei voida kuitenkaan päätellä, että esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymisen osalta olisi saavutettu erityinen oikeusvarmuuden tila.

---

*koimaan*, onko jokin toiminta tai laiminlyönti rangaistavaa. Ks. *Melander* 2010a, s. 36–37. Ks. ennakoitavuuteen liittyen myös esimerkiksi PeVL 10/2000 vp, PeVL 22/2001 vp, PeVL 29/2001 vp, PeVL 41/2001 vp, PeVL 26/2002 vp, PeVL 40/2002 vp, PeVL 48/2002 vp, PeVL 26/2004 vp, PeVL 7/2005 vp, PeVL 17/2006 vp ja PeVL 18/2007 vp.

<sup>61</sup> *Frände* 2010b, s. 160.

<sup>62</sup> HE 32/2012 vp, s. 92, 192.

<sup>63</sup> HE 32/2012 vp, s. 56. Arvopaperimarkkinoiden vahingonkorvauksen systematiikasta ks. tarkemmin esimerkiksi *Norros* 2009.

Lainkäytössä olisi pyrittävä siihen, että samankaltaisissa jutuissa myös ratkaisut olisivat toistensa kaltaisia, mikä on ongelmallista, koska aikaisemmat ratkaisut ja niiden sisällöt eivät sido tuomioistuimia. Päinvastaisessa tilanteessa voidaan kuitenkin ajautua tilanteeseen, jossa tunnusmerkistö, tai tunnusmerkistön taustalla vaikuttava aineellisoikeudellinen normi, on epätäsmällinen ja siksi oikeuskäytäntö asiassa on ristiriitaista. Lisäksi muu sääntelyaineisto saattaa antaa ristiriitaisia signaaleja tunnusmerkistön täyttymisen kannalta keskeisten normien sisällöstä. Siksi on perusteltua katsoa, että sisäpiirintiedon määritelmän edellytysten ja sisäpiirin tiedon syntymisen osalta tilanne on pitkälti edellä kuvatulla tavalla ongelmallinen. Myöskään teleologinen tulkinta, joka sinänsä kuuluu selvästi myös sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevissa jutuissa tulkintatyövälineiden joukkoon, ei saa johtaa ennakoimattomiin lainkäytön ratkaisuihin. Ennakoimattomien ratkaisujen välttämiseksi on välttämätöntä tunnistaa kaikkien asian ratkaisemiseen vaikuttavien normien taustalla vaikuttavat arvot, tavoitteet ja periaatteet suojeleobjektin määrittämisen lisäksi. Tätä tunnistamista helpottaa perusoikeusjärjestelmän hyväksyminen systemaattisesti arvopaperimarkkinaoikeuden ohjausvälineeksi.

Oikeusvarmuuden ja tuomioistuimen ratkaisujen ennakoitavuuden kannalta ongelmallisia ovat olleet ainakin *Sampo – Pohjolan*, *TJ Groupin* ja *Jippii Groupin* jutut. *Sampo – Pohjolan* jutussa käräjäoikeus hyväksyi syytteen, hovioikeus hylkäsi syytteen ja korkein oikeus hyväksyi syytteen. *TJ Groupin* jutussa käräjäoikeus hylkäsi pääasiassa kaikki syytteet ja tuomitsi toimitusjohtajan sekä hallituksen puheenjohtajan sakkorangaistuksiin. Hovioikeus tuomitsi heidät ankarammin ehdollisiin vankeusrangaistuksiin ja korkein oikeus ehdottomiin vankeusrangaistuksiin. *Jippii Groupin* jutussa käräjäoikeus hylkäsi kaikki syytteet, hovioikeus puolestaan hyväksyi lähes kaikki syytteet, korkein oikeus purki hovioikeuden tuomion ja toisessa käsittelyssä hovioikeus hylkäsi kaikki syytteet.

Eri oikeusasteiden toisistaan poikkeavat ratkaisut eivät ole omiaan parantamaan käsitystä oikeusvarmuudesta arvopaperimarkkinarikosasioissa. Eri oikeusasteissa toisistaan poikkeavat ratkaisut eivät selity oikeusasteissa esitetyllä erilaisella näytöllä, koska lähtökohtaisesti esitettävä näyttö pysyy oikeusastekohtaisesti samana, vaikka näytönarviointi voi oikeusastekohtaisesti vaihdellakin.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön, ja siihen kytkeytyvän sisäpiirintiedon määritelmän, avoimuus on ongelmallinen erityisesti laillisuusperiaatteen näkökulmasta.<sup>64</sup> Tunnusmerkistön ja määritelmän avoimuus voi johtaa perusteet- ta syyksilukevaan tuomioon erityisesti näytöllisesti epäselvissä tilanteissa, vaikka vahvana periaatteena pitäisi tällöin olla se, että syyte tulisi vastaajan edun

<sup>64</sup> Ks. samansuuntaisesti *Kurenmaa* 2003, s. 71; *Häyrynen* 2007, s. 839.

mukaisesti hylätä. Epäselvien ja vaikeasti hyödynnettävissä olevien lakien on yleisesti katsottu olevan *puolustuksen etu*.<sup>65</sup>

Epävarmuus lain säännösten sisällöstä ja tuomioistuimien niiden perusteella mahdollisesti tekemistä ratkaisuisista yksittäistapauksissa voivat myös ei-toivotulla tavalla vähentää markkinaosapuolten halukkuutta tehdä säännösten noudattamisen näkökulmasta riskipitoisia mutta sinänsä esimerkiksi liikkeeseenlaskijan tai osakkeenomistajien näkökulmasta taloudellisesti perusteltuja ratkaisuja. Liian tulkinnanvaraiset sisäpiirinsäännöt voivat tarpeettomasti heikentää liikkeeseenlaskijoiden sisäpiiriläisten oikeutettua ja usein toivottua osakeomistusta. Liian joustavat säännöt voivat myös muodostaa riskin säännösten tavoitteiden toteutumiselle sekä niiden tehokkaalle toimeenpanolle.<sup>66</sup> Ennakoitavuuden heikkeneminen aiheuttaa myös epävarmuutta riskiarvioinneissa sekä riskeihin varautumisen kautta myös lisäkustannuksia.<sup>67</sup>

On havaittavissa, että laillisuusperiaatteen tarkkaan soveltamiseen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä liittyy useita ongelmallisia näkökohtia. Laillisuusperiaatteen mukaisesti erityisesti rikosoikeudelliselta sääntelyltä, esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivalta normilta, edellytetään täsmällisyyttä, tarkkarajaisuutta ja tietyssä määrin ennustettavuutta. Rikosoikeudellinen rangaistus voi perustua ainoastaan täsmälliseen lainsäädäntökseen. Arvopaperimarkkinoiden sääntelytekniikasta johtuen sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivan rikoslakinormin soveltaminen edellyttää selonottamista arvopaperimarkkinolain sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen sisällöstä. Tämä normi on puolestaan avoin ja tulkinnanvarainen. Arviointitilanteessa tarkkarajainen rikoslakinormi ja avoin arvopaperimarkkinaoikeudellinen normi integroituvat. Laillisuusperiaate koskee myös normi-integraatiota ja sen lopputulosta. Koska sisäpiirintiedon määritelmäsäännös ja sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavaksi säätäminen ovat tapahtuneet ajallisesti ennen perusoikeusuudistusta, on arviointitilanteessa perusteltua omaksua *voimakas perusoikeusmyönteinen tulkintatapa* tässä tutkimuksessa aikaisemmin esitetyllä tavalla. Tämän tulisi johtaa laillisuusperiaatteen voimakkaaseen korostumiseen tulkinnallisissa epäselvyyssitilanteissa.

<sup>65</sup> Larsson 2001, s. 57–58.

<sup>66</sup> Häyrynen 2007, s. 838–839. *Nordic Aluminiumin* jutussa yhtiön tuleva hallituksen puheenjohtaja osti yhtiön osakkeita puolustuksen mukaan *osoittaakseen sitoutumistaan yhtiöön*. Helsingin käräjäoikeus tuomitsi hallituksen puheenjohtajan sakkorangaistukseen törkeästä huolimattomuudesta tehdystä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Helsingin hovioikeus pysytti tuomion tältä osin.

<sup>67</sup> Karhu 2005a, s. 170.

---

## 4 Oikeusturva arvopaperimarkkinoilla

Perustuslain 21 §:n tarkoitus on turvata Suomea velvoittavien kansainvälisten ihmisoikeussopimusten edellyttämän *access to justice* -periaatteen toteutuminen. Perustuslain 21 §:n sisältö ja tulkinta määräytyvät pitkälti Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan tulkintojen perusteella. Siksi perustuslain 21 §:ää tulkittaessa huomiota on kiinnitettävä erityisesti Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisuihin ja niiden perusteluihin.<sup>68</sup> Kaikille kuuluvaa *oikeusturvaa* sääntelevä perustuslain 21 § on kiinnittynyt taustaltaan ja perusteiltaan voimakkaasti kansainväliseen ja eurooppalaiseen tulkintakäytäntöön. Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artikla takaa jokaiselle oikeuden oikeudenmukaiseen oikeudenkäyntiin. Artiklan varsinainen sisältö avautuu ja muotoutuu lopullisesti Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisukäytännön perusteella.<sup>69</sup> Oikeusturvan ja oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin vaatimukset koskevat rikosprosessin lisäksi myös siviili- ja hallintolainkäyttöprosesseja.

Myös perustuslain 21 §:n oikeusturvaa ja oikeudenmukaista oikeudenkäyntiä sääntelevä normi on jaoteltavissa osaedellytyksiin. Tässä tutkimuksessa kiinnitetään huomiota vain *itsekriminointisuoja* ja *ne bis in idem* -periaatetta koskevien menettelyllisten osaedellytysten arviointiin arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä. Oikeusturva ja oikeus oikeudenmukaiseen oikeudenkäyntiin kuuluvat kaikille markkinaosapuolille riippumatta siitä, suoritetaanko arviointia esimerkiksi arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan kriteerein vai muiden kriteerien perusteella.

Oikeusturvan ja oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin vaatimukset liittyvät erityisesti arvopaperimarkkinoiden sanktiojärjestelmään, joka on jaettavissa pääasiassa rikosoikeudelliseen ja hallinnolliseen puoleen. Rikosoikeudellisen sanktiojärjestelmän toteuttaminen kuuluu yksinomaisesti julkiselle vallalle. Hallinnollisilla sanktiojärjestelmillä on useampia toteuttajia, joista tässä tutkimuksessa arvioidaan erityisesti Helsingin pörssin kurinpitomenettelyä perusoikeussääntelyn näkökulmasta.

---

<sup>68</sup> Samansuuntaisesti ks. *Saraviita* 2005, s. 478.

<sup>69</sup> Ks. myös *Hirvelä – Heikkilä* 2013, s. 164.

## 4.1 HELSINGIN PÖRSSIN KURINPITOMENETTELY OIKEUSTURVANÄKÖKULMASTA

Pörssin kurinpitomenettelystä on säädetty Helsingin pörssin sääntöjen 9 luvussa. Kurinpitoasioita käsittelee pörssin lisäksi *kurinpitolautakunta*. Pörssin on saatettava asia vireille kurinpitolautakunnassa, jos asian luonne, rikkomuksen toistuminen, ennakkotapauksen tarve tai muu vastaava syy sitä edellyttää. Pörssin sääntöjen mukaan pörssiyhtiön, sen emoyhtiön tai pörssivelkakirjan liikkeeseenlaskijan rikkoessa lakia, sen nojalla annettuja määräyksiä, pörssin sääntöjä, määräyksiä, ohjeita tai päätöksiä, pörssin kanssa tekemänsä sopimusta, pörssille antamiaan sitoumuksia tai hyvää arvopaperimarkkinatapaa, laiminlyöntiin syylistyneelle voidaan määrätä seuraamus. Kurinpitomenettelyn seuraamuksena on *varoitus*. Varoituksen lisäksi kurinpitolautakunta voi määrätä *kurinpitomaksun*, jonka määrä on vähintään 10 000 euroa ja enintään 500 000 euroa. Seuraamusta määrättäessä otetaan huomioon rikkomuksen vakavuus, osapuolen koko ja muut olosuhteet. Mikäli rikkomus on erityisen vakava, kurinpitolautakunta voi *varoituksen ja kurinpitomaksun määräämisen lisäksi* esittää, että *arvopaperi poistetaan pörssilistalta*. Tällöin kurinpitolautakunnan on myös annettava lausunto rikkomuksen vakavuudesta. Mikäli rikkomus on vain vähäinen, voidaan osapuolelle antaa (vain) *muistutus*. Kurinpitomenettelyyn sovelletaan pörssin sääntöjen 9 luvun määräysten lisäksi kurinpitolautakunnan sääntöjä.<sup>70</sup>

Kurinpitolautakunnan sääntöjen mukaan asian käsittely on kirjallista. Kurinpitolautakunta voi varata asianosaiselle mahdollisuuden esittää näkemyksensä asiassa myös suullisessa käsittelyssä. Tarvittaessa kurinpitolautakunta voi asianosaisen kustannuksella kuulla asiantuntijoita sekä hankkia tarvitsemiaan selvityksiä. Asianosaiselle on varattava mahdollisuus esittää näkemyksensä kaikista asiaan liittyvistä olennaisista seikoista, joita asian käsittelyn yhteydessä on tullut ilmi. Kurinpitolautakunnan oikeudesta saada tarvittavia tietoja on säädetty pörssin säännöissä.<sup>71</sup> Tällöin kurinpitolautakunnalla on *oikeus* saada pörssiyhtiöltä, pörssiyhtiön emoyhtiöltä sekä pörssivelkakirjan liikkeeseenlaskijalta tiedot, jotka ovat tarpeen kurinpitomenettelyssä. Lisäksi kurinpitolautakunnalla on oikeus suorittaa KHT-tilintarkastajan tai muun asiantuntijan avulla *tarkastus* pörssiyhtiössä ja pörssivelkakirjan liikkeeseenlaskijayhteisössä tietojen saamiseksi.<sup>72</sup>

Kurinpitolautakunnan toiminta lähestyy menettelyllisesti tuomioistuintoimintaa, vaikka kurinpitomenettelyn yhteydessä ei pääsääntöisesti vastaanoteta henkilötodistelua. Kurinpitolautakunnalla on laaja oikeus saada tietoja liikkeeseen-

<sup>70</sup> Pörssin säännöt 2013, kohdat 9.2.1–9.2.6.

<sup>71</sup> Kurinpitolautakunnan säännöt 5 §.

<sup>72</sup> Pörssin säännöt 2013, kohdat 9.1.2–9.1.3.

laskijalta kurinpitomenettelyssä sekä lisäksi oikeus hankkia näitä tietoja itse. Kurinpitoseuraamuksia on pidettävä merkittävänä, ja ankarimmillaan kurinpitomenettely voi johtaa varoitukseen, seuraamusmaksuun sekä arvopaperin pörssi-listalta poistamiseen.

Helsingin pörssin kurinpitomenettelyn osalta voidaan arvioida, *rinnastuvatko kurinpitomenettelyssä määrätyt seuraamukset rikosoikeudellisiin sanktioihin*. Kysymystä voidaan pitää osin samankaltaisena kuin verotusmenettelyyn liittyvää kysymystä veronkorotuksen ja rikosoikeudellisten sanktioiden rinnastumisesta.<sup>73</sup>

Helsingin pörssin liikkeeseenlaskijaa koskevaa kurinpitomenettelyä voidaan verrata Suomen asianajajaliiton valvontamenettelyyn. Asianajajan tulee myötävaikuttaa valvontamenettelyssä esille tulevan kurinpitotoasian selvittämiseen ja asianajaja on velvollinen asianajajista annetun lain (12.12.1958/496) 6 §:n 1 momentin, 7 d §:n 3 momentin ja hyvää asianajajatapaa koskevien ohjeiden 12.1-kohdan perusteella antamaan valvonta-asiassa vastauksen kantelijan häneen kohdistamiin moitteisiin. Tapaohjeiden 12.1-kohdan mukaan asianajajan on vastattava hänelle asianajajista annetun lain ja Suomen asianajajaliiton sääntöjen edellyttämässä asioissa esitettyihin kysymyksiin *avoimesti, totuudenmukaisesti ja määräajassa*.

*Valvontamenettelyä koskevan ohjeen mukaan valvonta-asiassa ei ole kysymys rikosoikeudellisesta tuomitsemistoiminnasta vaan asianajajakunnan eettisten sääntöjen noudattamisen valvonnasta*. Tästä seuraa, että asianajaja on valvonta-asioissa velvollinen noudattamaan totuutta ja että asianajajan on annettava totuudenmukaisesti vastaus jokaiseen kantelijan esittämään, hyvän asianajajatavan rikkomista koskevaan moitteeseen. Totuusvelvollisuus koskee jokaista kysymystä sekä asian selvittämistä suullisessa käsittelyssä.<sup>74</sup>

Valvontamenettelyä koskevan ohjeen mukaan itsekriminointisuojausta seuraa se, että mikäli asianajajan toiminnasta on tehty rikosilmoitus, valvontalautakunnan asianajajalle lähettämässä vastauspyynnössä kiinnitetään asianajajan huomiota siihen, että *oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin takeisiin kuuluvaan rikoksesta epäillyn oikeuteen* sekä esitutkinnassa ja muussa viranomaistoiminnassa *kuuluu oikeus vaieta ja olla myötävaikuttamatta oman syyllisyytensä selvittämiseen*. Siksi valvontamenettelyssä asianajajalle todetaan, että hänellä on oikeus käyttää tätä oikeutta ja asianajaja voi häneltä pyydetyn vastauksen antamisen sijasta pyytää, että asian käsittely valvontamenettelyssä lykätään odottamaan esitutkinnan, syyteharkinnan ja mahdollisen oikeudenkäynnin lopputulosta ja ettei hänen tarvitse antaa vastaustaan kanteluun ennen kyseisten viranomaistoimien päättymistä.<sup>75</sup> Asianajajia koskevan valvontame-

<sup>73</sup> Hallinto- ja rikosoikeudellisten toimenpiteiden merkityksestä *ne bis in idem* -periaatteen osalta ks. *Franssonin* juttu (erityisesti kohdat 33–37). Arvopaperimarkkinoiden seuraamusmenetelmien päällekkäisyyteen ovat huomiota kiinnittäneet aikaisemmin myös esimerkiksi *Kurenmaa* ja *Knuts*. Ks. laajemmin *Kurenmaa* 2006, s. 159–179; *Knuts* 2006, s. 831–852.

<sup>74</sup> *Valvontamenettelyohje*, kohta 1.2.4.

<sup>75</sup> *Valvontamenettelyohje*, kohta 1.2.4.

nettelyn mahdolliset seuraamukset ovat huomautus, varoitus, seuraamusmaksu (500–15 000 euroa) ja Suomen asianajajaliiton jäsenyydestä erottaminen. Erottaminen on seuraamuksista vakavin ja se on voitu määrätä seuraamukseksi silloin, kun asianajaja on syyllistynyt vakavaan rikokseen tai epärehellisyys-teen. Valvontamenettelyä koskevassa ohjeessa ei ole arvioitu tarkemmin *valvontamenettelyn seuraamusten suhdetta rikosoikeudellisiin seuraamuksiin* ja tämän suhteen mahdollista vaikutusta oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin peruseriaatteiden toteutumiseen kokonaisuutena.<sup>76</sup> Ainakin vakavampien seuraamusten osalta voisi olla perusteltua katsoa valvontamenettelyn sanktioiden rinnastuvan rikosoikeudellisiin sanktioihin, jolloin valvottavalle kuuluisivat myös kaikki rikosprosessissa käytettävissä olevat oikeusturvakeinot.

Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen vakiintuneen ratkaisukäytännön perusteella *kysymys seuraamuksen rikosoikeudellisesta luonteesta* ratkaistaan niin sanottujen *Engel*-kriteereiden perusteella.<sup>77</sup> *Engel*-kriteereitä ovat (i) teon oikeudellinen luonnehdinta kansallisen oikeuden mukaan, (ii) teon todellinen luonne ja (iii) määrättävissä olevan seuraamuksen ankaruus. Mikäli teko on kansallisen oikeuden mukaan selvästi rikos ja siitä on määrätty seuraamus rikosprosessissa, kysymys on aina rikosasiasta (kriteeri (i)). Mikäli tämä kriteeri ei täyty, arvioidaan tilannetta kriteereiden (ii)–(iii) perusteella. Nämä kriteerit ovat toisilleen vaihtoehtoisia, jolloin riittävää on se, että teko on *luonteeltaan rikos* (kriteeri (ii)) tai teosta voidaan määrätä seuraamus, joka *luonteeltaan* tai *ankaruudeltaan* kuuluu yleensä rikosseuraamusten piiriin (kriteeri (iii)). Mikäli arviointi ei ole mahdollista vain yhden kriteerin perusteella, tulee asia ratkaista kokonaisharkinnan perusteella.<sup>78</sup> Pörssin kurinpitomenettelyn osalta arviointi painottuu tässä tutkimuksessa kriteerin (iii) selvittämiseen.

Toistaiseksi ei ole olemassa oikeuskäytäntöä, jossa olisi todettu, että rikosprosessi ja pörssin kurinpitomenettely olisivat välittömästi rinnastettavissa toisiinsa. Myöskään oikeuskäytäntöä, jossa pörssin kurinpitoseuraamukset olisi rinnastettu rikosoikeudellisiin seuraamuksiin, ei ole olemassa. Siksi ei ole olemassa myöskään oikeuskäytäntöä siitä, miten kurinpitomenettelyn ja rikosprosessin rinnastaminen voisi vaikuttaa valvottavan asemaan. Tämän vuoksi tutkimuksessa esitettyjen näkökulmien oikeuslähdeopillinen tuki on näiltä osin vaillinainen.

Veronkorotusmenettelyn osalta korkein oikeus, korkein hallinto-oikeus sekä Euroopan ihmisoikeustuomioistuin ovat päätyneet siihen, että veronkorotusmenettely on rinnastettavissa rikosoikeudelliseen seuraamukseen. Myös ruotsalai-

<sup>76</sup> Asianajajatoiminnan itsekriminointisuojaan puutteista ks. tarkemmin *Matikkala* 2010, s. 368–371. Asianajajien valvontamenettelystä ks. laajemmin esimerkiksi *Fredman* 2013, s. 269–272. Ks. myös HE 318/2010 vp valvontamenettelyn vireilläolosta samanaikaisesti rikosasian kanssa.

<sup>77</sup> *Engel v. Alankomaat*.

<sup>78</sup> *Vuorenperä* 2011, s. 504–505. Ks. myös KKO 2010:45 (erityisesti kohta 11), KKO 2012:46, Helsingin hovioikeus 2012:13 ja Rovaniemen hovioikeus 2010:1.

nessa oikeuskirjallisuudessa sekä oikeuskäytännössä on katsottu, että veronkorotus on rikosoikeudellinen seuraamus.<sup>79</sup> Siksi voi olla analogisesti perusteltua arvioida sitä, voiko myös pörssin kurinpitomenettely rinnastua rikosoikeudelliseen menettelyyn sanktioiden osalta, ja jos voi, mitä tästä menettelyllisesti seuraa.

Pörssin kurinpitomenettelyn osalta on arvioitava, millaisia oikeuksia kurinpitomenettelyn rinnastuminen rikosprosessiin voi kurinpitomenettelyn asianosaiselle antaa ja toisaalta, mitä vaikutuksia näillä oikeuksilla olisi kurinpitomenettelyssä. Mikäli kurinpitomenettely olisi rinnastettavissa rikosprosessiin, olisi valvottavalla käytettävissään ainakin (i) Euroopan ihmisoikeussopimuksen 6 artiklan 2–3 kohtien (syyttömyysolettama ja syytetyn vähimmäisoikeudet), (ii) Kansalaisoikeuksia ja poliittisia oikeuksia koskevan kansainvälisen yleissopimuksen 14 artiklan 3 kappaleen g-kohdan (itsekriminointisuoja) sekä (iii) esitutkintalain 4 luvun 3 §:n ja 7 luvun 10 §:n *takaamat oikeusturvakeinot* (itsekriminointisuoja sekä kuultavalle ennen kuulustelua annettavat ilmoitukset).

*Itsekriminointisuoja*lla tarkoitetaan sitä, että rikoksesta epäiltyä tai syytettyä ei saa pakottaa tai painostaa myötävaikuttamaan oman syyllisyytensä selvittämiseksi. Itsekriminointisuoja sisältää myös epäillyn oikeuden olla vastaamatta esitettyihin kysymyksiin sekä sen, ettei epäillyllä ole asiassa totuudessapyyntymisvelvoitetta.<sup>80</sup> Itsekriminointisuoja kuuluu olennaisena osana oikeusvaltion ja oikeudenmukaiseen oikeudenkäyntiin.<sup>81</sup> *Syyttömyysolettaman* keskeinen sisältö on se, että henkilöä on pidettävä syyttömänä, kunnes hänen syyllisyytensä on osoitettu laillisesti toteen. Tällöin todistustaakka syytetyn syyllisyydestä on syyttäjällä. *Kuultavalle tehtävien ilmoitusten* sisältönä on se, että kuulusteltavalle on ennen kuulustelua ilmoitettava hänen asemansa tutkinnassa. Epäillyn kuulustelun yhteydessä on myös ilmoitettava muun muassa epäillyn oikeudesta olla myötävaikuttamatta rikoksensa selvittämiseen.<sup>82</sup>

<sup>79</sup> Vuorenää 2011, s. 504.

<sup>80</sup> Itsekriminointisuoja on voimassa myös rikosjutun ulkopuolisissa tilanteissa eikä syytettyä voida pakottaa rikosprosessin ulkopuolisessa menettelyssä antamaan tietoja, jotka voidaan jollain tavalla liittää rikosprosessin kohteena olevaan juttuun. Ks. *Frände* 2010a, s. 233; *Tapani* 2011; *Launiala* 2013. Itsekriminointisuojusta ks. myös esimerkiksi *Frände* 2011, s. 402–423; *Pentikäinen* 2012, s. 224; *Rankinen* 2013, s. 213 sekä esimerkiksi KKO 2009:80 (tähän liittyen myös KKO 2009:27) ja KKO 2010:41 sekä Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen osalta esimerkiksi *Marttinen v. Suomi*, *J.B. v. Sveitsi*, *Funke v. Ranska*, *Murray v. Yhdistynyt kuningaskunta*, *Saunders v. Yhdistynyt kuningaskunta*, *Heaney ja McGuinness v. Irlanti*, *Allan v. Yhdistynyt kuningaskunta*, *Kansal v. Yhdistynyt kuningaskunta*, *Shannon v. Yhdistynyt kuningaskunta*, *Jalloh v. Saksa* sekä *O'Halloran ja Francis v. Yhdistynyt kuningaskunta*. Itsekriminointisuoja on kutsuttu myös myötävaikuttamattomuusperiaatteeksi (*nemo tenetur se ipsum accusare* -periaate). Ks. *Launiala* 2013, s. 2; *Rankinen* 2013, s. 213. Ks. itsekriminointisuojan historiallisesta taustasta tarkemmin esimerkiksi *Ervo* 2005, s. 237–238; *Pihlajamäki* 2009, s. 420; *Träskman* 1993, s. 597–600.

<sup>81</sup> Ks. esimerkiksi *Hormia* 1978, s. 177; *Rankinen* 2013, s. 212 ja *Murray v. Yhdistynyt Kuningaskunta* (erityisesti kohta 45) sekä KKO 2009:80 (erityisesti kohta 17).

<sup>82</sup> Vuorenää 2011, s. 506.



Pörssin kurinpitomenettelyä koskevista säännöistä on havaittavissa, että kurinpitoseuraamukset jakautuvat *neljään luokkaan* rikkomuksen vakavuusasteen mukaisesti. Kurinpitoseuraamusten luokat ovat:

- i. muistutus
- ii. varoitus
- iii. varoitus ja seuraamusmaksu
- iv. varoitus, seuraamusmaksu ja arvopaperin poistaminen pörssilistalta.

Valvottavan oikeusturvakeinojen sovellettavuuden kannalta seuraamusluokilla (i)–(ii) ei vaikuta olevan arvioinnissa merkitystä. Muistutusta tai varoitusta ei voida pitää rikosoikeudelliseen seuraamukseen rinnastuvina kurinpitoseuraamuksina. *Arviointi voi kuitenkin perustellusti muuttua seuraamusluokkien (iii)–(iv) osalta*. Seuraamusluokka (iii):n osalta ainakin silloin, kun varoituksen lisäksi määrättävän seuraamusmaksun määrä lähestyy enimmäisrajaa, voidaan perustellusti katsoa, että *kurinpitoseuraamuksen vakavuus* lähestyy rikosoikeudellista seuraamusta (sakkoa). Erityisesti seuraamusluokka (iv):n osalta kurinpitoseuraamusta on pidettävä *hyvin ankarana* ja sen voidaan tulkita rinnastuvan rikosoikeudelliseen seuraamukseen. Tällöin kurinpitoseuraamuksella on voimakkaasti haitallisia vaikutuksia liikkeeseenlaskijan, sen toiminnan sekä myös omistajien kannalta.

Tältä osin on syytä tarkastella vielä erilliskysymystä siitä, kuuluvatko oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin oikeusturvan vähimmäisedellytykset myös *oikeushenkilölle* (esimerkiksi liikkeeseenlaskijalle ja valvottavalle). Oikeuskirjallisuudessa on katsottu johdonmukaisesti vastauksen olevan myöntävä.<sup>83</sup> Perusoikeudet ulottuvat oikeushenkilöihin välillisesti silloin, kun perusoikeuteen puuttuminen merkitsisi kajoamista oikeushenkilön taustalla olevan luonnollisen henkilön oikeuksiin. *Näin ollen ei ole olemassa estettä sille, ettei esimerkiksi itsekriminointisuoja tai muita oikeusturvainstrumenttejä sovellettaisi myös oikeushenkilöihin.*<sup>84</sup> Itsekriminointisuoja sovellettavuuteen oikeushenkilöiden osalta on kuitenkin suhtauduttu osin myös kriittisesti.<sup>85</sup>

<sup>83</sup> Ks. esimerkiksi *V-P. Viljanen* 1999, s. 117–120. Ks. myös *Fortum Oil and Gas Oy v. Suomi* (erityisesti s. 11) ja esimerkiksi Norjan korkeimman oikeuden osalta HR 2011-01118-A (erityisesti kohdat 52–54).

<sup>84</sup> *Vuorenpää* 2011, s. 508–509; ks. myös HE 309/1993 vp, s. 23; PeVL 18/1982 vp (erityisesti oikeushenkilön perusoikeussuojasta). Sen sijaan valtio, kunnat ja julkisoikeudelliset yhteisöt sekä laitokset jäävät perusoikeussuojan ulkopuolelle, ks. HE 309/1993 vp, s. 23; PeVL 18/1982 vp; PeVL 6/1990 vp (erityisesti valtiolta puuttuvasta perusoikeussuojasta); PeVL 7/1990 vp (erityisesti kunnilta puuttuvasta perusoikeussuojasta).

<sup>85</sup> Ks. esimerkiksi *Øyen* 2010, s. 364.

Mikäli kurinpitomenettelyn katsotaan rinnastuvan rikosprosessiin, tai seuraamuksen katsotaan rinnastuvan rikosoikeudellisiin sanktioihin, mihin edellä todetun mukaisesti olisi perusteita seuraamusluokkien (iii)–(iv) osalta, on liikkeenlaskijalla tai muulla valvonnan ja kurinpitomenettelyn kohteella käytettävissään *kaikki rikosprosessissa epäillylle kuuluvat oikeusturvakeinot*. *Syyttömyysolettaman* osalta tämä tarkoittaa sitä, että vastuu valvonta-asiaan liittyvän todistelun hankinnasta kuuluu *kokonaan kurinpitomenettelyä suorittavalle*. Tällöin liikkeenlaskijan ei myöskään tarvitse antaa vapaaehtoisesti mitään aineistoa kurinpitomenettelyssä käytettäväksi, eikä tällä passiivisuudella saa olla mitään merkitystä näytön arvioinnin tai ratkaisun sisällön kannalta. *Itsekriminointisuoja* antaa puolestaan valvottavalle oikeuden olla kurinpitomenettelyssä *vaiti ja myös suoranaisesti valehdella* ilman, että tästä koituisi valvottavalle mitään haitallisia seuraamuksia. *Ilmoitusten antamisvelvollisuuden* perusteella valvottavalle pitäisi myös antaa menettelyn aluksi tieto muun muassa itsekriminointisuojan sisällystä.

Edellä esitetyn systematisoinnin perusteella on perusteltua katsoa, että pörssin kurinpitomenettely voisi joissain olosuhteissa rinnastua rikosprosessiin erityisesti seuraamusten osalta, jolloin *kaikki epäillylle kuuluvat oikeusturvakeinot olisivat myös valvottavan käytettävissä*. Tulkintaratkaisulla voisi olla laajempaa merkitystä myös *ne bis in idem* -periaatteen noudattamisen osalta erityisesti silloin, jos kurinpitomenettelyssä päädyttäisiin rikoslain sanktiojärjestelmän kanssa rinnasteiseen seuraamukseen. Tällöin voisi olla perusteltua katsoa, ettei liikkeenlaskijaan kohdistettaisi kurinpitomenettelyn jälkeen enää mitään erillistä rikosprosessia tai ainakaan rikosoikeudellisia tai niihin verrattavissa olevia sanktioita (esimerkiksi rikoslain 9 luvun tarkoittamaa yhteisösakkovaatimusta) samassa asiassa.

Euroopan ihmisoikeussopimuksen 7. lisäpöytäkirjan 4 artiklan mukaan ketään ei saa saman valtion tuomiovallan nojalla *tutkia* tai rangaista (kyseisen sopimuskohtan otsikko viittaa kieltoon ”*syyttää* ja rangaista” kahdesti) uudelleen oikeudenkäynnissä rikoksesta, josta hänet on jo lopullisesti vapautettu tai tuomittu syylliseksi kyseisen valtion lakien ja oikeudenkäyntimenettelyn mukaisesti.<sup>86</sup> Euroopan ihmisoikeussopimus tosin sanoi kieltää kaksoisrangaistuksen sekä *kaksoismenettelyn*. Myös Ruotsin korkein oikeus on ratkaisussaan HD B4946–12 katsonut, *ettei henkilöä voida syyttää* tuomioistuimessa verorikoksesta, jos verottaja on aikaisemmin määrännyt samasta teosta vastaajalle veronkorotuksen.

<sup>86</sup> Ks. myös Kansalaisoikeuksia ja poliittisia oikeuksia koskevan kansainvälisen yleissopimuksen 14 artiklan 7 kohta ja Euroopan unionin perusoikeuskirjan 50 artikla. Kiellon katsotaan sisältyvän myös perustuslain yksilön oikeusturvaa koskevan 21 §:n 2 momentin säännökseen oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin takeista. Ks. HE 309/1993 vp, s. 74.

Perustuslakivaliokunta on jo aikaisemmin päätenyt lausunnossaan samansuuntaiseen näkemykseen. Perustuslakivaliokunnan mukaan kaksoisrangaistavuuden kiellon ei voida katsoa koskevan vain puhtaasti peräkkäisiä menettelyjä, vaan myös *samanaikaisesti vireillä olevia menettelyjä*. Tämä tulkinta on johdettavissa ihmisoikeussopimuksen edellä mainitun artiklan sanamuodosta, ja se näyttää vastaavan myös Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen viimeaikaisessa oikeuskäytännössä esitettyjä linjauksia, joiden voidaan katsoa selkiyttäneen ja tiukentaneen ihmisoikeustuomioistuimen tulkintaa aikaisemmasta.<sup>87</sup>

Korkein oikeus on ennakkoratkaisullaan KKO 2013:59 vahvistanut perustuslakivaliokunnan näkemyksen ja omaksunut edellä mainitun Ruotsin korkeimman oikeuden ratkaisun kanssa yhtenevän linjan. Perus- ja ihmisoikeuksien toteutumisen kannalta on perusteltua tulkita *ne bis in idem* -kieltoa siten, että jo toisen seuraamusmenettelyn *vireilläololle* annetaan *lis pendens* -vaikutus uudessa menettelyssä. Tulkintaa tukee myös se, että rikosasian vireilläolo estää samaa asiaa koskevan uuden syytteen nostamisen. Vaikka Suomessa lainsäädäntöön ei sisällykään nimenomaista *lis pendens* -kieltoa, tämä periaate on oikeuskäytännössä vakiintunut. Korkeimman oikeuden mukaan *ne bis in idem* -sääntöä on tulkittava perustuslakivaliokunnan perustuslain 21 §:ään perustuviin kannanottoihin tukeutuen sekä ihmisoikeussopimuksen 7. lisäpöytäkirjan 4 artiklan 1 kappaleen sisältö ja perustuslain 6 §:n velvoitteet huomioiden. *Ne bis in idem* -säännöstä johtuvaa estevaikutusta ei ole siksi perusteltua kytkä vasta siihen menettelyn vaiheeseen, jossa seuraamusratkaisu tulee lopulliseksi mutta ei toisaalta myöskään seuraamukseen mahdollisesti johtavan hallinnollisen menettelyn vireilletuloon. Jos verotusmenettelyssä veronkorotusta koskevaa päätösvaltaa on käytetty joko *määräämällä veronkorotus tai jättämällä se määräämättä*, syytettä samaan tekoon perustuvasta (veropetos) rikoksesta ei enää voida nostaa tai sen käsittelyä jatkaa.<sup>88</sup> Vastaavan systematiikan mukaisesti kurnipitomenettelyssä tutkittua liikkeeseenlaskijaa ei voitaisi enää osoittaa rikosprosessin osapuoleksi samassa asiassa.

## 4.2 PERUSOIKEUSAJATTELUN SYSTEMATISOINTIA ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDELLISESSA TOIMINTAYMPÄRISTÖSSÄ

Tässä jaksossa on jäsennetty perusoikeusajattelun kytkeytymistä arvopaperimarkkinoiden sääntely-ympäristöön. On havaittavissa, ettei perusoikeusajattelua ole toistaiseksi omaksuttu ainakaan keskeiseksi työvälineeksi arvopaperimarkki-

<sup>87</sup> Ks. PeVL 9/2012 vp; *Sergey Zolotukhin v. Venäjä*; *Tomasovic v. Kroatia*. Ks. myös PeVL 17/2013 vp.

<sup>88</sup> KKO 2013:59 (kohdat 31, 36). Ks. myös samansuuntaisesti KKO 2013:78, jossa myös hallintotuomioistuimen kumoamat veronkorotuspäätökset muodostivat esteen veropetosta koskevan syytteen tutkimiselle.

naoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa. Tähän on voinut vaikuttaa muun muassa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön kasvottomuus. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä ei ole identifioitavissa osakekaupan vastapuolta, sopimuskuoppia tai esimerkiksi rikosasiassa asianomistajaa tai oikeushyvän haltijaa. Arvopaperimarkkinoiden suojeleobjektina on abstraktiksi käsitteeksi ymmärrettävä arvopaperimarkkinoiden luottamus. Arvopaperimarkkinoiden luottamuksella ei ole yksiselitteistä omistajaa.

Edellä mainitut syyt eivät ole kuitenkaan riittävän painavia jättääkseen perusoikeuskentän arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn arvioinnin ja arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön selittämisen ulkopuolelle. Päinvastoin, edellä mainittu arvopaperimarkkinoiden kasvottomuus ja vastapuolettomuus antavat *erityisen painavan syyn* huomioida perusoikeusjärjestelmä kokonaisuutena arvopaperimarkkinoiden sääntelyn merkittävänä osana. Perusoikeuksien merkityksen huomioon ottaminen toimii tällöin markkinaosapuolten yksilöllisen oikeusturvan viimesijaisena takaajana ja täten samalla myös kollektiivisen arvopaperimarkkinoiden luottamuksen varmistajana. Perusoikeusnäkökohdat turvaavat erityisesti suojeleobjektin tausta-arvona olevaa toimivien markkinoiden ideaa sekä oikeudenmukaisuutta. Perusoikeudet on syytä ottaa ja hyväksyä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön sääntelykokonaisuuden täysivaltaiseksi osaksi.

Perusoikeusajattelu on systematisoitavissa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön osaksi seuraavasti:

- i. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön keskeinen sääntely rakentuu arvopaperimarkkinalain varaan. Arvopaperimarkkinalaki on alun perin säädetty puitelaiksi, ja myös voimassa olevan arvopaperimarkkinalain sääntely jäsenyy osin erilaisille *periaatteille*. Periaatesääntely saa oikeuksensa *perusoikeuksista* tai perusoikeuksia lähellä olevista pysyvämistä *arvoista*. Näiden arvojen ja periaatteiden taustatekijät on tunnistettava arvopaperimarkkinasääntelyn osaksi ja tärkeäksi tulkinta-ainekseksi.
- ii. Arvopaperimarkkinalain mukainen sisäpiirintiedon määritelmä ei ole tarkkarajainen, ja se sisältää *tulkinnanvaraisia sekä avoimia edellytyksiä*. Sisäpiirinsääntely ei anna yksiselitteistä vastausta siihen, milloin sisäpiirintiedon määritelmän mukaiset edellytykset täyttyvät. Tilanne on sääntelyllisesti ja käytännöllisesti epätydyttävä. Sisäpiirintiedon määritelmän täyttyminen on kuitenkin keskeisessä asemassa arvioitaessa sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymistä.
- iii. Laillisuusperiaatteen mukaisesti sääntelyn on oltava *täsmällistä ja ennakoitavaa*. Sääntelyn on tuettava oikeusvarmuuden mahdollisimman täydellistä toteutumista. Laillisuusperiaatetta sovelletaan myös arvopaperimarkkinarikosasioissa ja esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymisen avoin ja tulkinnanvarainen määrittely korostaa laillisuusperiaatteen merkitystä tulkitäyvälineenä.

- iv. Laillisuusperiaatteen mukaisesti rangaistava voi olla ainoastaan teko, joka on *nimenomaisesti säädetty laissa rangaistavaksi*. Kun sisäpiirintiedon määritelmän täyttymisen edellytyksistä vallitsee epävarmuutta, ei laillisuusperiaatteen mukainen lain tarkoittama nimenomaisuuden edellytys välttämättä täyty. Tällöin sisäpiirinsäätelyn perusoikeusmyönteinen ja laillisuusperiaatetta korostava tulkinta johtaisi epäselvyytilanteessa rankaisematta jättämiseen. *Perusoikeusmyönteinen tulkinta antaisi tulkintaetuisijan yksilöllisille markkinaosapuolten oikeuksille abstraktin markkinoiden luottamuksen turvaamisen sijaan*. Toisaalta perusoikeusjärjestelmän huomioiminen *kokonaisuutena* ja sen omaksuminen täysivaltaiseksi arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön sääntelyvälineeksi voisi johtaa myös tulkintaan, jossa suojeluobjektin, markkinoiden luottamuksen, *tausta-arvoille*, esimerkiksi toimiville markkinoille, annettaisiin tulkintaetuoikeus, jolloin *tulkintaratkaisu suuntautuisi tämän tausta-arvon mukaisesti*. Tämä voisi puolestaan johtaa oikeudenmukaisuuden periaatteen laajempialaiseen huomioimiseen.
- v. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn avoimuus ja tulkinnanvaraisuus mahdollistavat teleologisen laintulkinnan käyttämisen arviointitilanteessa. Teleologinen laintulkintakaan ei saa johtaa ennakoimattomiin lopputuloksiin. Teleologisessa tulkinnassa sääntelyn tausta-arvot on ymmärrettävä laajemmin ja monipuolisemmin kuin pelkän markkinaluottamuksen korostamisena. *Teleologisen laintulkintametodin käyttäminen korostaa perusoikeusjärjestelmän huomioon ottamista kummankin tähdätessä tulkittavan normiston tausta-arvojen tunnistamiseen ja huomioimiseen*.
- vi. Yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti markkinaosapuolia ei tulisi asettaa sääntelyllisesti eri asemaan toisiinsa nähden. Arvopaperimarkkinoilla toimiva arvopaperimarkkinaoikeudellinen *järkevä ja huolellinen sijoittaja* ei ole välttämättä sisäpiirinsäätelyn tai sisäpiirintiedon väärinkäytönormistoa koskevan tunnusmerkistön osalta ammattilainen, eikä ammattimaisia sijoittajia, tai ammatikseen arvopaperimarkkinoilla muutoin toimivia, tulisi siksi asettaa oikeudellisesti eri asemaan kuin ei-ammattimaisia sijoittajia. Koska arvopaperimarkkinoiden toimivuus perustuu pääasiassa ammattimaisten ja institutionaalisten sijoittajien kaupankäynnille, tulisi sisäpiirinsäätelyssä huomioida ennen kaikkea (markkinoiden toimivuuden näkökulmasta) *näiden toimijoiden oikeuksien mahdollisimman täysimääräinen toteutuminen*. *Perusoikeusmyönteisessä toimintaympäristössä tämän ei tarvitse kuitenkaan merkitä esimerkiksi piensijoittajien oikeusturvan heikentymistä*.
- vii. Arvopaperimarkkinoiden suojeluobjekti on markkinoita kohtaan tunnettu luottamus. Arvopaperimarkkinoiden sääntely sekä sisäpiirinsäätely tämän osana tähtäävät luottamuksen ylläpitämiseen ja täten arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytysten turvaamiseen. Sijoittajia suojataan esimerkiksi säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyvällä arvopaperimarkkinalain normistolla, mutta *sijoittajansuoja tai yksittäisen sijoittajan oikeusturva eivät kuitenkaan ole arvopaperimarkkinoiden nimenomaisia suojeluobjekteja*.
- viii. Suojeluintressin kohdistuessa yksipuolisesti vain arvopaperimarkkinoiden luottamukseen voidaan perustavaa laatua oleva oikeudenmukainen ja

kattava suojelumekanismi ulottaa perusoikeuksien avulla koskemaan *kaikkia markkinaosapuolia*. Samalla markkinoiden suoja muodostuu koherentimmaksi sisältä päin ja myös kattavammaksi ja laajemmaksi. *Karhun* näkemyksen mukaan toimivat markkinat ovat ”sittenkin enemmän kollektiivinen hyvä kuin yksilöllinen oikeus.”<sup>89</sup> Näkemys ei kuitenkaan poissulje sitä, *ettei yksilöllisillä perusoikeuksilla voitaisi suojata myös yksilöllisesti markkinaosapuolia*. Toisaalta ilmaisusta ”enemmän kollektiivinen” voidaan päätellä, että toimivat markkinat olisivat kuitenkin josain määrin (vaikka vain vähäisessä) *myös yksilöllinen oikeus*. *Myös ratkaisutilanteessa suoritettava kokonaisarviointi voi johtaa erilaisiin painotuksiin kollektiivisen ja yksilöllisen hyvän välillä*.

- ix. Kun arvopaperimarkkinaoikeudessa ja sisäpiirinsääntelyssä omaksutaan perusoikeusmyönteinen tulkintatapa, korostuvat markkinaosapuolten yksilölliset perusoikeudet markkinoiden luottamuksen rinnalla. Perusoikeusmyönteisessä mallissa yksilön vapaudet saavat rinnalleen myös laajasti jaettu arvoja, joita kansallisten perustuslakien perusoikeussääntelyt ja ylikansalliset ihmisoikeusnormistot ilmentävät. Nämä järjestelmät rakentuvat vahvasti ajatuksille itsemääräämisoikeuden, tahdonvapauden ja yhdenvertaisuuden kunnioittamisesta, ja niillä suojataan muun muassa yksilöiden omaisuutta sekä vapautta elinkeinon harjoittamiseen.<sup>90</sup> *Tämä muodostaa oikeudenmukaisemman ja täydellisemmän sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan sääntelyllisen kokonaisuuden arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä*, mikä viime kädessä johtaa paremmin, tehokkaammin ja oikeudenmukaisemmin *toimiviin* arvopaperimarkkinoihin.

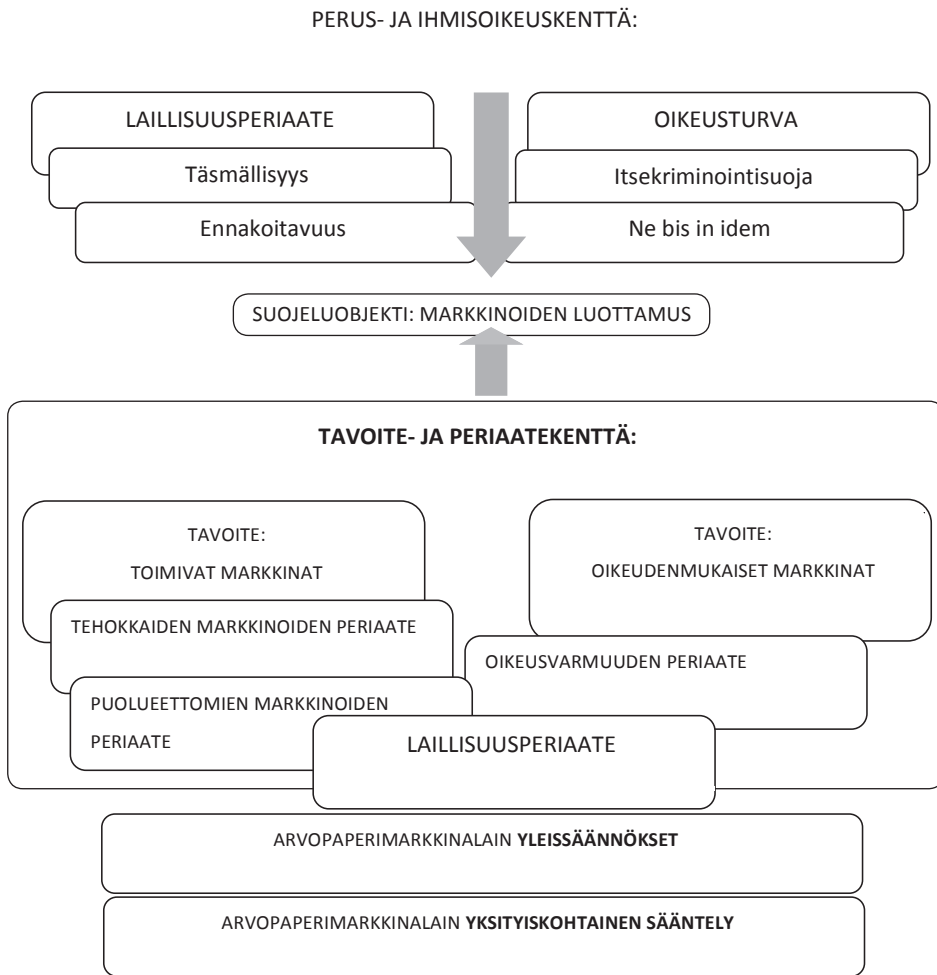
Euroopan unionin sääntely ja tuomioistuinkäytäntö voivat myös johtaa odottamattomien perusoikeuskysymysten konkretisoitumiseen. *Spector Photon* tapauksessa Euroopan unionin tuomioistuin päätyi tuomiossa aikaisemmin tässä tutkimuksessa esitetyllä tavalla objektiivisen rikosvastuun kannalle. Tämän mukaisesti presumptio on se, että sisäpiirintietoa hallussaan pitänyt tekijä on myös käyttänyt tätä sisäpiirintietoa arvopaperikaupassa hyväkseen. *Käyttöolettaman vahvistava tulkinta* on ongelmallinen Suomen rikosoikeusjärjestelmän kannalta, koska tällöin subjektiivinen tunnusmerkistö jää puuttumaan arvioinnissa kokonaan. *Käyttöolettaman on kuitenkin oltava sopusoinnussa ihmisoikeussopimuksen turvaamien oikeusturvatakeiden kanssa, ja tällöin syyttömyysolettama rajoittaa myös Euroopan unionin tuomioistuimen tulkintarajoja*. Tällöin on huomioitava, että vakiintuneen oikeuskäytännön mukaisesti perusoikeudet ovat erottamaton osa yleisiä oikeusperiaatteita, joiden noudattamista Euroopan unionin tuomioistuin valvoo.<sup>91</sup> *Tästä seuraa, että myös käyttöolettamatilanteessa vastaajan puo-*

<sup>89</sup> *Karhu* 2012, s. 316.

<sup>90</sup> Ks. myös *Länsineva* 2012, s. 44.

<sup>91</sup> *Spector Photon* jutun tuomio (kohta 40) ja siinä viitattu *Kadi & Al Barakaatin* juttu (kohta 283).

*lustautumisoikeudet on turvattava.*<sup>92</sup> Tästä on puolestaan pääteltävissä, ettei presumoidun vastuun tilanteessakaan sisäpiiriläistä voida tuomita rangaistukseen ilman oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin edellytykset täyttävää menettelyä.



**Kuvio 11.** Arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden, periaatteiden, normiston sekä perus- ja ihmisoikeuskentän suhteuttaminen.

<sup>92</sup> *Spector Photon* jutun tuomio (kohta 42) ja siinä viitatus *Salabiakun* juttu (kohta 28) ja *Pham Hoangin* juttu (kohta 33); *Knuts* 2010b, s. 878.

VI  
ITSESÄÄNTELY  
ARVOPAPERIMARKKINOIDEN  
SÄÄNTELYKEINONA

”On mahdotonta ehkäistä jokainen kiihkeiden inhimillisten  
pyrkimysten keskinäisessä kamppailussa ilmenevä häiriö.

Häiriöt yleistyvät väestön kasvaessa,  
kun ihmisten välille syntyy enemmän eturistiriitoja,  
joita ei ole mahdollista sovittaa  
geometrisen tarkasti yleisen hyvinvoinnin vaatimuksiin.”

*Beccaria* [1764], s. 41





---

# 1 Sääntelyn uudet muodot

Lainsäädännön kokonaismäärä on kasvanut viimeisten vuosikymmenien aikana Suomessa, muualla Euroopan unionin alueella ja maailmanlaajuisesti. Lainsäädännön määrän kasvaessa myös muun sääntelyn määrä lisääntyy. Samalla kun talous on globalisoitunut voimakkaasti, myös sääntelyn määrä on kasvanut. Globalisoituvan talouden myötä syntyvälle *yksityiselle sääntelylle* on leimallista sääntelyn määrällinen kasvu sekä useiden ja uusien toimijoiden osallistuminen sääntelyjärjestelmän luomiseen ja toteuttamiseen.<sup>1</sup>

Vuosittain Suomessa laadittavasta säädösmäärästä noin 65 prosenttia on muutos-sääntelyä, jolla aiempaa oikeustilaa muutetaan. Kokonaan uusien ilmiöiden sääntelyn osuudeksi on arvioitu 5–10 prosenttia. Ehdotukset, joilla kumottaisiin vallitsevaa oikeutta säätämättä mitään uutta tilalle, ovat poikkeuksellisia.<sup>2</sup> Tämä johtaa kumulatiivisesti voimassa olevan normiston määrälliseen kasvamiseen. Normiston määrän kasvaminen on ymmärrettävissä hyvinvointiyhteiskunnalliseksi ongelmaksi, jonka hyvin toimiva oikeusvaltio saa aikaan. Mitä aktiivisemmin ja tehokkaammin oikeusvaltio toimii, sitä aktiivisemmin toimii myös lain-sääätäjä. Samalla itsesääntelyn mahdollisuudet normitulvaa selvittävänä keinona kasvavat. Eri toimialojen itsesääntely ei oikeusvaltiossa ole kuitenkaan välttämättä lainsäädännön pysyvä vaihtoehto, koska itsesääntelyssä kehittyneet periaatteet tulisi myöhemmin muuttaa yleisiksi laeiksi, jotta kaikki voivat tulla näistä normeista tietoisiksi.<sup>3</sup> Esitetty näkemys on ymmärrettävä, mutta nykyisessä

---

<sup>1</sup> Tala 2012a, s. 20.

<sup>2</sup> Tala 2012b, s. 134.

<sup>3</sup> Pöyhönen 2003, s. 187–188; *Länsineva* 2012, s. 54. Normitulvan hallintaan liittyvästä keskustelusta *dialogisen oikeuden* osalta ks. esimerkiksi *Karhu* 2011, s. 526–532; *T. Määttä* 2013, s. 223–238. Sääntelyn määrän lisääntymisen on katsottu johtavan myös *ongelmien määrän* kasvamiseen: ”Kolme sanaa lainsääätäjältä, ja koko joukko uusia ongelmia on luotu.” Edellä *Julius von Kirchmannia* mukailten ks. *Fründe* 2010b, s. 159. Ks. hyvinvointiyhteiskunnan *oikeudellistumista* koskevasta aikaisemmasta keskustelusta esimerkiksi *Tala* 1988, s. 165–192. Jo tuolloin (ennen vanhan arvopaperimarkkinalain voimaantuloa) on kiinnitetty huomiota muun muassa ”pörssitoiminnan epäkohtiin” sekä siihen, että sääntelyn on joissain tapauksissa katsottu rikkovan markkinamekanismien ja talousteorian peruseriaatteita sekä loukkaavan talousjärjestyksen perustana olevia yksityisoikeudellisia perusinstituutioita. Arvopaperikaupan ja pörssitoiminnan on katsottu myös tuovan yksittäisen ”piensijoittajan” arvioitavaksi runsaasti tuntemattomia, omien vaikutusmahdollisuuksien sekä tietopiirin ulkopuolisia päätöksentekijöitä. Ks. *Tala* 1988, s. 165, 176, 179. Ks. hyvinvointivaltion oikeudesta ja sen kehityksestä esimerkiksi *Tuori* 1990, s. 30–33 ja erityisesti *refleksiivisen oikeuden* osalta *Tuori* 1990, s. 45–48, 202–204 sekä refleksiivisen oikeuden ja materiaalsen oikeuden välisestä suhteesta myös *Pöyhönen* 1988b, s. 145–163.

tietoyhteiskunnassa myös itsesääntelynormit voivat olla laajasti ja tehokkaasti kaikkien saatavilla. Toisaalta, jos itsesääntelynormit on tarkoitettu vain tietyn rajatun toimijajoukon käytettäväksi, ei niiden yleiselle ja laajemmalle tiedoksi saattamiselle ole välttämättä edes tarvetta.

Myös Euroopan unionin sääntelyn kehitys on muodostanut perusteen arvioida mahdollisuuksia lisätä sääntelyn uusia muotoja täydentämään virallissääntelyä etenkin unionin tasolla harmonisoimattomilla alueilla. Tällä pyritään varmistamaan sääntelyn monipuolisuus ja joustavuus. Parhaimmillaan itsesääntely voi esimerkiksi edistää arvopaperimarkkinoiden paikallista ja alueellista toimintaa.<sup>4</sup>

Euroopan unionin sääntely poikkeaa usein olennaisesti rakenteeltaan ja kirjoitustavaltaan kotimaiselle lainsäädännölle asetettavista vaatimuksista. Näitä kotimaisen lainsäädännön vaatimuksia ovat muun muassa sääntelyn rakenteen ja terminologian johdonmukaisuus sekä säännösten täsmällisyys ja tarkkaraajaisuus viranomaisten harkintavallan ja toimivaltuuksien kannalta. Euroopan unionin asetuksilla, jotka ovat suoraan jäsenvaltioissa sovellettavaa oikeutta, on tapauskohtaisesti pyritty markkinoiden integraation nopeuttamiseen. Niiden järjestelmällinen käyttäminen on kuitenkin haastavaa, koska asetukset saattavat vaatia kansallisia lainsäädäntötoimia, jotta ne saataisiin sopeutettua kansalliseen oikeusjärjestykseen.<sup>5</sup> Euroopan unionin sääntelyä ei voida lähtökohtaisesti implementoida itsesääntelyllä.<sup>6</sup>

Yhteiskunnan muuttuessa ja vaatiessa uusien ilmiöiden sääntelyä julkisen vallan sääntelyn perinteiset keinot ovat usein osoittautuneet puutteellisiksi. Sääntelyn perinteiset keinot (lait, säännöt ja valta-asemaan perustuva pakko) ovat saaneet aikaan ennemminkin vastatoimia kuin yhteistyötä viranomaisten kanssa.<sup>7</sup> Yhteiskunta, ja oikeus sen osana, ovat eurooppalaistuneet, perusoikeudellistuneet, kaupallistuneet ja pirstoutuneet. Samalla argumentointi itsesääntelyn puolesta on voimistunut. Vastaavasti oikeuden merkitys velvoitteita luovana systeeminä on heikentynyt, vaikka se ei kokonaan lakkaakaan.<sup>8</sup>

<sup>4</sup> HE 32/2012 vp, s. 67.

<sup>5</sup> Harju 2006, s. 758.

<sup>6</sup> Häyrynen 2009, s. 51 (alaviite 101).

<sup>7</sup> Huovinen 2006, s. 1206. Ks. myös esimerkiksi Shavell 2006, s. 3–4. Shavellin mukaan: ”The familiar notion that unduly strict legal standards undesirably curb participation in socially desirable activities needs to be cautiously interpreted. There is, to begin with, an underlying tendency for parties to engage too much in activities under the negligence rule of liability and under regulation, because complying parties do not bear the harm that their activities generate. Moreover, under liability for negligence, parties have the option, the escape hatch, of acting negligently rather than complying with a harsh legal standard. Hence, it turns out that under negligence liability, parties never engage too little in their activities. Under regulation, however, parties may be undesirably discouraged from participating in their activities if standards are excessive, given the assumption they must comply with the standards.”

<sup>8</sup> Oker-Blom 2009, s. 186, 189.

Sääntelytavat ovat muuttuneet globalisaation ja tiivistyneen Euroopan integraation seurauksena. Itsesääntelyn merkityksen kasvu voidaan nähdä myös yhtenä seurauksena valtion aseman heikkenemisestä. Sääntelytoiminta on hajautunut, ja perinteinen valtiojohtoinen lainsäädäntötoiminta on tasavertaistunut muualla syntyvän sääntelyn kanssa.<sup>9</sup> Edellä kuvattu sääntelykehitys voidaan nähdä seurauksena myös yhä pidemmälle edenneestä yhteiskunnan modernisatiosta. Hienosyisempi työnjaon toiminnallinen eriytyminen on johtanut erillisiin itsenäisiin alajärjestelmiin, joissa esiintyviä oikeudellisia ongelmia ja ilmiöitä ei ole tarkoituksenmukaista ratkaista julkisella sääntelyllä tai yleisissä tuomioistuimissa vaan alan erityispiirteet huomioon ottavan itsesääntelyn kautta.<sup>10</sup>

Nykyisin itsesääntely on ennemminkin julkisen sääntelyn *täydentäjä* kuin sen korvaaja. Tavoitteena on yhdistää kummankin sääntelymuodon parhaat puolet toimivaksi sääntelykokonaisuudeksi. Uusien sääntelymuotojen ja perinteisen sääntelyn välillä voi kuitenkin vallita kilpailua, jossa uudet sääntelymuodot pyrkivät korvaamaan perinteisen sääntelyn. Valinta uusien ja perinteisten sääntelymuotojen välillä tehdään usein käytännöllisin perustein.<sup>11</sup> Sääntelytekniikan muuttuminen voi johtaa etenkin tulkinnanvaraisilla oikeudenaloilla sääntelyketjun aukkoihin sekä epäselvyystilanteisiin tulkinnoissa.<sup>12</sup> Vastaava ilmiö on havaittavissa arvopaperimarkkinoiden sääntelykokonaisuudessa.

Jos valtiojohtoista perinteistä lainsäädäntöä pidetään normisääntelyn yleismallina, muuta sääntelyä voidaan kuvata yleiskäsitteellä ”sääntelyn uudet muodot”. Sääntelyn uusia muotoja ovat itsesääntelyn ja yhteissääntelyn lisäksi standardisointi, sopimukselliset järjestelyt julkisten ja yksityisten toimijoiden kesken sekä erilaiset, niin sanotut *soft law* -instrumentit.<sup>13</sup> Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn osalta erityisesti *itsesääntely* on jo perinteisesti toiminut valtiojohtoisen normisääntelyn rinnalla. Vaikka arvopaperimarkkinoiden sääntelykehitys vaikuttaa johtavan itsesääntelyn merkityksen laimenemiseen, on sääntelymuodolla edelleen paikkansa sääntelykokonaisuudessa.

<sup>9</sup> Vuorinen 2008, s. 47.

<sup>10</sup> Vuorinen 2008, s. 47–48.

<sup>11</sup> Vuorinen 2008, s. 48.

<sup>12</sup> Vuorinen 2008, s. 47.

<sup>13</sup> Tala 2009, s. 321; Koulu 2009, s. 117; Tala 2012a, s. 5. *Soft law* -käsitteen toimivasta käännöksestä ei vallitse yksimielisyyttä. Termi ”pehmeä sääntely” ei ole vakiintunut alan kirjallisuuteen, mutta *soft law*’lle ei ole esitetty muutakaan toimivaa käännöstä. Oikea ilmaisu voisi olla suositusluonteinen tai ohjeellinen sääntely, sillä *soft law* voi sen kohteiden näkökulmasta olla myös varsin ”kovaa” sääntelyä, kun tavanomaiset oikeusturvakeinot puuttuvat, eikä ilmaus ”pehmeä sääntely” ole terminä muutoinkaan kovin informatiivinen. Ks. Siltala 2009, s. 288.



---

## 2 Itsesääntely

Itsesääntelyllä tarkoitetaan niitä käytäntöjä, yhteisiä säädöksiä, ohjeita ja vapaaehtoisia sopimuksia, joita talouden ja yhteiskunnan toimijat, kansalaisjärjestöt ja muut järjestäytyneet ryhmät määrittelevät itse vapaaehtoisesti ohjatakseen ja organisoidakseen toimintaansa. Itsesääntely on edellä kuvatulla tavalla vaihtoehto perinteiselle julkiselle lainsäädännölle.<sup>14</sup> Itsesääntelyä voidaan kuvata yksityisoikeudellisten sopimussuhteiden verkoksi, jossa osapuolet ovat hyväksyneet itselleen ja toisilleen sekä oikeuksia että velvollisuuksia.<sup>15</sup>

Itsesääntelyllä tarkoitetaan myös sääntöjen valvontamekanismeja. Itsesääntely on luonteeltaan oikeudellista sääntelyä, joka toteutetaan varsinaisen säädösjärjestelmän ja eduskunnan lainsäädäntökoneiston ulkopuolella, eikä itsesääntelyyn siis liity lainsäädäntöä.<sup>16</sup> Toimivan itsesääntelyn edellytyksenä on sen läpinäkyvyys.<sup>17</sup> Läpinäkyvyys antaa itsesääntelylle olemassaolon oikeutuksen virallisstatuksen puuttuessa. Toisaalta itsesääntelyn legitimiteetin kannalta voi olla riittävää, että itsesääntely on sitä käyttävien ja noudattavien sääntelyn kohteiden hyväksymää.

Itsesääntelyn lähtökohta on usein käytännöllinen, koska itsesääntelynormit voidaan laatia lainsäädäntöä täsmällisemmiksi. Itsesääntelynormeja voidaan tarkastaa lainsäädäntöä joustavammin, ja vastaavasti niillä voidaan täydentää lainsäädäntöä. Yhtenä itsesääntelyn käyttämisen tavoitteena voi myös olla, että tuomioistuimissa käsiteltävien asioiden määrä vähenee, kun asiat voidaan ratkaista asianmukaisesti muulla tavoin. Itsesääntelyn etuna on pidetty myös mahdollisuutta välttää asian julkista käsittelyä. Lisäksi itsesääntelyjärjestelmän etuja ovat usein toiminnan tehokkuus, asiantuntevuus, asian nopea käsittely sekä mahdollisuus saada kannanotto ennakolta johonkin ongelmaan.

Itsesääntelyn ominaispiirteitä ovat näin ollen muun muassa:

---

<sup>14</sup> Vuorinen 2008, s. 47; Huovinen 2006, s. 1209.

<sup>15</sup> Turtiainen 2004, s. 70. *Kyttän* mukaan itsesääntelyllä tarkoitetaan nykyisessä oikeustieteellisessä keskustelussa tietyn elinkeinoalan, ammattiryhmän tai muun yhteisön *oman jäsenistön* toiminnan sääntelyä. Itsesääntelylle on keskeistä, että toimintaa ohjaavat *ryhmän itse* laatimat säännöt, säännöillä on valvontamekanismi ja sanktiojärjestelmä sääntöjen rikkomisen varalle sekä päätöksentekotapa kiistatilanteita varten. Ks. *Kyttä* 2009, s. 2; *Tala* 2006, s. 187.

<sup>16</sup> *Huovinen* 2006, s. 1207. *Huovisen* mukaan merkittävä osa sääntelyn sisältöön vaikuttamisesta on siirtynyt julkisen vallan ulottumattomiin.

<sup>17</sup> *Häyrysen* mukaan Arvopaperinvälittäjien yhdistyksen sisäpiiriin ohjeen valvonta ei ole ollut onnistunutta. Sen sijaan Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan toiminta on ollut läpinäkyvää ja aktiivista. Ks. *Häyrynen* 2009, s. 52 (alaviite 108).

- i. Itsesääntelyn säännöt on laadittu koskemaan myös muita toimijoita kuin asianomaista itseään varten.
- ii. Itsesääntely perustuu vapaaehtoisuuteen. Kukin toimija päättää tällöin itse, osallistuuko itsesääntelyyn vai ei.
- iii. Julkinen valta ei lainsäädäntö- tai hallintovallan käyttäjänä osallistu itsesääntelyn luomiseen, toteuttamiseen tai valvontaan. Tämä ei kuitenkaan sulje pois viranomaisedustajien mukanaoloa asiantuntijoina itsesääntelytyössä.
- iv. Itsesääntelyjärjestelmä rakentuu alhaalta ylöspäin (asianomaisen alan toimijoista lähtien), kun taas tavanomaisen oikeussääntelyn laatii ja toteuttaa velvoittavina normeina (periaatteessa kohdetahojen suostumuksesta riippumatta) yksityisiin oikeussubjekteihin nähden muodollisoikeudellisesti ylempi hierarkkinen taho.

Edellä mainittujen ehtojen täyttävää sääntelyjärjestelyä kutsutaan *aidoksi itsesääntelyksi*.<sup>18</sup>

Itsesääntely on usein oikeutettu myös sääntelyn pluralismilla, kustannussäästöillä ja julkista sääntelyä paremmalla tehokkuudella. Taloutta koskevan itsesääntelyn tausta-ajatuksiin kuuluu vahvasti ajatus taloudellisesta tehokkuudesta sääntelyn tavoitteena, ja itsesääntelyä on pidetty oikeutettuna, jos sillä pystytään edistämään tätä tavoitetta. Taloudellisen tehokkuuden tavoittelu jättää kuitenkin usein varjoonsa muita tärkeitä arvoja ja tavoitteita. Toimiva itsesääntely edellyttää siksi aina jonkinlaista yhteyttä oikeusjärjestykseen.<sup>19</sup> Toisaalta itsesääntelyorganisaatiot voivat aiheuttaa yhteiskunnalle myös tehokkuustappioita, jos ne käyttävät esimerkiksi monopolivoimaansa väärällä tavalla hyväkseen. Vastaa- vasti itsesääntelyorganisaatioilla voi olla kannustin asettaa rajoituksia uusien yritysten markkinoille tulemiselle.<sup>20</sup> Tällöin itsesääntely rajoittaa ja estää markkinoiden tehokasta toimintaa, mikä ei ole toimivien markkinoiden näkökulmasta hyväksyttävää.

## 2.1 ITSESÄÄNTELYN VELVOITTAVUUS

Toisin kuin viranomaisten antamat ratkaisusuositukset ja muut oikeudellisesti ei-velvoittavat ratkaisuohteet, itsesääntely on vahvemmin yhteisöllistä tai määrättyyn ammattiryhmään liittyvää oikeutta, joka voidaan syntytapansa ja velvoittavuutensa osalta rinnastaa myös tavanomaiseen oikeuteen. Lainsäätäjä on myös saattanut nimenomaisesti tai vain hiljaisesti hyväksyä itsesääntelyn tuloksena

<sup>18</sup> Tala 2009, s. 325; Tala 2012a, s. 19; Vuorinen 2008, s. 47.

<sup>19</sup> Vuorinen 2008, s. 49.

<sup>20</sup> Turtiainen 2004, s. 71.

syntyneen ammattitapanormiston. Tällaisia normistoja ovat esimerkiksi hyvä asianajotapa, hyvä kirjanpitolatapa, hyvä pörssitatapa tai hyvä tilintarkastusatapa. Virallistettuun itesääntelyyn on myös vaitu liittää ankarammat sanktiot ja paremmat oikeusturvatakeet kuin viranomaisten antamiin epävirallisiin ratkaisusuosituksiin ja vastaaviin ohjeisiin, joista oikeussuojakeinot saattavat kokonaan puuttua.<sup>21</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on käsitelty melko vähän itesääntelynormien oikeudellista velvoittavuutta. Yleinen käsitys on se, että itesääntelynormit tarvitsevat oikeusjärjestyksen institutionaalisen tuen ollakseen myös oikeudellisesti velvoittavia. Tämä institutionaalinen tuki voi syntyä monella tavalla.<sup>22</sup> Itesääntelynormilla on institutionaalinen tuki ainakin silloin, kun normi on johdettu suoraan lakitekstistä, lain valmisteluasiakirjoista tai tapaoikeuden kautta.<sup>23</sup> Tuen määrää ei vaitu kuitenkaan ilmaista formaalein kriteerein.<sup>24</sup>

Oikeudellisesti velvoittavat normit eivät aina tarvitse välitöntä institutionaalista tukea. Joskus voi riittää, että tuen vaituadaan havaita vaikuttavan tällaisen normin tai ratkaisun taustalla. Tällöin institutionalisoitu normi nähdään samansuuntaisena itesääntelynormin kanssa. Joskus yhteiskunta voi myös pitää parempana olla puuttumatta jonkin toimialan asioihin ja antaa itesääntelylle vapaan toimintamahdollisuuden sellaisilla yhteiskunnan osa-alueilla, joilla ei osata ennakoida oikeudellisen sääntelyn vaikutuksia alan kehitykseen tai etuasemien muuttumiseen.<sup>25</sup>

Itesääntelyssä annetut säännöt vaitu käytännössä olla yhtä velvoittavia kuin oikeudelliset normit (ilman institutionaalista tukea tai samansuuntaisuutta institutionaalisen normin kanssa). Sääntöihin vaituadaan sitoutua joko sopimusoidellisesti allekirjoittamalla sitä koskeva asiakirja tai liittymällä yhteisön jäseneksi, vaitu muudollista, tietoista ja nimenomaista allekirjoitusta ei olisi tapahtunutkaan. Pelkkä osallistuminen alan toimintaan voi riittää sitoutumisen osoitukseksi. Erot oikeudellisiin normeihin ilmenevät lähinnä sanktioissa ja niiden täytäntöönpanossa.<sup>26</sup>

<sup>21</sup> *Siltala* 2009, s. 288.

<sup>22</sup> *Huovinen* 2006, s. 1222.

<sup>23</sup> Siitä, vaitu itesääntelynormi saada institutionaalista tukea tapaoikeuden myötä, ei vaitu osittu oikeustieteessä yksimielisyyttä. Ks. esimerkiksi *Tuori* 2000a, s. 197–202; *Siltala* 2003, s. 312.

<sup>24</sup> *Huovinen* 2006, s. 1222.

<sup>25</sup> *Huovinen* 2006, s. 1222.

<sup>26</sup> *Huovinen* 2009, s. 398.



## 2.2 ITSESÄÄNTELYN VAHVUUDET JA HEIKKOUEDET

Itsesääntelyn vahvuutena on yleisesti pidetty sitä, että sääntöjen laadinta ja toteuttaminen tapahtuvat korkeatasoisen asiantuntemuksen kautta ja että asianomaisen alan toimijat osallistuvat osaamisensa ja kokemuksensa kautta itsesääntelyn toteuttamiseen. Tämän on oletettu johtavan hyvin toimivien sääntelykeinojen käyttöön ja innovatiivisten ratkaisujen kehittelyyn. Vahvuutena on pidetty myös yhteisvastuun ja yhteistoiminnan tiivistymistä alan toimijoiden keskuudessa sekä eräänlaisen yhteisomistusoikeuden ja yhteisöllisyyden syntymistä sääntelyjärjestelmässä. Tämän on arvioitu vahvistavan sääntelyn hyväksyttävyyttä alalla ja parantavan alan valmiutta noudattaa sääntöjä. Itsesääntelyn vahvuutena on pidetty myös sitä, että sääntöjen laatiminen, muuttaminen ja toteuttaminen on joustavaa ja nopeaa erityisesti lainsäädäntöön ja sen implementointiin verrattuna. Itsesääntelyn avulla voidaan myös ylittää lainsäädännön kyseiselle alalle asettama vähimmäistaso. Lisäksi itsesääntelyyn voidaan kytkeä alan toimijoita etukäteen ohjaava ja paremmin informoiva neuvontajärjestelmä kuin virkavastuulla toimiviin hallintoviranomaisiin.<sup>27</sup> Itsesääntelyn yleisluontoisena vahvuutena pidetään myös sitä, että asianomainen ala käy keskuudessaan ja ulkopuolisen toimintaympäristön kanssa ihannetapauksessa jatkuvaa vuoropuhelua toimintatavoistaan ja niille asetettavista eettisistä ja muista vaatimuksista.<sup>28</sup> Itsesääntelyn edut ja vahvuudet ovat moninaisia ja kiistattomia.

Itsesääntelyn ongelmana on pidetty sitä, että sääntöjen laadinnalta ja itsesääntelyjärjestelyn ylläpidolta puuttuu vastaava osallistuminen, julkisuutta ja vastuunalaisuutta toiminnan tuloksista varmistava järjestelmä kuin lainsäädännön laatimiseen ja implementointiin liittyy oikeusvaltioperiaatteiden mukaisesti. Jos itsesääntely epäonnistuu, ei ole selvää, kuka kantaa vastuun epäonnistumisesta.<sup>29</sup> Itsesääntelyn ongelmaksi on koettu myös se, että itsesääntelyjärjestelmä saattaa kattaa vain osan sääntelyn kohteena olevan alan tai aihealueen keskeisistä toimijoista, jolloin voi syntyä aukkotilanteita ja toisaalta alan kilpailuasetelmaa vääristävä, niin sanottu vapaamatkustajaongelma.<sup>30</sup>

Itsesääntelyssä myös alan omat erityisintressit saattavat saada hallitsevan aseman sääntöjen sisällössä tai niiden implementoinnissa. Lisäksi itsesääntelyn ongelmana saattaa olla se, että sääntöjen sanktiointi, valvonta ja implementointi on todellisuudessa organisoitu tehottomasti, jolloin kysymys ei olekaan tehokkaasta sääntelykeinosta, vaan ennemminkin näennäisestä tai symbolisesta järjes-

<sup>27</sup> *Tala* 2009, s. 329–330.

<sup>28</sup> *Tala* 2009, s. 330.

<sup>29</sup> *Tala* 2009, s. 330. Samansuuntaisesti ks. myös *Tala* 2012a, s. 22.

<sup>30</sup> *Tala* 2009, s. 330.

telystä.<sup>31</sup> Omia etujaan valvovat intressiryhmät eivät välttämättä halua asettaa toiminnalleen tarpeeksi tiukkoja vaatimuksia, eivätkä seuraamukset ole useinkaan sitovia viranomaisvalvonnan tavoin eivätkä vastaa ankaruudeltaan virallissääntelyä.<sup>32</sup>

Itsesääntelyn edellyttämä alan toimijoiden yhteistoiminta saattaa aiheuttaa häiriöitä tai vinoutumia kilpailulle erityisesti silloin, kun itsesääntelyn avulla säännellään ja kavennetaan käytettävissä olevien kilpailukeinojen valikoimaa. Itsesääntely saattaa myös vahvistaa alalla jo toimivien, erityisesti vakiintuneiden ja voimakkaiden toimijoiden asemaa silloin, kun näillä on vahva rooli itsesääntelyjärjestelyn luomisessa ja toiminnassa. Tämä saattaa vaikeuttaa muiden toimijoiden ja alalle pyrkivien mahdollisuuksia.<sup>33</sup>

Itsesääntelyn ongelmaksi voi muodostua se, että alan ulkopuoliset sidosryhmät (esimerkiksi kyseisen elinkeinotoiminnan asiakkaat) jätetään sääntelyssä marginaaliseen asemaan, vaikka näillä olisi merkittävä intressi itsesääntelyn toimivuuteen ja sovellettaviin sääntöihin.<sup>34</sup>

Itsesääntelyllä on kuitenkin kiistämättömiä etuja lainsäädäntöön verrattuna. Sen avulla voidaan huomioida lainsäädäntötyötä kevyemmässä menettelyssä tietyn toimialan ominaispiirteitä sekä esimerkiksi toimintaympäristön muutoksia ajantasaisemmin. Itsesääntely ei kuitenkaan voi sivuuttaa lainsäädäntöä esimerkiksi oikeuslähdeopillisesti. Siksi on mahdollista, että itsesääntelymuodot jäävät ennemminkin kunkin toimintaryhmän sisäisiksi ohjeiksi, joilla ei saavuteta tavoiteltua sääntelyllistä vaikuttavuutta ainakaan laaja-alaisesti. Toisaalta itsesääntelynormien perusteella voi muodostua esimerkiksi toimialakohtaisia työvälineitä reaalisten argumenttien tai oikeusperiaatteiden tueksi.

Kattavan ja hyvin valmistellun itsesääntelynormiston luominen ei ole vähäinen toimenpide, mikäli sääntelytyössä huomioidaan eri intressiryhmien näkemykset tasapuolisesti ja kattavasti. Julkisen vallan puuttumattomuus tässä työssä saattaa johtaa siihen, että itsesääntelynormisto muodostuu kompromissien johdosta mitänsanomattomaksi. Toimialan ulkopuolisten voi olla vaikeaa hahmottaa kyseisen toimialan itsesääntelynormien sisältöä tai ylipäänsä sitä, mikä toimialan itsesääntelyllinen tilanne on. Mitä useampia itsesääntelynormeja toimialalla on käytössä, sitä haastavampaa on ymmärtää näiden sisäistä systematiikkaa sekä etusijajärjestystä mahdollisessa tulkintatilanteessa. Esimerkiksi arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä noudatetaan useampia itsesääntelynormeja, jotka eivät muodosta yksiselitteistä, yhtenevää ja kattavaa sääntelyverkkoa.

<sup>31</sup> *Tala* 2009, s. 330–331.

<sup>32</sup> *Pakarinen – Tala* 2009, s. 4.

<sup>33</sup> *Tala* 2009, s. 331.

<sup>34</sup> *Tala* 2009, s. 331.



---

### 3 Arvopaperimarkkinoiden itsesääntely

Itsesääntely on merkittävä osa arvopaperimarkkinoiden sääntelyjärjestelmää, vaikka sen merkitys ei ole Suomessa ollut (arvopaperimarkkinain säättämisen jälkeen) niin huomattava kuin esimerkiksi aikaisemmin Ruotsissa ja Isossa-Britanniassa.<sup>35</sup> Ruotsissa ja Isossa-Britanniassa on kuitenkin nykyisin jo osin luovuttu itsesääntelystä arvopaperimarkkinoiden sääntelykeinona ja siirrytty painottamaan jälleen viranomaissääntelyä. Pääasiallinen syy tähän muutokseen on ollut sääntelyn valvonnan ja toimeenpanon tehostaminen.<sup>36</sup>

Itsesääntelyä harjoitti Suomessa ennen uuden arvopaperimarkkinain voimaantulemistä arvopaperimarkkinoiden sääntelyn alueella Keskuskauppakamarin yrityskauppala-autakunta. Uuden arvopaperimarkkinain valmistelun yhteydessä todettiin, etteivät markkinaosapuolet olleet yksimielisiä yrityskauppala-autakunnan toiminnan jatkamisen edellytyksistä.<sup>37</sup>

Yrityskauppala-autakunnan toiminta lakkautettiin arvopaperimarkkinain voimaantullessa ja sen tehtäviä siirrettiin Arvopaperimarkkinayhdistys ry:lle. Yhdistyksen tehtävänä on hyvän arvopaperimarkkinatavan edistäminen ja määrittäminen sekä itsesääntelyn kehittäminen arvopaperimarkkinainsäädännön ja yhtiöoikeuden alueilla.

Arvopaperimarkkinain 11 luvun 28 §:n mukaan pörssi-yhtiön on välittömästi tai välillisesti kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan Suomessa perustettuun toimielimeen, joka on antanut hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen edistämiseksi suosituksen kohdeyhtiön johdon toiminnasta julkisessa ostotarjouksessa. Arvopaperimarkkinayhdistys ry. toimii arvopaperimarkkinain tarkoitettuna riippumattomana toimielimenä.<sup>38</sup> Listayhtiöiden on tullut ilmoittaa Finanssivalvonnalle 1.7.2013 mennessä, mihin itsesääntelyelimeen ne kuuluvat.

Rajat ylittävä rahoitusvaihtoehtojen tarjoaminen ja markkinapaikkojen kansainvälistyminen ovat osaltaan vaikuttaneet arvopaperimarkkinasääntelyn toteuttamiseen myös markkinaosapuolten oman sääntelyn avulla. Viranomaisten norminanto ei ole pystynyt täysin seuraamaan arvopaperimarkkinoiden muutosta ja yleistä kansainvälistymistä. Tällöin vaihtoehtoiset sääntelytavat, mukaan lukien itsesääntely, ovat antaneet mahdollisuuden reagoida muutoksiin ja arvopaperi-

---

<sup>35</sup> Harju 2006, s. 752.

<sup>36</sup> Häyrynen 2009, s. 50–51.

<sup>37</sup> HE 32/2012 vp, s. 67.

<sup>38</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys 2013; Finanssivalvonta 2013, s. 7.

markkinoiden mahdollisiin haittailmiöihin ajantasaisemmin ja joustavammin kuin perinteinen lainsäädäntö. Samalla on avattu mahdollisuus sääntelylle, joka ei perustu perinteiseen lainsäädäntömekanismiin ja joka voi esimerkiksi laillisuusperiaatteen näkökulmasta muodostua ongelmalliseksi. Itsesääntelykeinoilla ei ole puututtu arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöilmiöihin. Puuttuminen olisi perinteisessä sääntely-ympäristössä ollut vaikeaa muun muassa laillisuusperiaate huomioon ottaen. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyltä edellytetyn joustavuuden vuoksi arvopaperimarkkinoita koskevat lait, kuten arvopaperimarkkina-laki, on pääosin säädetty puitenormistoiksi, joita alemmanasteiset virallisenormit ja elinkeinoelämän itsesääntely täydentävät. Itsesääntelyn merkittävyys riippuu sen noudattamisesta ja sääntelyn kohteiden sitoutumisen asteesta.<sup>39</sup> Itsesääntely ei ole muodostunut Suomessa arvopaperimarkkinoiden sääntelykeinona selkeäksi ja yksiselitteiseksi, millä voi olla merkitystä myös sääntelyyn sitoutumisen kannalta.

Alemmanasteisten virallisenormien ja itsesääntelyn antamista rajoittavat myös arvopaperimarkkinaoikeuden alueella perustuslain säännökset. Perustuslain 80 § rajoittaa eduskunnan mahdollisuutta siirtää sille kuuluvaa lainsäädäntövaltaa asetuksen antajalle, ja se vaalii eduskunnan oikeutta lainsäädäntövallan käyttämiseen.<sup>40</sup> Eduskunnan aseman korostamisen uskotaan yleisesti vahvistavan kansalaisten asemaa suhteessa hallintoviranomaisiin.<sup>41</sup> Parlamentarismien vahvistuminen voi osaltaan heikentää itsesääntelykeinojen käyttömahdollisuuksia Suomessa.

Arvopaperimarkkinoita koskevan vastuullisen itsesääntelyn tulee heijastaa sijoittajansuojaa, luotettavuutta, kohtuutta, tasapuolista kohtelua, puolueettomuutta, tehokkuutta, kilpailukykyä ja läpinäkyvyyttä. Koska itsesääntelyn tavoitteet ovat sisällöllisiä, on arvopaperimarkkinalaissa pyritty vahvistamaan itsesäänte-

<sup>39</sup> Käytännössä esimerkiksi pörssiyritysten on todettu sitoutuvan elinkeinoelämän itsesääntelyyn varsin hyvin, jolloin itsesääntely muodostuu tehokkaaksi sääntelykeinoksi. Ks. HE 32/2012 vp, s. 152. Itsesääntelyä harjoittavan toimielimen antamat yleissuosituksen ja mahdolliset yksittäisiä kysymyksiä koskevat ratkaisuosituksen voivat olla myös tehokas, asiasisällöllisesti käytännöllinen ja joustava tapa kehittää sekä yhtenäistää pörssiyritysten noudattamaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Ks. HE 32/2012 vp, s. 171.

<sup>40</sup> Harju 2006, s. 749.

<sup>41</sup> Perustuslain 80 § 1 momentin mukaan tasavallan presidentti, valtioneuvosto ja ministeriö voivat antaa asetuksia perustuslaissa tai muussa laissa säädetyn valtuutuksen perusteella. Lailla on kuitenkin säädettävä yksilön oikeuksien ja velvollisuuksien perusteista sekä asioista, jotka perustuslain mukaan kuuluvat muutoin lain alaan. Jos asetuksen antajasta ei ole säädetty erikseen, sen antaa valtioneuvosto. Saman lainkohdan 2 momentin mukaan myös muu viranomainen voidaan valtuuttaa lailla antamaan oikeussääntöjä määrätyistä asioista, jos siihen on olemassa sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä eikä sääntelyn asiallinen merkitys edellytä, että asiasta säädettäisiin lailla tai asetuksella. Tällaisen valtuutuksen pitää olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu. Ks. laajemmin esimerkiksi Hautamäki 2013, s. 74.

lyn rakenteita ja asetettu niille laadullisia tavoitteita sekä samalla pyritty varmistamaan, että lainsäädäntö ja alemmanasteinen virallissääntely eivät muodostaisi estettä itsesääntelyn kehittymiselle.<sup>42</sup> Toistaiseksi ei ole nähtävissä, miten nämä pyrkimykset olisivat käytännössä toteutuneet arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä.

Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyyn on kohdistettu myös kritiikkiä, ja nykyisin arvopaperimarkkinoilla on ollut havaittavissa ennemminkin viranomais-sääntelyn korostuminen suhteessa arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyyn. Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyn ongelmana on pidetty erityisesti sitä, ettei sen avulla pystytä ehkäisemään arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöksiä. Lisäksi on arvioitu, että itsesääntelyyn turvaudutaan pääasiassa ulkopuolisen sääntelyn ja viranomaisvalvonnan välttämiseksi, ja näin itsesääntely tarjoaisi yrityksille vain tehokkaan suojakeinon välttyä tiukemmalta ulkopuoliselta sääntelyltä ja rikosoikeusjärjestelmältä.<sup>43</sup> Esitettyä näkemystä ei voida pitää täysin perusteltuna, koska rikosoikeusjärjestelmältä ei voi suojautua tehokkaasti itsesääntelynormien tai muidenkaan rikoslakinormien ulkopuolisten sääntelytapojen avulla. Mikään sääntelymuoto tai -järjestelmä ei ole täydellisesti aukoton.<sup>44</sup> Tämä legitimoi osaltaan oikeusperiaatteiden ja perusoikeuskentän huomioimisen arvopaperimarkkinoiden sääntelyn osana, koska niistä saadaan tulkinta-apua sääntelyn epäselvyys- ja aukkotilanteissa.

Itsesääntelyn avulla voidaan välittää tehokkaasti oikeusperiaatteiden ja perusoikeuksien sisältöä liikkeeseenlaskijoiden noudatettavaksi. Itsesääntely on nähtävissä arvopaperimarkkinoiden tausta-arvojen ja tavoitteiden sääntelyllisenä välittäjänä, joka saavuttaa kohteensa todennäköisesti perinteistä lainsäädäntöä tehokkaammin ja kattavammin. Tämä puoltaisi itsesääntelyn käyttämistä myös sisäpiirinsääntelyn osana entistä laaja-alaisemmin.

### 3.1 FINANSSIVALVONNAN ITSESÄÄNTELY

Arvopaperimarkkinalainsäädännön ohella arvopaperimarkkinoiden viranomais-sääntely perustuu lakia alemmantasoisiiin normeihin, joita ovat Finanssivalvon-

<sup>42</sup> HE 32/2012 vp, s. 67. Erityisesti *Sorsa* on kiinnittänyt huomiota siihen, ettei suomalaisessa lainsäädäntöyhteisössä ole vielä riittävässä määrin tunnistettu itsesääntelyyn ja yksityiseen sääntelyyn liittyvää potentiaalia sääntelyn sujuvuuden parantamiseksi. Ks. *Sorsa* 2009, s. 159.

<sup>43</sup> *Häyrynen* 2009, s. 50–51.

<sup>44</sup> Ks. myös *Hirvonen – Niskakangas – Steiner* 2003, s. 145. Riittävän tiukat kaupankäyntisäännöt ovat kansantaloudelle pysyvä kilpailuetu, vaikka aukottomia sääntöjä ei voidakaan luoda.

nan määräykset, ohjeet ja standardit sekä valtiovarainministeriön asetukset.<sup>45</sup> Näillä normeilla täsmennetään ja täydennetään arvopaperimarkkinalaissa säädettyjä velvollisuuksia. Finanssivalvonnan yhtenä tehtävänä on antaa arvopaperimarkkinalain soveltamisen kannalta tarpeellisia ja osapuolia sitovia määräyksiä siten kuin laissa on erikseen säädetty. Näiden tehtävien lisäksi Finanssivalvonta antaa ei-sitovia ohjeita ja tulkintoja, joilla pyritään edistämään hyvien menettelytapojen noudattamista arvopaperimarkkinoilla. Finanssivalvonnan tehtävänä on myös valvoa rahoitusmarkkinoilla toimivien osapuolten toiminnan lainmukaisuutta sekä arvopapereiden kaupankäyntiä. Tähän tehtävään sisältyy myös epäiltyjen arvopaperimarkkinarikosten alustava tutkiminen.<sup>46</sup>

On myös katsottu, että Finanssivalvonnan rinnakkaiset tehtävät määräysten antajana ja toisaalta niiden valvojana voisivat olla ristiriidassa keskenään. Finanssivalvonnan kattavat määräykset ja ohjeet ovat myös saattaneet vähentää alan itsesääntelyn laajuutta. Uusien eurooppalaisten valvontaviranomaisten antamat tekniset standardit ja ohjeet oletettavasti tulevat lisäämään Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelman merkitystä entisestään.<sup>47</sup>

Finanssivalvonnan antamat ohjeet ja kannanotot erilaisista lainsäädäntöön tai markkinatapoihin liittyvistä kysymyksistä eivät ole oikeudellisesti sitovia, koska ne eivät perustu lainsäädännössä välittömästi annettuun valtuutukseen.<sup>48</sup> Sen sijaan eräät Finanssivalvonnan määräyksenantovaltuudet perustuvat laissa nimenomaisesti yksilöityihin valtuuksiin. Valtuudet liittyvät usein Euroopan unionin teknisluonteisen sääntelyn kuten esimerkiksi komission direktiivien täytäntöönpanoon.

Finanssivalvonnan sääntelyvälineenä on määräyskokoelma, johon sisältyvät sitovat määräykset ja ohjeet. Finanssivalvonnan antamat määräykset ja ohjeet ovat joustavia, käytännönläheisiä, kattavia ja läpinäkyviä toimijoille. Finanssivalvonnan antamalla tulkintasuosituksilla on erityinen merkitys silloin, kun suositusta vastaavaa nimenomaista säännöstä ei ole säädetty. Sitovan sääntelyn ja ohjeiden suhde ei välttämättä ole aina selkeä. Finanssivalvonnan määräyskokoelman sisältämien määräysten ja ohjeiden tekstikappaleista käy kuitenkin ilmi, mikä sen normiperusta ja sitovuusaste on. Tällä on pyritty havainnollistamaan määräysten ja muun ohjeistuksen välistä eroa.<sup>49</sup>

<sup>45</sup> Sääntelyä täydentävät muun muassa valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (1020/2012) ja valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3–5 luvussa tarkoitetuista esitteistä (1019/2012).

<sup>46</sup> Häyrynen 2009, s. 20–21.

<sup>47</sup> HE 32/2012 vp, s. 66.

<sup>48</sup> Häyrynen 2006a, s. 17.

<sup>49</sup> HE 32/2012 vp, s. 66. Finanssivalvonnalla ei ole toimivaltaa osakeyhtiölain tulkintaan, joten arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyn kehittymiselle olisi hyvät edellytykset erityisesti osakeyhtiölain ja arvopaperimarkkinalain välimaastossa sijaitsevilla kysymyksissä.

Finanssivalvonnan kannanotot vaihtelevat velvoittavuusasteeltaan Finanssivalvonnan asiakirjojen sisällä. Standardien osalta on kehitetty merkintätapa, jolla voidaan varmistua kannanoton luonteesta ja oikeudellisen velvoittavuuden tasosta. Standardeissa mainitaan jokaisen kappaleen osalta, onko kappale (i) normi, (ii) sitova, (iii) suositus, (iv) soveltamisohje vai (v) perustelu. Tällöin *normilla* tarkoitetaan suoraa viittausta voimassa olevan lain tai asetuksen säännökseen, *sitovalla* tarkoitetaan velvoittavaa määräystä, joka on annettu määräyksenantovaltuutuksen perusteella, *suositus* on suosituluonteinen toimintaohje ja *soveltamisohjeella* tarkoitetaan normiin, sitovaan tai suositukseen liittyvää käytännön soveltamisohjetta. *Perustelun* tarkoitus on avata sääntelyn tarkoitusta, tavoitteita ja taustaa.<sup>50</sup>

Finanssivalvonnan antamat *määräykset* ovat velvoittavia oikeussääntöjä, joita on noudatettava. Perustuslain 80 §:n mukaan viranomaisen voidaan lailla valtuuttaa antamaan määräyksiä, jos siihen on sääntelyn kohteeseen liittyviä erityisiä syitä eikä sääntelyn asiallinen merkitys edellytä, että asiasta säädetään lailla tai asetuksella. Tällaisen valtuutuksen tulee olla soveltamisalaltaan täsmällisesti rajattu. Finanssivalvonta voi antaa määräyksiä ainoastaan valtuuttavan lain säännöksen nojalla ja sen asettamissa rajoissa.

Finanssivalvonnasta annetun lain 1 luvun 3 §:n mukaan Finanssivalvonnan tehtävänä on edellä esitetyllä tavalla edistää hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla ja valvottaviensa ohjaus- ja valvontajärjestelmien luotettavuutta. Näitä tehtäviä toteutetaan Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmassa annettavilla *ohjeilla*. Ohjeilla pyritään myös lisäämään oikeusvarmuutta, kun markkinaosapuolilla on tiedossa Finanssivalvonnan esittämä tulkinta lain säännöksestä. Ohjeet eivät ole oikeudellisesti velvoittavia oikeussääntöjä.

Finanssivalvonta tulee siirtymään asteittain uuteen määräys- ja ohjekokoelmaan, joka tulee korvaamaan rahoitus- ja vakuutussektorin määräys- sekä ohjekokoelmat. Uusi määräys- ja ohjekokoelma tulee jakautumaan kahdeksaan pääjaksoon, joista yksi tulee käsittelemään arvopaperimarkkinoiden toimintaa.

### 3.2 HELSINGIN PÖRSSIN ITSESÄÄNTELY

Helsingin pörssin säännöt ovat sopimusperusteista itsesääntelyä. Arvopaperimarkkinoiden itsesääntely perustuu osin viranomaisten vahvistamiin itsesääntelynormeihin.<sup>51</sup> Pörssin säännöt ovat yksityisoikeudellisia oikeusnormeja, joilla markkinaosapuolet ovat hyväksyneet toimintaansa koskevia oikeuksia ja velvollisuuksia. Seuraamukset ja erimielisyydet, joita itsesääntelyn noudattamatta jät-

<sup>50</sup> Norros 2009, s. 20.

<sup>51</sup> Häyrynen 2009, s. 20.



tämisestä ja sisällöstä syntyy, ratkaistaan ilman viranomaisten osallistumista. Itsesääntelyn noudattamatta jättämiseen sovelletaan kurinpitomenettelystä annettujen sääntöjen määräyksiä. Itsesääntelyn noudattamista on tehostettu sopimus-sakoilla.

Pörssin säännöissä on säädetty arvopaperimarkkinoiden ja arvopaperikaupan periaatteista. Arvopaperimarkkinoilla ja arvopaperikaupassa on toimittava eettisesti moitteettomasti. Pörssissä ja markkinoilla toimivien yhteisöjen ja yksityisten henkilöiden on noudatettava huolellisesti hyvää arvopaperimarkkinatapaa sekä arvopaperimarkkinoita ja pörssin toimintaa koskevia säännöksiä niiden sanamuodon ja hengen mukaisesti ottaen huomioon sen, ettei säännöksiä ole ollut mahdollista laatia täydellisiksi ja aukottomiksi. Säännöksiä ei saa kiertää käyttämällä välikäsiä tai muutoin.<sup>52</sup>

Pörssin säännöt ovat luonteeltaan sopimus, johon liikkeeseenlaskijat, arvopaperinvälittäjät ja muut pörssissä toimivat markkinaosapuolet ovat sitoutuneet. Pörssin sääntöjen noudattamista valvoo pörssin hallitus. Helsingin pörssiä valvoo Finanssivalvonta.

Arvopaperimarkkinoiden itsesääntely ohjaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Myös vakuutus- ja rahoitusneuvonnan yhteydessä toimiva itsesääntelyelin, Arvopaperilautakunta, edistää hyvää arvopaperimarkkinatapaa ja antaa ratkaisusuosituksia ei-ammattimaisten asiakkaiden ja palveluntarjoajien lausuntopyyntöihin. Hyvää arvopaperimarkkinatapaa kehitetään myös muiden lakien nojalla, kuten sijoituspalvelulaissa tarkoitettussa, asiakasvalituksia käsittelevässä toimielimessä ja laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä tarkoitettun pörssin sääntöihin perustuvassa kurinpitolautakunnassa.<sup>53</sup>

*Sisäpiiriohje* on Helsingin pörssin itsesääntelynormisto. *Sisäpiiriohjeessa* on annettu esimerkkejä sisäpiirintiedosta sekä käytännön ohjeita hankekohtaisen sisäpiirirekisterin perustamisedellytyksistä. *Sisäpiiriohjetta* sovellettaessa on huomioitava, että sisäpiirintietoon liittyvät tulkintakysymykset ratkaistaan ta-pauskohtaisesti voimassa olevan lainsäädännön perusteella.<sup>54</sup>

*Sisäpiiriohje* sisältää ohjeita sen tarkoituksesta ja soveltamisalasta, kielletystä sisäpiirintiedon käytöstä, sisäpiiriläisiä koskevasta ilmoitusvelvollisuudesta ja

<sup>52</sup> Pörssin säännöt 2013, kohta 1.2.4.

<sup>53</sup> HE 32/2012 vp, s. 96, 153.

<sup>54</sup> Helsingin pörssi, Keskuskauppakamari sekä Elinkeinoelämän keskusliitto ry. valmistelivat sisäpiiriohjeen listayhtiöiden käyttöön selkeyttämään toimintatapoja arvopaperimarkkinoilla. *Sisäpiiriohje* julkaistiin ensimmäisen kerran 1.3.2000. Nykyinen *Sisäpiiriohje* on ollut voimassa 1.7.2013 alkaen. Ennen *Sisäpiiriohjeen* voimaan tulemista arvopaperimarkkinoilla käytettiin Pörssisäätiön vuonna 1997 julkaisemaa *Sisäpiiriläisen opasta*. Sisäpiiriläisen opasta edelsi vuonna 1989 julkaistu opas sisäpiiriasioista (*Reilu Peli*). Ks. *Pörssisäätiö* 1997, s. 5.

sisäpiirirekisterin pitämisestä, kaupankäyntirajoituksista ja kaupankäyntiohjelmista, yrityskohtaisesta sisäpiirirekisteristä, sisäpiiriasioiden hallinnosta ja valvonnasta. Sisäpiiriohjeen on katsottu oleva hyvä lisä sisäpiirintietoa koskevassa sääntelyssä.<sup>55</sup> Pörssi-yhtiöiden on noudatettava *Sisäpiiriohjetta*. Oletuksena on, että *Sisäpiiriohjetta* noudattamalla voisi välttyä esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevalta arvostelulta. Päinvastaisessa tapauksessa markkinapaikan itsesääntelynormi ei vastaisi sisällöllisesti muuta sisäpiirinsääntelyä. Tällöin sääntely muodostuisi kokonaisuutena epätasaiseksi ja rikkonaiseksi, ja sen noudattaminen vaikeutuisi.

*Sisäpiiriohjeeseen* on kohdistettu oikeuskirjallisuudessa aikaisemmin kritiikkiä erityisesti *sisäpiirinhanketta* koskevien ohjeiden osalta.<sup>56</sup> Pääasiassa kritiikki on kohdistunut sisäpiirinhankkeen alkamiseen liittyviin, epäselviksi koettuihin ohjeisiin sekä siihen, että myös *alustavat neuvottelut* saattavat sisältää sisäpiirintietoa erityisesti silloin, kun neuvottelujen vastapuoli on ilmaissut myönteisen suhtautumisensa hankkeeseen.<sup>57</sup> Yhteistä esitetyle kritiikille on ollut se, että sisäpiirintiedon syntyminen edellytysten täyttyminen sisäpiirinhanketilanteessa olisi *Sisäpiiriohjeessa* määritelty korkeammalle kuin mitä oikeuskäytännön perusteella olisi kritiikin esittämisajankohtana ilmeisesti ollut pääteltävissä. *Sisäpiiriohjeen* mukaan tieto muodostuisi hanketilanteessa sisäpiirintiedoksi oikeuskäytännön tulkintaratkaisuihin verrattuna vasta myöhäisemmässä vaiheessa.

*Sisäpiiriohjeen* mukaan sisäpiirinhanke on toimenpidekokonaisuus tai järjestely, joka luonteensa tai kokonsa vuoksi poikkeaa *yhtiön tavanomaisesta liiketoiminnasta tai yhtiön julkistamasta strategiasta*. Sisäpiirinhankkeena ei pidetä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia asioita, kuten osavuosikatsauksen ja tilinpäätöksen laatimista. Yhtiön normaali juokseva toiminta ei muodostu sisäpiirinhankkeeksi.<sup>58</sup> Myöskään toimenpide, jonka toinen taho omasta aloitteestaan kohdistaa yhtiöön ja johon yhtiö ei myötävaikuta, ei ole *yhtiön* kannalta sisäpiirinhanke.<sup>59</sup>

<sup>55</sup> Ks. vastaavasti *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2008, s. 407. *Sisäpiiriohjeen* on katsottu olevan ”kunnianhimoinen normikokoelma”, mutta sisäpiirintietoon liittyvät kysymykset on kuitenkin ratkaistava tapauskohtaisesti. Ks. *Knuts* 2011a, s. 53.

<sup>56</sup> *Sisäpiiriohjeen* mukaan sisäpiirinhankkeella tarkoitetaan yhtiössä luottamuksellisesti valmistettavaa, yksilöitävissä olevaa toimenpidekokonaisuutta tai järjestelyä, jonka julkistaminen olisi omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin arvoon. Asiallisesti *Sisäpiiriohjeen* määritelmä vastaa arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n mukaista sisäpiirintiedon määritelmää. *Sisäpiiriohjeen* sisältö vastaa tältä osin myös *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n ja *Määritelmädirektiivi* 2003:n sisältöä.

<sup>57</sup> Ks. *Harju* 2006, s. 753; *Ståhlberg* 2000, s. 747 (alaviite 52); *Kurenmaa* 2003, s. 307–308; *Häyrynen* 2006a, s. 190.

<sup>58</sup> *Häyrynen – Parkkonen* 2006, s. 58.

<sup>59</sup> *Sisäpiiriohje*, s. 16.

Jos liikkeeseenlaskija on markkinoille julkistamassaan strategiassa ilmoittanut tekevänsä esimerkiksi huomattavia yritysjärjestelyjä tai laajentavansa liiketoimintaansa yrityskauppojen avulla uusille liiketoiminta-alueille toimintakaudella, ei käsillä olisi hanke *Sisäpiiriohjeen* tarkoittamalla tavalla liikkeeseenlaskijan ryhtyessä toteuttamaan aikaisemmin tiedotettua strategiaansa. Tämän ei kuitenkaan voida katsoa olevan *Sisäpiiriohjeen* tulkinnan tarkoituksena, vaan sisäpiirinhankkeena on pidettävä myös järjestelyjä, joiden toteutumismahdollisuudesta yhtiö on jo aikaisemmin tiedottanut markkinoille. Sisäpiirinhankkeen kriteereitä arvioitaessa ratkaisevaa ei ole se, mitä markkinat tietävät yhtiön julkaisemasta strategiasta, vaan se, *miten ja koska tämä strategia konkretisoituu*. Tiedotetun strategian mukaisen järjestelyn toteutumista on syytä pitää myös *Sisäpiiriohjeen* mukaisena sisäpiirinhankkeena ja tietoa järjestelystä sisäpiirintietona siitä alkaen, kun sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytykset täyttyvät.

Markkinoille tiedotetulla strategialla voi olla kuitenkin merkitystä arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymisajankohtaa aikajanalla. Sisäpiirintiedon syntymisajankohta voi siirtyä ajallisesti eteenpäin, jos järjestelyn toteutumismahdollisuudesta on jo tiedotettu esimerkiksi yhtiön julkistamassa strategiassa ja sen toteutumismahdollisuus on ollut ennakoita markkinoiden tiedossa.

Vastaavasti tiedotetusta strategiasta poikkeava järjestely voi muodostua sisäpiirintiedoksi jo ajallisesti aikaisemmassa vaiheessa, koska markkinat eivät julkistetun strategian perusteella ole pystyneet ennakoimaan tiedotetusta strategiasta poikkeavan järjestelyn mahdollisuutta. Tehokkaasti toimivilla markkinoilla tiedotetun strategian mukaiset tiedot ja odotukset heijastuvat liikkeeseenlaskijan osakekurssiin, ja siksi strategian mukaisilla toimilla ei ole välttämättä ainakaan olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon (arvovaikutusta). Tällaisessa tapauksessa kysymys ei ole sisäpiirintiedosta.<sup>60</sup>

Vaikka *Sisäpiiriohjeen* mukaan sisäpiirinhankkeena ei ole yhtiön kannalta pidettävä toimenpidettä, jonka *toinen taho kohdistaa omasta aloitteestaan yhtiöön* ja johon yhtiö ei myötävaikuta, voi tieto tällaisesta toimenpiteestä olla sisäpiirintietoa haltijalleen, mikäli tietoa ei ole julkistettu ja se olisi julkistessaan omiaan vaikuttamaan yhtiön arvopaperin arvoon. Sama koskee yhtiön omia toimenpiteitä. Arvopaperin arvoon mahdollisesti olennaisesti vaikuttavat yhtiön suunnitelmat, esimerkiksi erilaisiin yritys- ja liiketoimintajärjestelyi-

<sup>60</sup> Tehokkaiden markkinoiden teorian mukaisesti arvopaperin hinta (osakkeen kurssi) heijastaa sijoittajien kollektiivista näkemystä oikeasta hinnasta (olettaen, että kaikilla sijoittajilla on käytössään yhtenevät ja oikeat tiedot arvopaperista). Käytännössä arvopaperin hinta kuitenkin heijastaa ammattimaisten ja kyvykkäimpien sijoittajien näkemystä. Ks. *Barnes* 2009, s. 18–20; *Vahtera* 2011, s. 365. Tosiasiallisesti ammattimaisilla sijoittajilla on paremmat mahdollisuudet hyödyntää sinänsä yhtäläisesti kaikkien saatavilla olevaa tietoa.

hin liittyvät hankkeet, ovat tyypillisesti sisäpiirintietoa jo ennen niiden julkistamisvelvollisuutta.<sup>61</sup>

Yhtiöissä valmisteltavana olevat hankkeet etenevät usein vaihteittain, ja käytännössä on vaikeaa arvioida tarkkaa ajankohtaa, jolloin hanketta koskevaa tietoa on pidettävä sisäpiirintietona. Yrityskaupoissa osapuolten ensimmäistä yhteydenottoa tai tapaamista ei pääsääntöisesti ole katsottava vielä sisäpiirintiedoksi. Sisäpiirintiedoksi tulee kuitenkin katsoa kaikki sellaiset valmisteilla olevat asiat, jotka julkisuuteen tullessaan voisivat muuttaa arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan käsitystä liikkeeseenlaskijan osakkeen arvosta. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösääntelyn tavoitteiden mukaisen tulkinnan on katsottu *Häyrysen* mukaan edellyttävän, että myös olennaisena pidettävää alustavaa tietoa tulisi pitää sisäpiirintietona.<sup>62</sup> Sillä, onko tieto alustavaa vai lopullista, ei ole keskeistä merkitystä arvioitaessa tiedon olennaisuusedellytyksen täyttymistä. Myös määritelmällisesti ”alustava tieto” on vaikeasti hahmotettavissa. Mikäli tieto on riittävän täsmällistä ja olennaista, sitä on pidettävä sisäpiirintietona sen kehitysteestä riippumatta.

Tulkinta siitä, että yrityskauppatilanteessa osapuolten ensimmäistä (tai ensimmäisiä) yhteydenottoa tai tapaamista ei voida katsoa sisäpiirintiedoksi, on perusteltu. Tällöin tieto valmisteilla olevasta hankkeesta ei vielä yleensä ole tarpeeksi täsmällistä. Tulkintaa ei muuta sekään, että yrityskauppa olisi ennen ensimmäistä yhteydenottoa valmisteltu sisäisesti *toisen osapuolen* (yhteydenottajan) toimesta jo pitkään. Yleensä yrityskauppoja valmistellaan varsin huolellisesti jo ennen ensimmäistä yhteydenottoa, ja toisaalta vielä ensimmäisten yhteydenottojen jälkeen ei voi olla riittävän täsmällistä tietoa siitä, miten neuvottelujen toinen osapuoli suhtautuu suunnitelmaan yrityskaupasta tai -järjestelystä.<sup>63</sup>

Tulkinta siitä, että sisäpiirintiedoksi tulisi katsoa kaikki sellaiset valmisteilla olevat hankkeet, jotka julkistuessaan voisivat muuttaa markkinoiden käsitystä liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvosta, on myös perusteeton, koska käytännössä lähes kaikki julkistamattomat ja valmisteilla olevat hankkeet, jotka julkistuisivat kesken prosessin, olisivat tämän tulkinnan mukaan sisäpiirintietoa. Markkinat reagoivat tällaisiin julkistuksiin usein herkästi ja spekulatiivisesti, eikä tämä anna vielä aihetta tehdä perusteltuja johtopäätöksiä sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten täyttymisestä arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan näkökulmasta arvioituna.<sup>64</sup> Epätäsmälliselläkin tiedolla voi julkistuessaan olla arvovaikutus. Epätäsmällinen tieto ei kuitenkaan ole sisäpiirintietoa.

Arvopaperimarkkinain sisäpiirintiedon määritelmän mukaisen sisäpiirintiedon syntymisen, *Sisäpiiriohjeen* mukaisen sisäpiirinhankkeen syntymisen ja toisaal-

<sup>61</sup> *Häyrynen* 2006a, s. 123. Ks. myös HE 254/1998 vp, s. 22; *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011, s. 19 (kohta 14).

<sup>62</sup> *Häyrynen* 2006a, s. 124.

<sup>63</sup> Ks. kuitenkin esimerkiksi *Liinos – Visman* juttu, jossa julkisen ostotarjouksen tekijän neuvonantajan ensimmäisen yhteydenoton katsottiin muodostuneen sisäpiirintiedoksi.

<sup>64</sup> Ks. myös *Rider* 2000, s. 233.

ta arvopaperimarkkinalain mukaisen tiedon julkistamisvelvollisuuden syntymisen *ajankohdat poikkeavat osin toisistaan*. Tämä on omiaan aiheuttamaan tulkintaongelmia sisäpiirintiedon syntymisajankohtaa arvioitaessa, vaikka onkin selvää, että kaupankäynti yhtiön osakkeilla voi estyä jo ennen kuin tiedottamisvelvollisuus asiassa syntyy. Tältä osin tulkintaongelmia voi aiheuttaa *aikajänteen arvioiminen* eli se, *kuinka paljon aikaisemmin* tiedottamisvelvollisuuden syntymiseen verrattuna kaupankäynti osakkeilla estyy. Tästä ei ole esitettävissä mitään yksiselitteistä tulkintasääntöä, vaan asia on ratkaistava aina tapauskohtaisesti.

---

## 4 Itsesääntelyn jäsentäminen arvopaperimarkkinoiden sääntelykentässä

Itsesääntelyn (tai yhteissääntelyn) piirissä sisäpiirinkysymyksiin liittyviä käytännön menettelytapaohjeita olisi markkinaosapuolten oikeusturvan lisäämiseksi edelleen kehitettävä.<sup>65</sup> Oikeusturvan kehittäminen ja kehittyminen arvopaperimarkkinoilla edellyttää johdonmukaisia ja yksiselitteisiä itse- ja/tai yhteissääntelynormeja. Nykytila ei ole tyydyttävä, koska esimerkiksi *Sisäpiiriohjeen* sisäpiirintiedon syntymistä koskeva ohjeistus poikkeaa oikeuskäytännön ja oikeuskirjallisuuden kannanotoista. Myös Finanssivalvonnan harjoittaman itsesääntelyn muodot ovat monimutkaisia ja vaikeasti hahmotettavia.

Itsesääntely voi tarjota arvopaperimarkkinoiden sääntelylle tehokkaan ja nopean tavan reagoida toimintaympäristön muutoksiin. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttösääntelylle itsesääntelyllä on kuitenkin vain vähän annettavaa. Lailisuusperiaatteen ja oikeusturvan vaatimukset heijastuvat myös lainsäädäntöä hierarkkisesti alemmalla tasolla oleviin sääntelymuotoihin. Sääntelyn täsmällisyyden ja ennakoitavuuden edellytyksistä sekä toisaalta oikeusturvan kannalta keskeisistä, menettelyllisistä yksilön oikeusturvaedellytyksistä ei ole syytä tinkiä itsesääntelynkään osalta. Tämä tukee muun muassa sisäpiirinsääntelyn systemaattista johdonmukaisuutta ja sääntelyn sisäistä koherenssia.

Itsesääntelyn käyttämistä enenevässä määrin arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja sisäpiirinsääntelyn työvälineenä voidaan arvioida myös laajemmin sääntelyteoreettisesta näkökulmasta. Yksityiskohtaisten lakien säätämistä on usein perusteltu esimerkiksi epäsymmetrisen informaation estämisen, luottamuksen lisäämisen ja epävarmuuden vähentämisen ja epätäydellisen kilpailun minimoimisen tarpeella. Näitä yksityiskohtaisemman lainsäädännön tarpeella usein perusteltuja sääntelyn kohteita voidaan tutkia ja arvioida oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta, mikä on sääntelyteoreettisen tutkimuksen keskeinen metodi. Tällöin huomion kohteena ovat usein lain säätäminen ja lainsäädännön aiheuttamat taloudelliset vaikutukset toimintaympäristössä.<sup>66</sup> Näitä yksityiskohtaisen lainsäädännön vaikutuksia voitaisiin peilata ja verrata itsesääntelyn avulla toteutettavien itsesääntelynormien vaikutuksiin ja kokonaistaloudellisiin seurauksiin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä. Mikäli jälkimmäisen

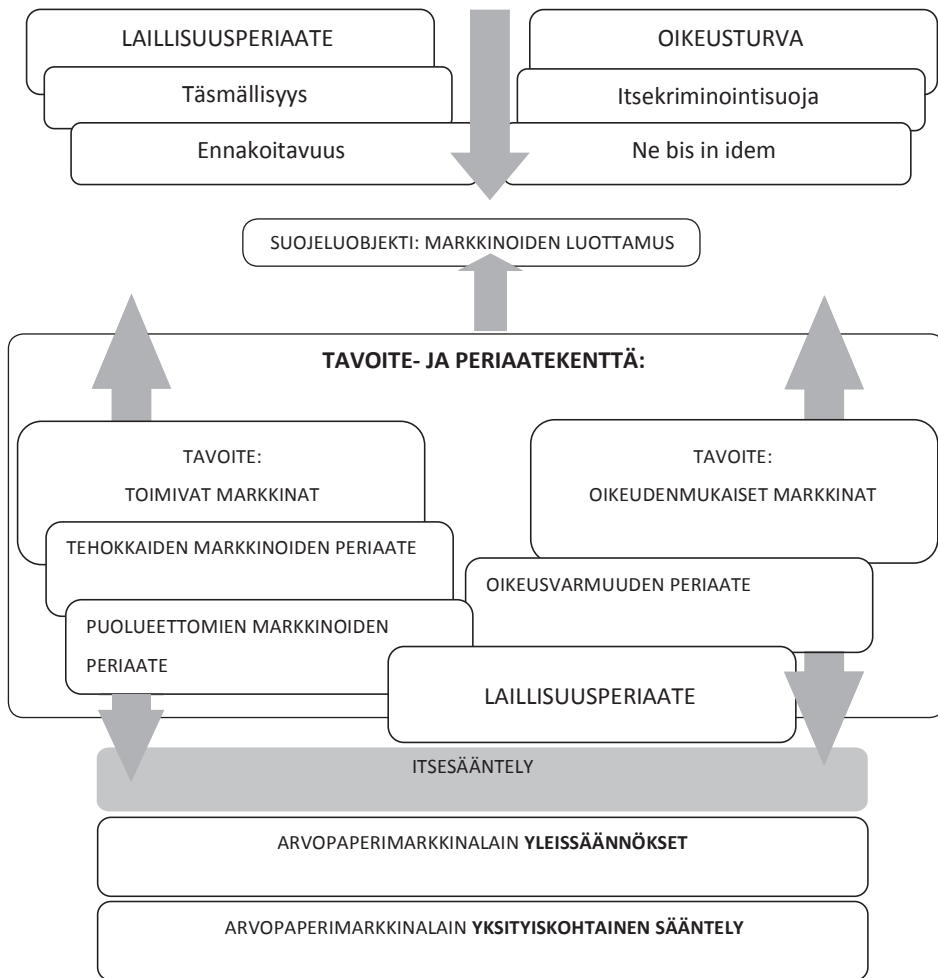
---

<sup>65</sup> HE 32/2012 vp, s. 156.

<sup>66</sup> Ks. yleisesti laajemmin *K. Määttä* 2009.

sääntelymuodon todettaisiin johtavan kokonaistaloudellisesti kestävämpiin ratkaisuihin siten, ettei markkinaosapuolten arvopaperimarkkinoita kohtaan tuntema luottamus kuitenkaan heikenny, voisi olla perusteltua tälläkin perusteella lisätä itsesääntelyn määrää arvopaperimarkkinoiden ohjauksvälineenä.

PERUS- JA IHMISOIKEUSKENTÄ:



**Kuvio 12.** Arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden, periaatteiden, normiston, perus- ja ihmisoikeuskentän sekä itsesääntelyn suhteuttaminen.

## VII

# SISÄPIIRINTIEDON TÄSMÄLLISYYS- JA OLENNAISUUSEDellyTYSTEN SYSTEMATISOINTIA

”Ihmisten väliset eturistiriidat ovat väistämättä pakottaneet ihmiset muodostamaan yhteisöjä ja solmimaan keskenään sopimuksia, joista johdettavalla asteikolla voidaan mitata häiriöiden vakavuutta.”

*Beccaria* [1764], s. 41–42





---

# 1 Aluksi

Sisäpiirintiedon määritelmästä on säädetty arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:ssä. Määritelmä perustuu *Sisäpiiridirektiivi* 1989:n vuonna 2003 korvanneeseen *Markkinoiden väärinkäyttödirektiiviin*. Euroopan unionin oikeuden tulkintavaikutuksen perusteella arvopaperimarkkinalain soveltamisessa on otettava huomioon myös *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n sanamuoto ja tarkoitus, ja kun *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003 korvataan myöhemmin uudella direktiivillä tai asetuksella, on huomioon otettava tämän sanamuoto ja tarkoitus.

*Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n 1 artiklan mukaisesti sisäpiirintiedolla tarkoitetaan luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan tai yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, *todennäköisesti olisi huomattava vaikutus* kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan. *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa sisäpiirintiedolta edellytetään *huomattavaa vaikutusta* rahoitusvälineen (arvopaperin) hintaan. Arvopaperimarkkinalaki edellyttää sanamuoton mukaisesti sen sijaan *olennaista vaikutusta* arvopaperin arvoon.

*Määritelmädirektiivi* 2003:n mukaan tiedon katsotaan olevan täsmällistä, jos se 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.

Perinteisesti arvopaperimarkkinalain sisäpiirintiedon määritelmän tulkintaa on ohjannut erityisesti markkinalähtöinen tehokkuusargumentti. Tästä on seurannut huomion kiinnittyminen pääasiallisesti arvopaperimarkkinoiden sääntelyn taloustieteellisen argumentaatiomallin korostamiseen. Sisäpiirinsääntelyn tulkinnassa voidaan sinänsä hyvin ottaa huomioon markkinalähtöisiä ja oikeustaloustieteellisiä näkökulmia. Kuitenkin tulkinnan keskittyessä siihen, mikä sisäpiirinsääntelyn osalta on sallittua ja mikä puolestaan rangaistavaa, on tulkintatyövälineitä lisättävä ja samalla annettava tasapuolisesti tilaa myös muille argumenteille. Täydentäviä tulkintatyövälineitä on löydettävissä sisäpiirinsääntelyn arvioinnin perusoikeuslähtöisyydestä sekä sisäpiirinsääntelyn varallisuus oikeudellisista näkökulmista. Tällöin oikeustaloustieteelliset tehokkuusargumentit eivät muodostu yksinomaisiksi työvälineiksi sisäpiirinsääntöstä tulkittaessa.

Arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n mukainen sisäpiirintiedon määritelmä sisältää avoimia elementtejä eikä sitä siksi voida pitää yksityiskohtaisena tai tarkkana. Näitä avoimia elementtejä ovat ilmaisut ”täsmällistä tietoa” ja ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan”. Ilmaisut ”täsmällinen” ja ”on omiaan olennaisesti” mahdollistavat erilaisia arviointivaihtoehtoja. Ilmaisujen avoimuus, tästä seuraava sisäpiirintiedon määritelmällinen epätarkkuus sekä perinteisen tulkintatavan painottuminen pääasiassa oikeustaloustieteelliseen tehokkuusargumenttiin muodostuvat ongelmallisiksi viime kädessä sisäpiirinsäännösten rikosoikeudellisessa (ja laillisuusperiaatteen mukaisessa) tulkinta- ja soveltamistilanteissa.

---

## 2 Täsmällisyysedellytys

Arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:n mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan arvopaperiin liittyvää *luonteeltaan täsmällistä tietoa*, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa. Tiedon täsmällisyyttä eli sitä, milloin tieto on luonteeltaan arvopaperimarkkinalain tarkoittamalla tavalla täsmällistä, ei ole määritelty laissa tai muissakaan oikeuslähteissä.

Ennen *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n implementointia sisäpiirintiedon määritelmä sisältyi rikoslain 51 luvun 6 §:ään. Tällöin sisäpiirintiedon määritelmässä ei ollut nimenomaisesti säädetty tiedon täsmällisyysvaatimuksesta, vaikka tiedon *tarkkuutta* koskeva vaatimus oli sisältynyt jo aikaisemmin voimassa olleeseen *Sisäpiiridirektiivi* 1989:ään.<sup>1</sup> Asiallisesti tiedon täsmällisyysvaatimuksen on kuitenkin katsottu sisältyneen myös rikoslain sisältämään sisäpiirintiedon määritelmään, vaikka sitä ei siis nimenomaisesti ollut kirjattu lakiin vaatimuksena.<sup>2</sup>

Jos täsmällisyysvaatimus kuitenkin sisältyi tosiasiallisesti jo rikoslain mukaiseen sisäpiirintiedon määritelmäsäännökseen ilman nimenomaista mainintaa, voidaan kysyä, miksi täsmällisyysvaatimuksesta otettiin myöhemmin nimenomainen maininta arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon määritelmäsäännökseen. Voidaan katsoa, että lainsäätäjä on lisäksi halunnut korostaa täsmällisyysvaatimuksen merkitystä itsenäisenä edellytyksenä arvioitaessa sitä, onko jokin tieto sisäpiirintietoa vai ei. Tiedon on oltava nimenomaisesti täsmällistä ollakseen sisäpiirintietoa. Tiedon täsmällisyydelle tulee siksi antaa oma, itsenäinen merkityksensä sisäpiirintiedon syntymistä arvioidessa.

Sisäpiirintiedon täsmällisyysedellytyksestä on erotettava se, että itse tiedon kohteeseen liittyy epävarmuustekijöitä. Näin ollen, vaikka tiedon tiedettäisiinkin olevan totta, tiedon kohteena olevan seikan toteutumisen epävarmuus voi vaikuttaa tiedon sisäpiirintiedon täsmällisyysominaisuutta koskevaan arviointiin. Täl-

---

<sup>1</sup> *Sisäpiiridirektiivi* 1989:n 1 artiklan määritelmäsäännöksen mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkistamatonta ja luonteeltaan tarkkaa tietoa (*precise nature*). Direktiivin sanamuoto poikkeaa voimassa olevan arvopaperimarkkinalain sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksen sanamuodosta. Asiallista merkitystä tällä eroavaisuudella ei ole katsottu olevan.

<sup>2</sup> *Häyrynen* 2007, s. 839 (alaviite 15).

lainen epävarma tieto liittyy tyypillisesti valmisteilla tai suunnitteilla oleviin tapahtumiin.<sup>3</sup>

Sisäpiirintiedon edellytykset eivät täyty välttämättä nopeasti, koska liikkeenlaskijoiden merkittävät liiketoiminnalliset ratkaisut edellyttävät varsin usein pitkää ja huolellista suunnittelua ja valmistelua. Suunnitelmien alkuvaiheessa tieto suunnitelman toteutumisesta on usein epävarmaa ja epätasällistä. Tällöin suunnitelmien alkuvaiheessa syntyneitä tietoja voidaan pitää epätasällisenä ja sisäpiirintiedon ulkopuolelle rajautuvana. Suunnittelun alkuvaiheessa olevan tiedon arvioinnilla on läheinen suhde tiedon relevanssikriteerin täyttymiseen. Varhaisella suunnitteluasteella oleva informaatio ei muodostu sisäpiirintiedoksi siksi, ettei relevanssikriteeri asiassa täyty. Mitä aikaisemmassa vaiheessa tieto tai sen kehitysaste on, sitä vähäisempi sen merkitys on arvopaperin arvolle. Suunnitteluun liittyvän tiedon arvioimista relevanssikriteerin perusteella tukee muun muassa se, että täsmällisyydeltään muodollisesti samanlainen tieto voi saada aikaan täysin erilaisen vaikutuksen arvopaperin arvoon. Merkittävästä seikasta kertova epätasällinen tieto voi johtaa olennaiseen vaikutukseen arvopaperin arvossa, kun taas vähemmän merkittävä seikka ei epätasällisenä saa aikaan muuta kuin vähäisen vaikutuksen arvopaperin arvoon.<sup>4</sup>

Toisaalta esimerkiksi tieto hankkeesta voi kehittyä nopeastikin sisäpiirintiedoksi. Usein tällaisessa tilanteessa arvioidaan sitä, olisiko tieto hankkeesta todellisuudessa kuitenkin muodostunut sisäpiirintiedoksi jo aikaisemmin kuin mitä esimerkiksi valvontaviranomaiselle on esitetty tai mitä hankekohtaiseen sisäpiirintiedon kehityskaarelle ei voida esittää mitään yleistä aikajännettä sen alkuperäisestä muodostumisesta sisäpiirintiedon syntyymiseen, vaan sisäpiirintiedon syntyminen on aina arvioitava ja ratkaistava tapauskohtaisesti keskeisten tosiseikkojen perusteella.

Sisäpiirintiedon täsmällisyyden edellytykset on määritelty *Määritelmädirektiivi* 2003:n artiklassa 1.1. On huomattava, että myös *Määritelmädirektiivi* 2003:n mukainen määritelmä sisältää avoimia ja tulkinnanvaraisia kriteereitä (esimerkiksi ”voidaan kohtuudella olettaa”). *Määritelmädirektiivi* 2003:n mukainen täsmällisyysvaatimuksen määritelmä on vaikeaselkoinen. Täsmällisyyden käsitettä voidaan jo itsessään pitää harhaanjohtavana, koska ilmaisun yleiskielen mukainen merkitys viittaa ennemminkin *hyvin tarkkaan ja yksityiskohtaiseen tietoon*.<sup>5</sup> Tämän vuoksi olisi kuitenkin perusteltua pidättäytyä nimenomaan ilmaisun normaalikielen mukaisessa merkityksessä eikä pyrkiä laajentamaan

<sup>3</sup> Annola 2005, s. 293.

<sup>4</sup> Annola 2005, s. 294.

<sup>5</sup> Häyrynen 2009, s. 122.

määritelmän merkitystä ainakaan sisäpiiriläisen rikosvastuuta laajentavalla tavalla.

Täsmälliseltä tiedolta edellytetään valmisteltavissa olevien asioiden osalta sitä, että kyseisen seikan (valmisteltavana olevan asian) voidaan todennäköisesti odottaa toteutuvan tulevaisuudessa. Tällöin pelkästään epävarmuus seikan toteutumisesta tai toteutumatta jäämisestä ei välttämättä johda siihen, ettei tieto olisi myös sisäpiirintietoa. Tiedon sisäpiirinluonnetta ei myöskään poista se, ettei epävarma suunnitelma lopulta toteudu.<sup>6</sup> Toisaalta valmisteltavana olevan asian toteutumistodennäköisyys pitäisi pystyä arvioimaan ja määrittelemään jollain tavalla. Kaikki valmisteltavana olevat asiat eivät nimittäin ole toteutumiseltaan todennäköisiä, ja jossain tapauksessa tulevaisuuden tapahtumaa koskevan tiedon epätodennäköisyys ylittää todennäköisyyden asteen. Normaalikielen mukaisesti todennäköisyyskriteeri täytyisi silloin, kun tapahtuman toteutumisaste on suurempi kuin 50 prosenttia, jolloin tapahtuman toteutuminen olisi todennäköisempää kuin sen ei-toteutuminen. Sisäpiirinsääntelyssä ei ole kuitenkaan määritelty sisäpiirintiedon syntymiseltä edellytettävää todennäköisyyden astetta.

*Daimlerin* jutun ratkaisua analysoitaessa on kuitenkin esitetty tässä tutkimuksessa esitetyn näkemyksen kanssa samansuuntaisesti, että tulevaisuudessa tapahtuvan tapahtuman todennäköisyyden osalta arviointi keskittyy siihen, onko tapahtuman toteutuminen todennäköisempää kuin epätodennäköinen eli tulevaisuuden tapahtumalta edellytetään *yli 50 prosentin toteutumistodennäköisyyttä*.<sup>7</sup>

Vanhan arvopaperimarkkinalain esitöissä pyrittiin selkeyttämään tiedon täsmällisyysvaatimusta. Esitöiden mukaan tiedon täsmällisyydeltä ei edellytetty sitä, että se viittaisi olosuhteisiin tai tapahtumiin, joiden voidaan todennäköisesti olettaa tulevaisuudessa tapahtuvan tai ilmenevän. Sen sijaan sisäpiirintiedon täsmällisyyttä koskevan vaatimuksen voitiin esitöiden mukaan katsoa täyttyvän jo silloin, kun kyseisten olosuhteiden tai tapahtumien ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus. Tapahtumien tai olosuhteiden tosiasialliseen ilmenemiseen tai toteutumiseen liittyvillä epävarmuustekijöillä ei ollut merkitystä arvioitaessa tiedon täsmällisyyttä.<sup>8</sup>

Esitöiden perusteet irtautuvat edellä esitetyn todennäköisyysarvioinnin perusteista, ja esitöiden perusteella merkitystä tulisi siis antaa sille, onko jonkin tapahtuman toteutuminen *objektiivisesti arvioituna mahdollista*. Objektiivisella ar-

<sup>6</sup> Annola 2005, s. 294–295.

<sup>7</sup> Krause – Brellochs 2013, s. 288.

<sup>8</sup> HE 137/2004 vp, s. 60; Häyrynen 2009, s. 122. Esimerkiksi tieto yrityskauppaneuvottelusta voi täyttää sisäpiirintiedon täsmällisyyttä koskevan vaatimuksen riippumatta siitä, toteutuuko yrityskauppa vai ei.

vioinnilla tarkoitetaan sitä, että arviointi ja ratkaisu tehdään objektiivisin kriteerein, eikä subjektiivisella mielipiteellä tai näkemyksellä toteutumismahdollisuudesta ole tällöin ratkaisevaa merkitystä. Toisaalta tosiasiallisen mahdollisuuden objektiivinen arvioiminen edellyttää väistämättä ainakin jonkinasteista todennäköisyys- ja laatuarviointia, koska muussa tapauksessa kaikki tulevaisuudessa mahdollisesti tapahtuvat tapahtumat muodostuisivat väistämättä sisäpiirintiedoksi, mikä ei voi olla sääntelyn tarkoituksena.

Voimassa olevan arvopaperimarkkinalain esityöt vastaavat asiallisesti vanhan arvopaperimarkkinalain esitöitä tiedon täsmällisyysvaatimuksen osalta, eikä oikeustilaan ole tältä osin tullut muutosta (kohennusta).

Sisäpiirinhankkeeksi jossain vaiheessa muodostuvat hankkeet alkavat usein ilman varmuutta lopputuloksen saavuttamisesta tai edes sen laadusta. Arviointitilanne, jossa hanke on käynnissä, mutta hankkeesta ei ole vielä perustettu varsinaista hankekohtaista sisäpiirirekisteriä, on katsottu ongelmalliseksi. Tällöin on vaikeaa objektiivisesti arvioida, milloin hanke saavuttaa sellaisen täsmällisyyden tason, että sitä koskeva tieto voidaan katsoa sisäpiirintiedoksi, ja tällöin voi aiheutua vaikeita arviointitilanteita siitä, onko hankkeesta tietoinen markkinaosapuoli käynyt arvopaperikauppaa hallussaan olevan tiedon perusteella vai ei.<sup>9</sup> Hankekohtaisen sisäpiirirekisterin perustamisella tai siihen tehtävillä merkinnöillä ei voida kuitenkaan vielä osoittaa tai perustella sisäpiirintiedon syntymistä tai olemassaoloa.

Syyttämiskäytännössä presumptio vaikuttaa olevan se, että kaupankäynti arvopapereilla on perustunut olemassa olleeseen sisäpiirintietoon ainakin silloin, kun syytetty on tehnyt osakekauppoja sisäpiirirekisteriin merkittynä. Tämä on ongelmallista, koska usein kaupankäynnille on osoitettavissa myös muita vaihtoehtoisia ja perusteltuja syitä kuin sisäpiirintiedon hyväksikäyttäminen. Yksi tällainen syy on pysyvästi sisäpiiriläisen kaupankäynnin ajoittuminen *avoimeen kaupankäynti-ikkunaan* kaupankäynnin ollessa muina ajankohtina kokonaan kiellettyä. Rikosasiassa näyttötaakka kaikkien tunnusmerkistötekijöiden täyttymisestä on syyttäjällä, ja tällöin syyksi lukemisen edellytyksenä tuomioistuimelle ei saa (i) *näyttöharkinnassa* jäädä järkevää epäilyä syytetyn syyllisyydestä eikä (ii) *oikeudellisessa harkinnassa* sitä, että syyttäjän esittämää tulkintavaihtoehtoa olisi pidettävä oikeudellisesti perustellumpana.<sup>10</sup> Lisäksi sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuus edellyttää hyötymistarkoitusta (ja tällä perusteella *korotettua tahallisuusvaatimusta*), jolloin tuomitsemiskynnyksen ylittyminen edellyttää vielä myös sitä, (iii) ettei tuomioistuimelle ole jäänyt perusteltua epäilyä arvopaperikaupan *oikeudettomista vaikuttimista*.

<sup>9</sup> Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 385–386.

<sup>10</sup> Tältä osin ks. esimerkiksi Alhava – Koponen – Välikoski 2004, s. 8–9. Sisäpiiriläisen kaupankäynnin vaihtoehtoisista syistä ks. esimerkiksi Kallunki – Nilsson – Hellström 2009, s. 38–40.

Kun sisäpiirintiedon syntymisen edellytykset jaotellaan eri kriteereihin, on näistä ensimmäinen edellytys tiedon täsmällisyys muiden edellytysten ollessa tiedon julkistamattomuus ja tiedon olennainen vaikutus arvopaperin arvoon.<sup>11</sup> Lisäksi tiedon tulee liittyä kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen.

Kaikkien edellä mainittujen kriteereiden tulee täytyä, jotta kysymys olisi sisäpiirintiedosta. Lisäksi arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymistä on arviointi suoritettava kokonaisharkinnan perusteella huomioiden kaikkien edellä mainittujen kriteerien täytyminen erikseen, yhdessä ja myös suhteessa toisiinsa.<sup>12</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin kiinnitetty huomiota siihen, että sisäpiirintiedon täsmällisyysvaatimus on implementoitu vaihtelevasti Suomen oikeusjärjestelmää lähellä olevissa valtioissa. *Ruotsissa* sisäpiirintiedon täsmällisyyttä ei edellytetä lainkaan, vaan käytetään ainoastaan käsitettä ”*information*”. *Tanskassa* sisäpiirintiedon täsmällisyys määritellään edellyttämällä, että kysymyksessä olisi ”*specifikke oplysninger*”. *Saksassa* sisäpiirintiedon määritelmän täsmällisyys määritellään edellyttämällä, että ”*Insiderinformation ist eine konkrete Information*”. *Englannissa* sisäpiirintiedon täsmällisyys määritellään edellyttämällä, että ”*insider information is information of a precise nature*” ja lisäksi, että tieto on ”*specific or precise*”.<sup>13</sup>

Tiedon täsmällisyyttä koskevan edellytyksen tarkoitus on muodostaa ero sisäpiirintiedon ja epävarmojen seikkojen tai markkinahuhuihin perustuvan tiedon välillä. Arvioitaessa sitä, milloin tapahtuman voidaan kohtuudella arvioida toteutuvan, keskeistä on se, voidaanko tällaiseen johtopäätökseen päätyä *arviointihetkellä käytettävissä olevan tiedon perusteella*. Tiedon täsmällisyyskriteerin täytyminen tulee arvioida aina tapauskohtaisesti, ja arvioinnin lopputulos riippuu kyseessä olevan tiedon luonteesta.<sup>14</sup>

Merkitystä on myös sillä, tehdäänkö arviointi tiedon täsmällisyydestä subjektiivisin vai objektiivisin kriteerein. *Subjektiivisessa arvioinnissa* päätelmä tehdään tietoa hallussa pitäneen henkilön näkökulmasta. *Objektiivisessa arvioinnissa* ratkaisevaa on puolestaan se, mikä olisi arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan arvio tapahtuman toteutumisen mahdollisuudesta tai sen todennäköisyydestä.

*Määritelmädirektiivi* 2003:n englanninkielisen sisäpiirintiedon täsmällisyyttä määrittävän ilmaisun ”*may reasonably be expected*” on katsottu viittaavan en-

<sup>11</sup> Vastaavasti ks. *Knuts* 2011a, s. 31.

<sup>12</sup> Samansuuntaisesti ks. *Häyrynen* 2009, s. 133. Arvio tiedon tai hankkeen sisäpiirintiedon luonteesta on tehtävä kokonaisharkinnan perusteella ottaen huomioon sekä tiedon kohteena olevan hankkeen tai seikan toteutumisen todennäköisyys (tiedon täsmällisyys) että tiedon merkittävyys (olennaisuus).

<sup>13</sup> *Knuts* 2011a, s. 31 (alaviite 72).

<sup>14</sup> *Häyrynen* 2009, s. 122–123.



nemminkin objektiivisin kriteerein tehtävään arviointiin.<sup>15</sup> Tekijäasemaa korostavasta näkökulmasta asiaa olisi kuitenkin arvioitava subjektiivisin kriteerein. Tällöin arvioitavaksi tulisi ensisijaisesti se, mitä arvioinnin kohteena oleva henkilö on *tosiasiallisesti tiennyt ja mieltänyt* tiedon täsmällisyyteen vaikuttavista seikoista ja toissijaisesti se, mitä kyseisen henkilön *on voitu kohtuudella edellyttää tietävän ja mieltävän* tiedon täsmällisyyteen vaikuttavista seikoista arvopaperikaupasta päätettäessä.

Järkevän ja huolellisen (tai asiantuntevan) sijoittajan määritelmästä ei ole yksimielisyyttä, kuten tässä tutkimuksessa on aiemmin todettu.<sup>16</sup>

Tiedon täsmällisyydedellytyksen täyttymistä arvioitaessa on painotettu tiedon kohteena olevan tapahtuman todennäköisyysarvioinnin objektiivista arviointitapaa. Kuitenkin todennäköisyysarvioinnin tekeminen ennemminkin subjektiivisin kriteerein olisi myös perusteltua.<sup>17</sup> Arviointi voitaisiin myös tehdä sekä objektiivisin että subjektiivisin kriteerein, ja olosuhteista sekä kokonaisarviointista riippuen jompaakumpaa arviointitapaa painotettaisiin tulkinnassa enemmän. Rikosoikeudellisessa arvioinnissa subjektiivisen arvioinnin tulisi kuitenkin korostua.

Todennäköisyysarvioinnin lisäksi tiedon täsmällisyyden arviointi kohdistuu tiedon tarkkuuteen. Tällä tarkoitetaan sen arvioimista, onko tieto *riittävän tarkkaa*, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös olosuhteiden tai tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon.

Olosuhteiden tai tapahtuman mahdollinen vaikutus arvopaperin hintaan (arvoon) voi *CESR Guidance 2007:n*<sup>18</sup> ohjeiden mukaan toteutua pääasiassa kahdessa eri tilanteessa:

- i. Ensimmäinen tilanne toteutuu silloin, kun järkevä ja huolellinen sijoittaja pystyisi käytettävissään olevan tiedon perusteella tekemään sijoituspäätöksen joko *kokonaan ilman taloudellista riskiä* tai siten, että *taloudelli-*

<sup>15</sup> Häyrynen 2009, s. 123.

<sup>16</sup> Samansuuntaisesti ks. Annola 1990, s. 91.

<sup>17</sup> Samansuuntaisesti ks. Hansen 2001, s. 277. Hansenin mukaan sisäpiirintieto muodostuu tiedon monopolistisesta luonteesta, *markkinaosapuolen tietoisuudesta tiedosta* sekä tiedon olennaisuudesta. Markkinaosapuolen tietoisuus tiedosta kytkee edellä kuvatun jaottelun *subjektiiviseen arviointiin*, mitä Knuts ei ole pitänyt perusteltuna. Ks. Knuts 2011a, s. 27 (alaviite 63). Hansenin näkemys vastaa tältä osin tässä tutkimuksessa omaksuttua näkökantaa subjektiivisen arvioinnin merkityksestä.

<sup>18</sup> CESR on korvattu 1.1.2011 toimintansa aloittaneella ESMalla. ESMAn perustaminen oli osa laajempaa Euroopan unionin finanssivalvontajärjestelmän uudistamista, jossa entiset valvojien yhteistyökomiteat muutettiin itsenäisiksi Euroopan unionin viranomaisiksi. Euroopan unionin finanssivalvontajärjestelmän uudistamisella pyrittiin muun muassa yhtenäisemmän eurooppalaisen sääntelyn ja valvonnan kehittämiseen. Ks. *Finanssivalvonta* 2011b, s. 1.

*nen riski olisi käytännössä vähäinen.* Tällöin sijoittaja pystyisi varsin luotettavasti arvioimaan sitä, millä tavalla hänen käytettävissään oleva tieto markkinoille julkistettuna tulisi vaikuttamaan arvopaperin hintaan eli sijoittaja pystyisi tekemään tällöin luotettavan arvion tiedon vaikutuksesta arvopaperin *hintavaikutuksen suuntaan.*

- ii. Toinen tilanne toteutuu silloin, kun kyseistä *tietoa voitaisiin hyödyntää välittömästi markkinoilla.* Tällöin markkinatoimijat tekisivät toisin sanoen sijoituspäätöksiä niin pian kuin mahdollista heti tiedon julkiseksi tulemisen jälkeen.<sup>19</sup>

Vanhan arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan tiedon täsmällisyysedelityksen täyttymisen kannalta ei ole merkityksellistä, voidaanko hintavaikutuksen suunta ennakoida. Tällöin pelkkä hintavaikutuksen olemassaolo riittää sisäpiirintiedon muodostumiseksi, ilman että arvioinnissa pitäisi ottaa kantaa siihen, mikä hintavaikutuksen suunta on. Tätä on perusteltu muun muassa sillä, että johdannaismarkkinalla jo sisäpiirintiedon pelkän oletettavan hintavaikutuksen perusteella tietoa voitaisiin käyttää hyväksi siitä riippumatta, mihin suuntaan se tulisi rahoitusvälineen hintaa muuttamaan.<sup>20</sup>

Rikoslain 51 luvun sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rangaistussäännös lähtee siitä, että kriminalisoitua on ainoastaan sisäpiirintiedon hyväksikäyttämisen hyötymistarkoituksessa. Tällöin rangaistavaa ei ole se, että markkinaosapuoli käyttää hallussaan olevaa sisäpiirintietoa kaupankäynnissä omaksi taloudelliseksi vahingokseen. Tästä on johdettavissa tulkintaperiaate, että sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä tapahtuvan hyötymistarkoituksen ja sisäpiirintiedon käyttämisen edellytyksenä on se, että tieto on kaupantekohetkellä ollut objektiivisesti arvioituna sellaista, että sen on ollut perusteltua olettaa vaikuttavan arvopaperin arvoon kauppaa käyvän markkinaosapuolen *intressien* mukaisesti.<sup>21</sup> Sisäpiirintiedolta voidaan siis edellyttää sitä, että sen perusteella on mahdollista *kohtuullisen selvästi arvioida*, minkä suuntainen vaikutus sillä on arvopaperin arvoon tai hintaan.<sup>22</sup> Vastakohtainen päätelmä on se, että sisäpiirintietoa voi ainakin rikosoikeudellisesta näkökulmasta käyttää omaksi vahingokseen, koska tällöin teolta puuttuu hyötymistarkoitustunnusmerkistökijä eikä teko voi siksi olla rangaistava riippumatta siitä, onko markkinaosapuolella ollut hallussaan sisäpiirintietoa vai ei.

<sup>19</sup> Ks. *CESR Guidance 2007* (kohta 1.8). Ks. myös *Häyrynen 2009*, s. 123–124. Sisäpiirintiedon täsmällisyysvaatimus oli määritelty CESR:n toimesta jo ennen *CESR Guidance 2007:n* antamista. Ks. *CESR Advise 2002* (kohdat 18–20).

<sup>20</sup> HE 137/2004 vp, s. 60; *Häyrynen 2009*, s. 124.

<sup>21</sup> *Häyrynen 2009*, s. 124–125.

<sup>22</sup> *Kurenmaa 2003*, s. 92.

Oikeuskirjallisuudessa esitetyn näkemyksen mukaan sisäpiirintiedon täsmällisyysvaatimus muodostuisi kahdesta edellytyksestä. Näistä kummankin on täyttyvä, jotta tieto olisi arvopaperimarkkinalain sisäpiirintiedon määritelmän mukaisesti *riittävän täsmällistä*. Ensimmäinen edellytys koskee tietoa, ja siksi on määriteltävä, *mitä tieto ylipäänsä kattaa*. Toinen edellytys arvioi sitä, minkä *lisävaatimuksen täsmällisyys asettaa tiedolle*. Koska nämä kaksi edellytystä kuuluvat yhteen, on sisäpiirintiedon määritelmää tulkittaessa luontevampaa painottaa täsmällisyysvaatimusta. Täsmällisyysvaatimus on se oikeudellinen määritelmä, jolla on suurempi merkitys, kun erotetaan sallittu informaatioetumatka kielletystä informaatioetumatkasta.<sup>23</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on myös katsottu, että tiedon täsmällisyysvaatimuksesta voitaisiin kokonaan luopua sisäpiirintiedon määritelmässä, koska määritelmän markkinalähtöisestä tulkinnasta seuraa, että tiedon täsmällisyysvaatimus tulisi katetuksi jo olennaisuusvaatimuksen myötä. Tällöin ainoastaan riittävän täsmällinen tieto voisi olla vaaditulla tavalla olennaista. Tiedon täsmällisyysvaatimuksen erottamista omaksi osatekijäkseen voidaan kuitenkin puoltaa laillisuusperiaatteeseen kuuluvan epätäsmällisyyskiellon perusteella. Laillisuusperiaate asettaa tiedon täsmällisyysvaatimuksen laajentavalle tulkinnalle sanarajan, eikä tiedon täsmällisyysvaatimuksen täyttymistä arviotaessa tulkintaa voida laajentaa vastaajan vahingoksi. Laillisuusperiaatteen tulkintavaikutuksen puitteissa tiedon täsmällisyysvaikutukseen vaikuttaa toisaalta tiedon prosessointiperiaate ja toisaalta markkinaosapuolten yhdenvertaisuusperiaate. Näiden periaatteiden vuorovaikutus korostuu sisäpiirintiedon täsmällisyysvaatimuksen tulkinnassa.<sup>24</sup>

Sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten edellytysten supistamiseen täsmällisyysvaatimus kokonaan poistamalla on syytä suhtautua varauksella. Määritelmän supistaminen johtaisi entistä avoimempaan ja tulkinnanvaraisempaan normiin, joka olisi omiaan vaikeuttamaan täsmällisen ja oikean tiedon saamista voimassa olevan normin sisällöstä. Kun arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon määritelmänormin sisältö on keskeisessä asemassa arviotaessa sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoivaa rikoslain 51 luvun 1 §:ää, muodostuisi vastaavasti rikoslakinormin sisällön tulkitseminen ja arvioiminen vaikeammaksi. Sisäpiirintiedon määritelmän supistaminen voisi johtaa entistä epätäsmällisempään sääntelyyn sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta. Lisäksi ratkaisu poikkeaisi esimerkiksi *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n ja *Määritelmädirektiivi* 2003:n sisältämistä määritelmistä.

<sup>23</sup> Knuts 2011a, s. 32.

<sup>24</sup> Knuts 2011a, s. 32 (alaviite 73).

Markkinalähtöinen tulkinta ei saa johtaa rangaistavien tekojen määrittelemisen vaikeutumiseen. Markkinaosapuolten pitää tietää mahdollisimman tarkasti, mikä arvopaperimarkkinoilla on kiellettyä ja mikä puolestaan sallittua sekä se, mistä eri edellytyksistä arvopaperimarkkinalain määritelmän mukainen sisäpiirintieto syntyy ja miten nämä edellytykset täyttyvät.

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että olennaisuus-, hyötymistarkoitus- ja hyväksikäyttämisen kriteereistä voitaisiin luopua kokonaan, jolloin sisäpiirintiedon syntymisen kannalta ratkaiseviksi seikoiksi jäisivät vain arvopaperin arvoon mahdollisesti vaikuttavan tiedon hallussapito ja arvopaperikauppojen tekeminen.<sup>25</sup>

Edellä esitettyä näkemystä ei voida pitää ainakaan rikosoikeudellisen arvioinnin osalta lainkaan perusteltuna. Esitetty näkemys laajentaisi sisäpiirintiedon väärinkäyttötapausten piiriä tarpeettomasti, eikä nykyinen arvopaperimarkkinarikosten vähäinen esiintyvyys puolla sääntelyn laimentamista tunnusmerkistöä laajentavalla tavalla. Lisäksi esitetyn näkemyksen hyväksyminen johtaisi ongelmalliseen, presumoidun sisäpiirintiedon väärinkäytön tilanteeseen, jossa arvopaperikauppojen vaikuttimeksi hyväksyttäisiin automaattisesti kielletty hyötymistarkoitus. Toisaalta *Spector Photon* jutun perusteluissa on nähtävissä sisäpiirintiedon käytölettämän vahvistuminen tulkintatilanteessa.

Oikeuskirjallisuudessa on yleisesti korostettu sisäpiirintiedon täsmällisyyskriteerin markkinalähtöistä tulkintaa. Markkinalähtöinen tulkinta puoltaa käsitystä, jonka mukaan tulevaisuuteen kohdistuvan tiedon täsmällisyysvaatimusta ei tulisi asettaa liian korkealle. Sisäpiirintiedon täsmällisyysvaatimukseen liittyvät teoreettiset haasteet johtavat siihen, että oikeuskäytännön perusteella tulee lopulta ratkaista se, milloin sisäpiirintiedon määritelmään kuuluvan tiedon täsmällisyyden edellytyksen katsotaan täyttyvän.<sup>26</sup> Mikäli täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttyminen jää oikeudenkäynnissä epäselväksi (tai syyttäjän toimesta näyttämättä), tulisi syyte *in dubio pro reo* -säännön mukaisesti hylätä.<sup>27</sup> Markkinalähtöinen, tai markkinoiden tehokkuutta korostavan tavoitteen mukainen, tulkinta ei saa johtaa rikosoikeudellisen vastuun kiristymiseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevissa tapauksissa.

<sup>25</sup> *Joona* 2007, s. 139.

<sup>26</sup> *Knuts* 2011a, s. 49–54 (myös alaviite 124).

<sup>27</sup> Ks. esimerkiksi *Violainen – Pölönen* 2004, s. 55 (alaviite 98). *In dubio pro reo* -sääntö saattaa kuitenkin merkitä kahdenkertaista etua epäilylle, koska myös jo syytekynnyksen ylittymiseen liittyvät todennäköiset syyt merkitsevät tietynasteista epävarmuutta. Ks. *Jonkka* 1991, s. 244–247. Esitutkintakynnyksen, syytekynnyksen ja tuomitsemiskynnyksen ylittyminen perustuu kuitenkin eri kriteereille siten, että kynnys muodostuu prosessin edetessä aina seuraavaa kynnystä korkeammalle eikä epäily saa siksi moninkertaista etua.

Sisäpiirintiedon määritelmän sisältämän täsmällisyysedellytyksen täyttymiseen on otettu kantaa toistaiseksi ainoassa sisäpiirintiedon syntymistä koskevassa korkeimman oikeuden prejudikaattiratkaisussa (KKO 2006:110, *Sampo – Pohjolan* juttu). Prejudikaatti liittyy vanhan arvopaperimarkkinalain soveltamiseen, mutta voimassa olevan arvopaperimarkkinalain määritelmäsäännöksen samankaltaisuudesta johtuen prejudikaatti on edelleen huomionarvoinen.

Korkein oikeus katsoi, että *Sammon* johdossa oli selvitetty ja valmisteltu järjestelyvaihtoehtoja, joista yksi oli sisältänyt tavoitteen määräysvallan saamiseksi *Pohjolassa*. Tätä tavoitetta koskevana konkreettisena välitavoitteena suunnitelmissa oli ollut *Suomi-yhtiön* omistamien *Pohjolan* osakkeiden hankkiminen *Sammolle*. Järjestelyvaihtoehtoa ei ollut kirjattu *Sammon* strategiaan. Korkeimman oikeuden mukaan *Suomi-yhtiölle* suunnattu neuvottelutarjous osoitti, että *Sammon* johto oli ryhtynyt konkreettisiin toimenpiteisiin *Suomi-yhtiön* omistamien *Pohjolan* osakkeiden hankkimiseksi.

Korkein oikeus katsoi, että tiedon täsmällisyyden vaatimus ei sulkenut sisäpiirintiedon ulkopuolelle tietoa suunnitelmasta, jonka toteutuminen oli epävarmaa. Myöskään se, että yritys oli varautunut eri toimintavaihtoehtoihin sen mukaan, miten suunnitelman toteutuminen etenee ja osoittautuu mahdolliseksi, ei sulje näitä vaihtoehtoja koskevia tietoja sisäpiirintiedon ulkopuolelle. Olennaista oli, että tieto koski joitain yksilöitävissä olevia tosiasioita tai olosuhteita, joiden ilmenemiseen tai toteutumiseen oli objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus. Siksi myös vaihtoehtoiset suunnitelmat saattavat toteuttaa täsmällisyyden vaatimuksen.

Tavoite *Pohjolan* osakkeiden hankkimiseksi oli ollut esillä *Sammossa* keväällä 1999. Jättämällä neuvottelutarjouksen 24.5.1999 *Sampo* oli korkeimman oikeuden mukaan konkreettisella tavalla edennyt omissa suunnitelmasaan avaamalla keskustelun *Suomi-yhtiön* kanssa. Korkeimman oikeuden mukaan mikään ei osoittanut, ettei suunnitelman toteutuminen olisi vastaajan tekemien osakekauppojen ajankohtana 28.5.1999 tai 7.6.1999 ollut objektiivisesti arvioituna mahdollista. Korkein oikeus katsoi, että tieto suunnitelmasta täytti sisäpiirintiedon täsmällisyydelle asetettavan vaatimuksen.

*Suomi-yhtiön* ja *Sammon* ensimmäiseksi neuvotteluajankohdaksi oli sovittu 8.6.1999. Täsmällisyysedellytyksen täyttymisen kannalta asiaa oli arvioitava siitä näkökulmasta, että *Sampo* oli tapauksessa ostajana. Tällöin tieto hankkeesta on voinut muodostua sisäpiirintiedoksi *Sammon* näkökulmasta aikaisemmassa vaiheessa kuin neuvottelutarjouksen vastaanottaneen *Suomi-yhtiön* näkökulmasta. Asiaa oli myös jo aikaisemmin käsitelty *Sammon* päätöksentekoeleimissä. Toisaalta, ennen 8.6.1999 pidettyä neuvottelua *Sammon* tiedossa ei voinut olla *Suomi-yhtiön* suhtautuminen neuvottelutarjoukseen, vaikkakin yleisesti oli tiedossa, että *Suomi-yhtiö* harkitsi *Pohjola*-omistuksensa myymistä.

Korkeimman oikeuden tulkinta täsmällisyysedellytyksen täyttymisestä *Sampo – Pohjolan* tapauksessa on ollut perusteltu, eikä prejudikaatti ole sinänsä tuonut mitään uutta arvopaperimarkkinalain mukaisen sisäpiirintiedon täsmälli-

syysedellytyksen täyttymisen arviointiin. Korkeimman oikeuden korostamat näkökohdat ovat löydettävissä myös arvopaperimarkkinalain esitöistä sekä Euroopan unionin sääntelystä. Korkein oikeus vaikuttaa nojautuneen perusteluissaan tarkasti lain esitöissä esitettyyn kannanottoon tiedon täsmällisyydestä. Ratkaisu koski vain kyseistä yksittäistapausta, jossa oli kysymys erityisen merkityksellisestä tiedosta yhtiön arvopaperin arvon kannalta. Siksi pitkälle meneviä yleistäviä johtopäätöksiä tiedon täsmällisyysedellytyksen täyttymisestä esimerkiksi hanketilanteessa ei korkeimman oikeuden ennakkoratkaisun perusteella ole syytä tehdä.<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Ks. samansuuntaisesti Häyrynen 2007, s. 846, 848–849.



---

### 3 Olennaisuusedellytys

Arvopaperimarkkinalain mukaiseen sisäpiirintiedon määritelmään liittyy tiedon täsmällisyusedellytyksen lisäksi keskeisesti myös vaatimus tiedon olennaisuudesta. Arvopaperimarkkinalain 12 luvun 2 §:ssä olennaisuus määritellään ilmaisulla ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon”. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstöllä ei ole kriminalisoitu sellaisen tiedon hyväksikäyttämistä, jolla olisi vain vähäinen merkitys arvopaperin arvoon, vaikka vaikutus arvoon sinänsä kiistattomasti ilmenisikin.<sup>29</sup> Kaikki täsmällinen ja julkistamaton tieto ei toisin sanoen ole sisäpiirintietoa, jos tieto ei ole riittävän olennaista.

Arvopaperimarkkinalain sanamuoto lähtee siitä, että olennaisen vaikutuksen tulee kohdistua arvopaperin *arvoon*. Vanhan arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan vaikutus voi kuitenkin kohdistua myös arvopaperin *hintaan*. Vastaavasti *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus 2011*:ssa viitataan rahoitusvälineiden *hintaan*.

Vanhan arvopaperimarkkinalain esitöissä käytettyä ilmaisua hintavaikutuksesta ei ole tullut tulkita sanamuotonsa mukaisesti supistavasti siten, että vaikutuksen olisi tulkittu kohdistuvan vain lyhytvaikutteisesti hintaan, vaan ilmaisulla on tosiasiallisesti tarkoitettu samaa asiaa kuin mitä voimassa olevassa laissa arvovaikutuksella on tarkoitettu.<sup>30</sup>

Uuden arvopaperimarkkinalain mukaan sisäpiirintieto koskee arvopaperiin liittyvää, luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavilla ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin *arvoon*.<sup>31</sup> Arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettulla ”arvolla” osoitetaan säädöksen koskevan myös sellaista tietoa, jolla ei tiedon julkistamisen jälkeen ole välitöntä vaikutusta arvopaperin hintaan, mutta tieto voi pidemmällä aikavälillä kuitenkin vaikuttaa arvopaperin arvoon suhteessa muihin arvopapereihin. Tilanne voi olla esimerkiksi se, että arvopaperin kurssi voi tiedon käyttämisen aikana olla jo niin korkealla, ettei tieto enää nosta osakekurssia (osakkeen hintaa), mutta esimerkiksi sisäpiirinhaanke, jota kyseinen tieto koskee, voi vaikuttaa

---

<sup>29</sup> Häyrynen 2009, s. 125; HE 254/1998 vp, s. 35

<sup>30</sup> HE 254/1998 vp, s. 35; HE 137/2004 vp, s. 51–53, 60–61; Häyrynen 2009, s. 126 (myös alaviite 271). *Sisäpiiridirektiivi* 1989:n määritelmäsäännöksessä viitataan arvopaperin hintaan.

<sup>31</sup> HE 32/2012 vp, s. 156.



vähitellen arvopaperin arvoon positiivisesti verrattuna arvopapereiden yleiseen hintatasoon.<sup>32</sup>

Tiedon olennaisuusedellytyksen täyttymistä arvioidaan siis ”on omiaan olennaisesti” -määritelmän mukaisesti. Tällä tarkoitetaan sitä, että vaikka tiedon tosiasiallinen arvoaikutus havaitaankin (tai se on havaittavissa) vasta tiedon julkistamisen jälkeen, tehdään tiedon vaikutusasteen olennaisuuden arviointi etukäteen. Jotta tieto ”olisi omiaan” vaikuttamaan ”olennaisesti” arvopaperin arvoon, tulee tiedon olla arvopaperimarkkinoilla käytettävien yleisten arviointiperusteiden mukaan sellaista, että sillä *yleensä* olisi vaikutusta arvopaperin arvoon. Tosiasiallista vaikutusta ei toisin sanoen vaadita, vaan olennaisen hintavaikutuksen tosiasiallinen mahdollisuus riittää.<sup>33</sup>

Vanhan arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan muutoksen olennaisuus oli suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin. Esitöiden mukaan päivitetäisten kurssimuutosten on katsottu tyypillisesti olevan alle kolmen prosentin suuruisia, ja siksi jo varsin vähäistä kurssimuutosta olisi pidettävä olennaisena.<sup>34</sup> Olennaisuusedellytyksen täytyminen ei kuitenkaan edellytä sitä, että kurssivaikutusta tosiasiallisesti ilmenee lainkaan.<sup>35</sup>

Esitöissä ilmaistu kolmen prosentin raja-arvo voi kuitenkin ohjata olennaisuusedellytyksen täyttymisen arviointia väärällä tavalla. Muutoksen suhteellisuutta arvioitaessa olisi arviointi ennemminkin kohdistettava *juuri kyseisen liikkeeseenlaskijan arvopaperin* tyypillisiin kurssimuutoksiin. Kurssimuutokset ovat tavallisesti voimakkaampia epälikvidien arvopapereiden osalta, ja siksi esimerkiksi kolmen prosentin ylittävätään suhteelliset muutokset eivät välttämättä osoita tiedon sisäpiirintiedon luonteisuutta esimerkiksi voimakkaasti epälikvidin arvopaperin osalta.

Myös korkein oikeus on päätenyt samansuuntaiseen arviointiin tiedottamisrikosta koskevassa ennakkoratkaisussa KKO 2013:53. Korkeimman oikeuden mukaan arvopaperin arvoon vaikuttavan tiedon olennaisuutta *ei voida arvioida pelkästään prosenttimuutosten perusteella*, vaan arvio joudutaan tekemään *kussakin yksittäistapauksessa erikseen* kiinnittämällä huomiota esimerkiksi kokemusperäiseen tietoon ennustemuutosten vaikutuksista osakemarkkinoilla ja yhtiön aikaisemmin noudattamaan tiedottamiskäytäntöön ja sen yksityiskohtaisuuteen.<sup>36</sup> Arvoaikutuksen olennaisuutta ei ole tarkoitettu

<sup>32</sup> Häyrynen 2009, s. 126. Ks. myös HE 254/1998 vp. Esitöiden mukaan ehdotetulla ilmaisulla tarkoitetaan asiallisesti samaa kuin arvopaperimarkkinalaissa sanalla arvo, mutta se korostaa, että myös lyhytaikainen hintavaikutus riittää olennaisuusedellytyksen täyttymiseksi.

<sup>33</sup> Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 383.

<sup>34</sup> HE 254/1998 vp, s. 35; Häyrynen 2009, s. 126.

<sup>35</sup> Ks. vastaavasti Kurenmaa 2003, s. 123.

<sup>36</sup> Ks. KKO 2013:53 (kohta 30). Korkein oikeus ei hyväksynyt hovioikeuden perusteluja siltä osin, kun hintavaikutuksen olennaisuutta oli arvioitu pelkästään 0,04 euron erotuksen prosentuaalisena erona aikaisemmin julkistettuun tulosenusteeseen. Toisen vuosipuoliskon ennakoitu osakekohtainen tulos oli ollut 0,20 euroa ja marraskuun toteutunut tulos oli ollut 0,16 euroa. Prosentuaalinen ero ennakoitun ja toteutuneen tuloksen välillä oli 20 prosenttia.

arvioitavaksi pelkästään tarkastelemalla mahdollisesti toteutunutta arvopaperin arvon tai hinnan suhteellista muutosta.<sup>37</sup>

Tiedon olennaisuutta tulee arvioida objektiivisesti. Arviointi tehdään sen hetken mukaan, jolloin tietoa on käytetty hyväksi arvopaperikaupassa. Tällöin arvioidaan sitä, olisiko kyseinen tieto kaupantekohetkellä julkistettuna ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Arvioinnissa on pyrittävä eliminoimaan muu arvopaperiin liittyvä tieto sekä huomioimaan tapaukseen liittyvät konkreettiset olosuhteet.<sup>38</sup>

On omiaan olennaisesti -edellytyksen määrittelemisen ja käytännön soveltaminen on haastavaa. Määritelmän avoimuus antaa laajimmillaan mahdollisuuden katsoa kaiken tiedon kategorisesti sellaiseksi, että se olisi omiaan vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon. Tähän voidaan päätyä siksikin, että kaikella tiedolla on jokin arvo. Laintulkitsijan voi siksi olla mahdotonta arvioida tarkasti sitä, milloin sisäpiirintiedon määritelmä olennaisuusedellytyksen osalta täyttyy. Usein myös syyteratkaisuissa päädytään teonkuvauksessa ilmaisemaan asia vain yksipuolisesti kirjoittamalla auki normin sisältö, perustelematta *miksi tai miten* juuri kyseinen tieto olisi ollut omiaan vaikuttamaan kyseessä olevan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon.<sup>39</sup>

On omiaan -käsiterakenne on perinteisessä rikoslainopissa liitetty pääasiallisesti *vaarantamiseen*. Perinteisessä rikoslainopissa vaara on yleensä luokiteltu konkreettiseksi tai abstraktiseksi vaaraksi. *Vaara-arvioinnissa tosiasiallisille olosuhteille annetaan vain vähäinen merkitys*. Sisäpiirintiedon määritelmässä olennaisuusedellytyksen tehtävä ei kuitenkaan vastaa perinteisessä rikoslainopissa ilmenevää vaaran olennaisuusarvioinnin tehtävää. Sisäpiirintiedon määritelmässä olennaisuus-edellytys mittaa, miten julkistamaton tieto olisi vaikuttanut arvopaperin arvoon, jos tieto olisi julkistettu. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä arvopaperin arvo ei ole kielteinen seuraus. Siksi vaarantamiseen yhdistetty perinteinen rikoslainopillinen tulkinta ei ole sovellettavissa sisäpiirintiedon olennaisuusarvioinnissa.<sup>40</sup>

Sisäpiirintiedon olennaisuusedellytyksestä ei ole säädetty rikoslaisissa vaan aineellisoikeudellisissa arvopaperimarkkinalaisissa. Jo tämä antaa aihetta suh-

<sup>37</sup> HE 254/1998 vp, s. 35.

<sup>38</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 125.

<sup>39</sup> Ks. esimerkiksi *Cencorpin* juttu. Syytteen teonkuvauksessa on kerrottu ainoastaan, että vastaa-ja oli käyttänyt hyväkseen osakkeeseen liittyvää ja osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavaa sisäpiirintietoa. Syytteessä ei ole kuvattu sitä, *miten kyseessä oleva tieto olisi ollut omiaan vaikuttamaan olennaisesti kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeen arvoon*. *Cencorpin* jutun syyte hylättiin käräjäoikeudessa. Tuomio ei ole lainvoimainen.

<sup>40</sup> *Knuts* 2011a, s. 91–94. *Frände* on katsonut, etteivät on omiaan -rikokset ole seurausrikoksia. Seurausrikoksia ovat tämän systematiikan mukaisesti *vain konkreettisen vaaran aiheuttavat rikokset*. Ks. *Frände* 2010b, s. 157.

tautua kriittisesti on omiaan -käsiterakenteen perinteisen rikoslainopillisen tulkinnan käyttämiseksi arvopaperimarkkinaoikeudellista ilmiötä tarkasteltaessa. Arvopaperimarkkinaoikeudellista määritelmää ei tule tulkita ainakaan yksinomaisesti rikoslainopin välineillä, vaikka markkinoiden väärinkäytön osalta kysymys onkin sääntelyllisesti yhdestä kokonaisuudesta. Arvopaperimarkkinaoikeudellaisissa säädetty sisäpiirintiedon määritelmä on keskeisessä asemassa arvioitaessa rikoslain 51 luvun 1 §:n sisäpiirintiedon väärinkäyttörikoksen tunnusmerkistön täyttymistä.

Olennaisuusedellytys määrittelee sisäpiirintiedon positiivisesti. Ainoastaan tieto, joka on arvopaperimarkkinaoikeudellisesti tarkoitettuna tavalla olennaista, on sisäpiirintietoa, jos se on samalla riittävän täsmällistä. Laillisuusperiaate asettaa myös olennaisuusvaatimuksen laajentavalle tulkinnalle sanamuotorajan. Arvioitaessa sitä, mikä tieto on vaikuttanut, tai olisi voinut vaikuttaa olennaisesti arvopaperin arvoon, tulkintaa ei voida laajentaa vastaajan vahingoksi. Supistavalle tulkinnalle ei luonnollisestikaan ole estettä.<sup>41</sup>

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen säädetty olennaisuusedellytyksen sisältö poikkeaa *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n sisäpiirintiedon olennaisuusedellytyksen sisällöstä. *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:n mukaan tieto on olennaista silloin, jos se julkistettaisiin ja sillä olisi *todennäköisesti huomattava vaikutus* arvopaperin hintaan.<sup>42</sup> *Määritelmädirektiivi* 2003:n mukaan *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa tarkoitettuna olennaisella tiedolla tarkoitetaan tietoa, jota *järjestyksellisesti* käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.<sup>43</sup> *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa tai *Määritelmädirektiivi* 2003:ssa ei siis kuitenkaan käytetä ilmaisua ”on omiaan olennaisesti” vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Arvopaperimarkkinaoikeudellisesti määrittely poikkeaa Euroopan unionin sääntelyssä käytetystä määrittelystä.

Euroopan unionin oikeudellisen lojaliteettiperiaatteen mukaisesti kansallisten viranomaisten ja tuomioistuimien tulee edistää toiminnassaan unionin oikeuden toteutumista, ja tämän perusteella arvopaperimarkkinaoikeudellisen olennaisuuskriteeriä tulee tulkita myönteisellä tavalla suhteessa Euroopan unionin oikeuteen.<sup>44</sup>

<sup>41</sup> Knuts 2011a, s. 86–87.

<sup>42</sup> *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003, artikla 1.1.

<sup>43</sup> *Määritelmädirektiivi* 2003, artikla 1.2.

<sup>44</sup> Knuts 2011a, s. 97; ks. esimerkiksi *von Colson & Kamannin* juttu.

---

## 4 Täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten jäsentäminen

Sisäpiirintiedoksi muodostuvan tiedon kannalta kummankin sisäpiirintiedon määritelmän mukaisen edellytyksen (täsmällisyys- ja olennaisuusedellytyksen) täytyminen arvioinnissa on keskeistä. Tiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täytyminen tapauskohtaisen kokonaisharkinnan avulla muodostaa sisäpiirintiedon tarkan määrittelemisen ennakoita vaikeaksi.

Ennakoitavuuden ja oikeusvarmuuden näkökulmasta olisi tärkeää, että sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytykset määriteltäisiin sisäpiirinsääntelyssä tarkemmin ja yksiselitteisemmin.<sup>45</sup> Oikeuskäytäntöä aihepiiristä on toistaiseksi niukasti, eikä oikeuskäytännön voida siksi katsoa vielä vakiintuneen aikanaan tavalla, joka mahdollistaisi yksiselitteisten tulkintaohjeiden antamisen sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymisen arvioimiseksi. Siksi sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten edellytysten täyttymisen arvioimiseen sisältyy erityisesti sisäpiirinhankkeen osalta edelleen merkittävää epävarmuutta.

Sisäpiirintiedon määritelmä muodostuu täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten lisäksi myös muista osatekijöistä. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa ei ole saavutettu yksimielisyyttä osatekijöiden lukumäärästä näkemysten painotuksessa pääasiallisesti kolmen osatekijän malliin.

*Häyrynen* päätyy kolmen osatekijän kannalle (rahoitusvälineliitännäisyys, tiedon julkistamattomuus ja tiedon olennaisuus), *Kurenmaa* kolmen osatekijän kannalle (rahoitusvälineliitännäisyys, tiedon julkistamattomuus ja tiedon olennaisuus), *Annola* kolmen osatekijän kannalle (saatavuus, sisältö ja olennaisuus) ja myös *Knuts* kolmen osatekijän kannalle (tiedon täsmällisyys, tiedon julkistamattomuus ja rahoitusvälineeseen olennaisesti vaikuttava tieto) siten, ettei sisäpiirintiedolta edellytettävää rahoitusvälineliitännäisyyttä ole tarpeellista korostaa itsenäisenä osatekijänä.<sup>46</sup>

Myös pohjoismaisessa oikeuskirjallisuudessa on katsottu sisäpiirintiedon määritelmän muodostuvan kolmesta osatekijästä (tiedon täsmällisyys, tiedon julkistamattomuus ja tiedon olennaisuus), kun taas muussa eurooppalaisessa oikeuskir-

---

<sup>45</sup> Samansuuntaisesti *Häyrynen* erityisesti sisäpiirintiedon täsmällisyysvaatimuksen osalta. Ks. *Häyrynen* 2008, s. 66.

<sup>46</sup> Ks. *Häyrynen* 2006a, s. 106–125; *Kurenmaa* 2003, s. 93–157; *Annola* 2005, s. 208–305; *Knuts* 2011a, s. 26–30 (erityisesti alaviite 62).

jallisuudessa osatekijöitä on katsottu olevan vakiintuneesti neljä (tiedon täsmällisyys, tiedon julkistamattomuus, tiedon välitön tai välillinen rahoitusvälineliittännäisyys sekä tiedon olennaisuus).<sup>47</sup>

Tässä tutkimuksessa omaksutun näkemyksen mukaan sisäpiirintiedon *täydellinen määritelmä* muodostuu neljästä päätekijästä (edellytyksestä), jotka ovat:

- (i) Vaihdeettavuusedellytys. Arvopaperin, jota tieto koskee, on oltava kaupan käynnin kohteena.
- (ii) Täsmällisyysedellytys. Tiedon on oltava luonteeltaan täsmällistä.
- (iii) Julkistamattomuusedellytys. Tiedon on oltava julkistamaton.
- (iv) Olennaisuusedellytys. Tiedon on oltava sellaista, että se on omiaan vaikuttamaan olennaisesti sanotun arvopaperin arvoon.
  - (iv.i) On omiaan -osaedellytys. Tiedon on oltava sellaista, että se vaikuttaa tyypillisesti juuri kyseisen arvopaperin arvoon.
  - (iv.ii) Olennaisesti-osaedellytys. Tiedon on oltava sellaista, että sillä on vähäistä suurempi vaikutus juuri kyseisen arvopaperin arvoon.

Sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten edellytysten täyttymisen arviointia vaikeuttaa muun muassa se, että kansallisen arvopaperimarkkinalain sanamuoto *poikkeaa* Euroopan unionin sääntelyssä omaksutusta sanamuodosta sisäpiirintiedon olennaisuusedellytyksen osalta.

Sisäpiirintiedon määritelmän vaikeaselkoisuuteen on kiinnitetty huomiota myös *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011:ssä. Ehdotuksen mukaan markkinaosapuolten oikeusvarmuutta on parannettava määrittelemällä tarkemmin sisäpiirintiedon määritelmään kuuluvat olennaiset osatekijät eli sisäpiirintiedon *täsmällisyys* ja sen mahdollinen *huomattava vaikutus* rahoitusvälineiden hintoihin. Ehdotuksessa esille otetut sisäpiirintiedon keskeiset osatekijät vastaavat arvopaperimarkkinalain sisäpiirintietoa koskevan määritelmän mukaisia täsmällisyys- ja olennaisuusvaatimuksia. Lakivaliokunta on katsonut, että *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011:een sisältyy sisäpiirintietoa, sisäpiirinkauppoja ja markkinoiden manipulaatiota koskevia määritelmiä, jotka ovat keskeisiä sekä asetusehdotuksen hallinnollisten seuraamusten että direktiiviehdotuksen rikosoikeudellisten seuraamusten soveltamisessa. Koska määritelmät rajaavat moittittavan toiminnan alaa ja kyse on suoraan jäsenvaltioissa sovellettavasta asetuksesta, määritelmien selkeydellä ja tarkkuudella on olennainen merkitys.<sup>48</sup> Tällainen selkeyttä ja tarkkuutta edellyttävä määritelmä on esimerkiksi sisäpiirintieto.

*Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011:ssä on otettu kantaa myös sisäpiirintiedon väärinkäyttämiseen ajalta ennen kuin liikkeeseenlaskija on tullut julkistamisvaatimuksen piiriin. Ehdotuksessa otetaan välittömästi kantaa siihen, millaiset tiedot olisivat riittävän täsmällisiä muodostuakseen sisäpiirintiedoksi,

<sup>47</sup> Ks. *Knuts* 2011a, s. 28.

<sup>48</sup> *Lakivaliokunnan lausunto* 1/2012 vp, s. 4.

vaikka tiedot olisivat vielä siinä määrin epätasällisia, ettei liikkeeseenlaskijan julkistamisvaatimus konkretisoidu, koska sisäpiiritietoa voidaan käyttää väärin ennen kuin liikkeeseenlaskija kuuluu julkistamisvaatimuksen piiriin. Tällöin sopimusneuvottelujen vaihe, sopimusneuvotteluissa alustavasti sovitut ehdot, mahdollisuus rahoitusvälineiden tarjoamiseen, rahoitusvälineiden tulevat markkinointiedellytykset tai rahoitusvälineiden tarjoamisen alustavat ehdot voivat olla sijoittajille merkityksellisiä tietoja, ja siksi tällaiset tiedot olisi luokiteltava sisäpiiritiedoksi. Nämä tiedot eivät kuitenkaan välttämättä ole vielä riittävän tasällisia, jotta liikkeeseenlaskijan velvoitteena olisi julkistaa ne. Tällöin olisi kuitenkin sovellettava kaupankäyntikieltoa, mutta liikkeeseenlaskijalle ei pitäisi asettaa velvoitetta julkistaa kyseisiä tietoja.<sup>49</sup>

Edellä viitattu *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011 näyttäisi antavan tulkinta-apua arvioitaessa sisäpiiritiedon syntymisen edellytysten täyttymistä. Näin asia ei kuitenkaan ole. Suomessa on yleisesti ollut vallalla näkemys kaksiosaisen sisäpiiritiedon syntymismallista siten, että sisäpiiritieto voi syntyä ajallisesti ennen kuin tiedottamisvelvollisuus samasta asiasta syntyy. Vastavasti oikeuskäytännössä on jo aikaisemmin otettu kantaa siihen, että sopimusneuvotteluissa alustavasti sovitut ehdot voivat muodostaa sisäpiiritietoa arvopapereiden kaupankäynnin estävällä tavalla, vaikka liikkeeseenlaskija ei ole vielä tiedottanut asiasta.<sup>50</sup>

On myös huomattava, että sisäpiiritiedolla ei ole objektiivista arvoa tai ennustettavaa voimaa. Tiedon perusteella tulevaisuuden tapahtumien ennustaminen on joka tapauksessa vaikeaa. Tieto on aina haltijalleen subjektiivista, ja siksi eri henkilöt tulkitsevat saamaansa tietoa ainakin osin eri tavalla ja päätyvät erilaisiin johtopäätöksiin. Kun tiedon haltija tekee päätöksen tietoa käyttäen, oli tämä tieto julkista tai ei-julkista, riippuu päätöksenteon jälkeinen menestys tai menestymättä jääminen hinnanmuutoksen suunnasta ja suuruudesta. Nämä seikat riippuvat puolestaan siitä, tulkitsevatko muut markkinaosapuolet saman tiedon ja sen merkityksen samalla tavalla kuin miten sisäpiiriläinen on tulkinnut. *Näin ollen sisäpiirinkaupan menestyminen on itse asiassa riippuvainen muiden markkinaosapuolten tulkinnoista ja ratkaisuksista.*<sup>51</sup>

Tällöin voidaan myös perustellusti painottaa sisäpiiritietoa väärinkäyttävän henkilön *osaamista ja kokemusta* arvopaperimarkkinoilla. Mitä suurempaa tämän kokemus ja osaaminen on, sitä todennäköisempää on se, että kyseinen henkilö

<sup>49</sup> *Markkinoiden väärinkäyttöasetusehdotus* 2011, s. 19 (kohta 14). Sisäpiiritiedon väärinkäyttämällä tarkoitetaan teon *aktiivista* muotoa. Sisäpiiritietoa voidaan hyväksikäyttää myös *passiivisesti* sisäpiiriläisen *jättäessä toteuttamatta* suunnittelemansa osakekaupan saamansa sisäpiiritiedon perusteella. Ks. tarkemmin esimerkiksi *Annola* 1990, s. 55–57. Passiivista sisäpiiritiedon hyväksikäyttämistä ei ole säädetty rangaistavaksi.

<sup>50</sup> Ks. esimerkiksi *Conventum – Pohjolan juttu* ja *Liinos – Visman juttu*.

<sup>51</sup> *Padilla* 2005, s. 14.

osaa arvioida markkinoiden reaktioita paremmin esimerkiksi silloin, kun hyväksikäytetty sisäpiirintieto myöhemmin julkistuu. Täysin kokematon ja osaamaton sisäpiirintiedon haltija ei välttämättä pysty arvioimaan hallussaan olevan tiedon arvoa (tulevaisuudessa), ja tiedon perusteella tehty kauppa menestyy tai on menestymättä ennemminkin sattuman, ei niinkään sisäpiirintiedon, perusteella.

#### 4.1 ERITYISESTI TIEDON TÄSMÄLLISYYS- EDELlyTYKSEN SYSTEMATISOINTIA

Sisäpiirintiedon täsmällisyysedellytyksen sisältöä voidaan systematisoida ja jäsentää erityisesti sisäpiirin hankkeen näkökulmasta seuraavasti:

- i. Täsmällisyysedellytys on itsenäinen edellytys sisäpiirintiedon määrittelyn täyttymistä arvioitaessa.
- ii. Tiedon on oltava täsmällistä ollakseen sisäpiirintietoa. Kaikki tieto ei ole täsmällistä, eikä epätäsmällinen tieto ole sisäpiirintietoa. Jos sisäpiirintiedon täsmällisyysedellytys ei täyty, arvioinnissa ei ole enää tarpeellista ottaa kantaa muiden sisäpiirintiedon määrittelmän mukaisten edellytysten täyttymiseen. Muita sisäpiirintiedon edellytyksiä ovat vaihdettavuusedellytys, julkistamattomuusedellytys ja olennaisuusedellytys.
- iii. Tiedon täsmällisyysedellytyksen täyttymistä on arvioitava ensisijaisesti subjektiivisin ja toissijaisesti objektiivisin kriteerein.
- iv. Painoarvoltaan merkityksellisemmässä subjektiivisessä arvioinnissa on pyrittävä selvittämään, miten (ja millaisena) tieto hankkeesta on näyttänyt tiedon haltijalle arvioitavana olevissa olosuhteissa. Subjektiivisessä arvioinnissa on huomioitava arvioinnin kohteena olevan tiedon haltijan tosiasiallinen tietoisuus hankkeesta. Objektiivisessä arvioinnissa on puolestaan huomioitava, miten tieto olisi näyttänyt tavanomaisessa, huolellisessa arvioinnissa ja miten arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja olisi kyseisen tiedon arviointitietokellä mieltänyt.
- v. Jos arvioinnin kohteena olevalla henkilöllä ei ole tosiasiallisesti ollut mitään subjektiivista tietoa hankkeesta, ei täsmällisyysedellytystä voida täyttää keinotekoisesti objektiivisen, järkevään ja huolelliseen sijoittajaan liittyvän tulkinnan perusteella.
- vi. Subjektiivisen arviointimallin painottamista tukee se, että vain sen avulla arvioinnin kohteena olevalla henkilöllä olevien muiden hanketta koskevien tietojen ja niiden yhteisvaikutuksen merkitys tulee asianmukaisesti huomioiduksi arvioinnin kohteena olevaan tietoon nähden. Sisäpiirintieto (erityisesti tulevaisuuden tapahtumista) syntyy usein (ja useimmiten vain) yhdistelemällä erilaisia tietoja eikä tällöin yksi, erillinen tieto vielä itsessään muodostu välttämättä sisäpiirintiedoksi. Tietoja yhdistetään usein eri ajankohtina. Täsmällistä tietoa voidaan luonnehtia myös tarkaksi tiedoksi. *Sisäpiiridirektiivi* 1989:ssä käytettiin nimenomaisesti ilmaisua ”tarkka”, joka korvattiin *Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi* 2003:ssa ilmaisulla

”täsmällinen”. Ilmaisun englanninkielinen muoto on kuitenkin ollut koko ajan ”*precise*”.

- vii. Tiedon täsmällisyyden arviointiin liittyy hankkeen toteutumistodennäköisyyden arviointi. Arvioinnin kohteena olevan tiedon pitää sisältää ainakin jokin ”totta”-elementti, ja siksi pelkän toteutumismahdollisuuden arviointi hypoteesina johtaa liian laveaan tulkintaan täsmällisyysehdellistyksen osalta. Lähtökohtaisesti toteutumistodennäköisyyden arviointi olisi tehtävä 50/50-periaatteella. Jos hankkeen toteutuminen olisi +50 prosentin todennäköisyydellä mahdollista, täytyisi täsmällisyysehdellistyksen osalta. Jos hankkeen toteutuminen olisi –50 prosentin todennäköisyydellä epätodennäköistä, ei täsmällisyysehdellistyksen täytyisi. Esimerkkinä käytetty laskentatapa johtaisi kuitenkin liian kaavamaiseen arviointiin, joka ei käytännön tulkintatilanteessa olisi mahdollista. Siksi toteutumistodennäköisyyttä on arvioitava aina tapauskohtaisesti kokonaisuutena ottaen huomioon sekä toteutumistodennäköisyyden puolesta että sitä vastaan puhuvat seikat. Mikäli arvioinnin perusteella käy ilmi, ettei tapahtuma tai olosuhde, jota tieto koskee, voisi varsin todennäköisesti toteutua vallitsevissa olosuhteissa, ei ole perusteltua katsoa, että tieto tällaisesta tapahtumasta tai olosuhteesta olisi täsmällistä sisäpiirintietoa.

### *Esimerkki täsmällisyydestä*

A saa kuulla B Oyj:tä koskevan tiedon T1 (”B Oyj suunnittelee yritysostoa”). Tämä tieto T1 ei kerro vielä, millaisesta yritysostosta on kysymys eikä sen perusteella voida päätellä sitä, onko tiedolla T1 arvovaikutus B Oyj:n arvopaperiin eikä etenkään sitä, mihin suuntaan tuo vaikutus ilmenisi. A kuitenkin tietää, että B Oyj:n kanssa samalla toimialalla toimiva kilpailija D Oyj on myymässä yhtä liiketoiminta-alueitaan (tieto T2). Tällöin A:n tietosumma T1 + T2 muodostuu A:n kannalta täsmällisemmäksi (”B Oyj suunnittelee yritysostoa ja D Oyj on myymässä erästä liiketoiminta-alueitaan”) kuin tiedot T1 ja T2 erikseen. Näidenkin tietojen T1 + T2 tietosumman perusteella ei kuitenkaan vielä voida tehdä pitkälle meneviä johtopäätöksiä sisäpiirinhankkeen olemassaolosta tai tiedon täsmällisyydestä B Oyj:n arvopaperiin liittyen. Kun A tulee tietämään lisäksi, että D Oyj on toimittanut B Oyj:lle kauppakirjaluonnoksen kommentoitavaksi kyseisen liiketoiminta-alueen kaupasta (tieto T3), on A:n tietosumma T1 + T2 + T3 muodostunut huomattavasti täsmällisemmäksi kuin lähtötilanteessa (tieto T1) tai jatkotilanteessa (tieto T1 + tieto T2).

Esimerkkitapauksessa olisi perusteltua arvioida, ettei tieto T1 vielä yksinään voi muodostua B Oyj:tä koskevaksi sisäpiirintiedoksi. Myöskään tietosumma T1 + T2 ei ole vielä ylittänyt täsmällisyysehdellistystä, vaikka objektiivisesti arvioituna tuolloin voi olla mahdollista, että kyseinen yrityskauppa toteutuu (koska on olemassa ostaja, myyjä ja kaupankohde). Sen sijaan tietosumman T1 + T2 + T3 perusteella voidaan tehdä jo huomattavasti pidemmälle menevä johtopäätös yrityskaupan toteutumisesta tulevaisuudessa, vaikka se olisi edelleen epävarmaa, ja



siksi tietosumman T1 + T2 + T3 perusteella sisäpiirintiedon täsmällisyysedellytys täyttyisi ja kysymys olisi sisäpiirintiedosta. Sisäpiirintietoa olisi tällöin tieto B Oyj:n hankkeesta ostaa D Oyj:n liiketoiminta-alue.

## 4.2 ERITYISESTI TIEDON OLENNAISUUSEDELLYTYKSEN SYSTEMATISOINTIA

Sisäpiirintiedon olennaisuusedellytystä voidaan systematisoida ja jäsentää erityisesti sisäpiirinhankkeen näkökulmasta seuraavasti:

- i. Myös olennaisuusedellytys on itsenäinen sisäpiirintiedon määritelmän täyttymistä arvioitaessa. Vaikka täsmällisyys- ja olennaisuusedellytyksiä arvioidaan itsenäisinä, on niitä arvioitava lisäksi kokonaisuutena.
- ii. Tiedon on oltava olennaista ollakseen sisäpiirintietoa. Kaikki täsmällinenkään tieto ei kuitenkaan ole olennaista, eikä täsmällinen epäolennainen tieto ole sisäpiirintietoa. Jos olennaisuusedellytys ei täyty, ei kysymys ole sisäpiirintiedosta.
- iii. Tiedon olennaisuusedellytyksen täyttymistä on arvioitava pääasiassa objektiivisin kriteerein. Olennaisuusedellytys jakautuu kahteen osaedellytykseen: on omiaan -osaedellytykseen sekä olennaisesti-osaedellytykseen. Myös näitä osaedellytyksiä on arvioitava itsenäisinä erikseen ja toisaalta myös kokonaisuutena.
- iv. Olennaisuusedellytyksen objektiivinen arviointi keskittyy siihen, miten arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja olisi mieltänyt arvopapereita myydessään tai ostaessaan hallussaan olleen tiedon vaikuttavan kyseisen arvopaperin arvoon. On huomattava, ettei arvopaperimarkkinaoikeudellista järkevää ja huolellista sijoittajaa ole yksimielisesti määritelty oikeustieteessä. Tällöin tosiasiallisesti arvioinnin kohteena olevalla henkilöllä on voinut olla hallussaan merkittävästi laajempi tieto- ja osaamis pohja kuin arvopaperimarkkinaoikeudellisella järkevällä ja huolellisella sijoittajalla. Toisaalta kyseisellä arvioinnin kohteena olevalla henkilöllä on voinut olla tosiasiallisesti käytettävissään arvopaperimarkkinaoikeudelliseen järkevään ja huolelliseen sijoittajaan nähden merkittävästi vähäisempi tieto- ja osaamis pohja.
- v. Objektiivisessä arvioinnissa on arvioitava tiedon tavanomaista vaikutusta arvopaperin arvoon. Jos tieto on sellainen, että se tavanomaisesti vaikuttaisi, tai olisi omiaan vaikuttamaan, liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon julkistuessaan, täyttyy olennaisuusedellytyksen on omiaan -osaedellytys. Myös on omiaan -osaedellytys voi täydentyä sisäpiirintiedoksi ajantänteellä sekä eri tietoja yhdistämällä. On omiaan -osaedellytys liittyy yleisemmin markkinoiden toiminnallisuuteen, ja tätä osaedellytystä on perusteltua arvioida markkinoiden näkökulmasta.
- vi. Myös olennaisesti-osaedellytys edellyttää objektiivista tulkintaa. Tällöin arvioidaan tiedon vaikutusta kyseiseen arvopaperiin ja sitä, olisiko tiedolla olennainen vaikutus arvopaperin arvoon sen jälkeen, kun on ensin päädytty siihen, että on omiaan -osaedellytys arvioinnissa täyttyy. Olennai-

sesti-osaedellytyks liittyy välittömämmin liikkeeseenlaskijan arvopaperiin ja osaedellytyksistä on perusteltua arvioida liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvomuutoksen näkökulmasta. Kaikki täsmällinen tieto, joka olisi omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon, ei kuitenkaan ole olennaista eikä olennaisuusedellytyksen olennaisesti-osaedellytyks tällöin täyty eikä kyseessä ole sisäpiirintieto. Tieto, joka on omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon vain vähäisessä määrin, ei ole sisäpiirintietoa.

- vii. Olennaisesti-osaedellytyksen täyttymisen arvioinnissa voidaan huomioida ainakin arvioinnin kohteena olevan arvopaperin likvidiys, kyseessä olevan tiedon merkittävyys sekä osaltaan myös tiedon täsmällisyys. Mitä täsmällisempää tieto on, sitä todennäköisemmin se vaikuttaa olennaisesti-osaedellytyksen täyttymiseen. Epälikvidi osake, jolla ei juuri ole päiväkohtaista vaihtoa, on todennäköisesti herkempi on omiaan -osaedellytyksen täyttävän tiedon aiheuttamalle arvoreaktiolle, jolloin myös olennaisesti-osaedellytyks täyttyy helpommin. Likvidi osake, jolla on runsaasti päiväkohtaista vaihtoa, ei todennäköisesti reagoi niin voimakkaasti vähäistä olennaisempaankaan tietoon, eikä tämä tieto muodostu tällöin sisäpiirintiedoksi.

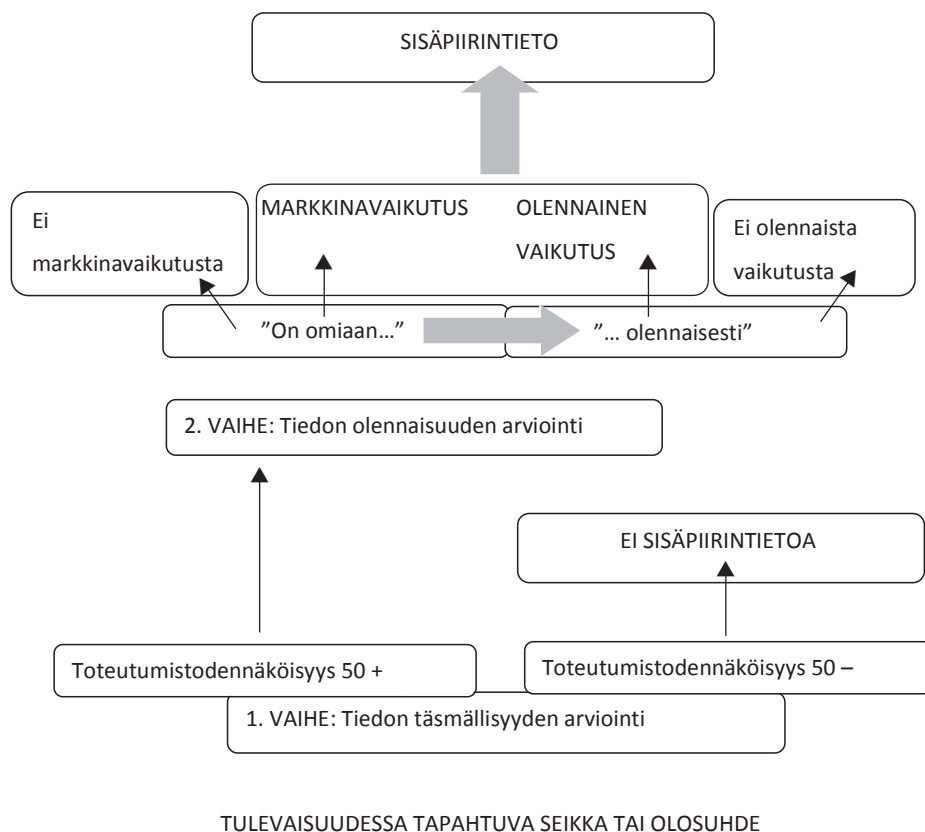
Käytännössä on vaikeaa arvioida, milloin arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja katsoo tiedon kehittyneen olennaisuuden asteelle. Olennaisuuden arvioinnissa keskitytään tiedon kehitysasteen määrittämiseen eikä sen vaikutuksen todennäköisyyteen. Vaikka sisäpiirintiedon vaikutuksen todennäköisyydellä arvopaperin arvonmuodostuksen kannalta ei ole merkitystä, on havaittavissa, että hankkeen (esimerkiksi yrityskaupan) toteutumisen todennäköisyydellä on merkitystä. Keskeinen kriteeri arvioitaessa tiedon kehittymistä olennaisuuden asteelle on hankkeen toteutumisen todennäköisyys. Sisäpiirintiedolta edellytetään kuitenkin, että on olemassa *kohtuullinen varmuus* siitä, että sisäpiirintietoa käyttämällä voidaan saavuttaa hyötyä.<sup>52</sup> Päinvastaisessa tilanteessa kysymys ei ole sisäpiirintiedon rangaistavasta hyväksikäytöstä.

#### *Esimerkki olennaisuudesta*

A saa tietää, että B Oyj suunnittelee yritysostoa (tieto T1). Ilman että A tietää, millaisesta yritysostosta on kysymys, ei tiedon T1 perusteella voida tehdä johtopäätöstä siitä, että kyseisellä tiedolla T1 olisi vaikutusta B Oyj:n arvopaperin arvoon, vaikka yleisesti arvioitaisiinkin ja tiedettäisiin yritysjärjestelyjen kiinnostavan markkinaosapuolia. Jos A tiedon T1 lisäksi saa tietää, että yritysoston jälkeen B Oyj:n suhteellinen kannattavuus kasvaisi todennäköisesti esimerkiksi 50 000 euroa *per annum* (tieto T2), olisi tämä tietosumma T1 + T2 objektiivisesti arvioituna omiaan vaikuttamaan B Oyj:n arvopaperin arvoon, koska tietosumma T1 + T2 sisältäisi markkinoiden kannalta positiivisen odotusarvon yrityska-

<sup>52</sup> Ks. samansuuntaisesti *Rudangon Asiantuntijalausunto* 2008, s. 15–16.

pan toteutuessa. Tällöin olennaisuusedellytyksen on omiaan -osaedellytys voisi täyttyä. Muutos suhteellisessa kannattavuudessa pitää kuitenkin suhteuttaa arvioinnin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan kokoon. Jos kysymys olisi liiketuloseltaan miljardiluokan yhtiöstä, ei kuvatulla muutoksella olisi olennaista, tai muutakaan, merkitystä arvopaperin arvoon. Jos kysymys olisi yhtiöstä, jonka liiketulos olisi tappiollinen tai vain lievästi positiivinen, olisi muutoksella olennainen merkitys arvopaperin arvoon. Tiedon merkitystä on arvioitava myös tappiollisuuteen suhteutettuna. Jos kysymys olisi liikkeeseenlaskijasta, jonka liiketappio olisi aikaisemmin ollut useita miljoonia, ei esimerkkinä käytetyllä 50 000 euron tulosparannuksella olisi arvopaperin arvon kannalta olennaista merkitystä eikä kysymys olisi sisäpiirintiedosta.



**Kuvio 13.** Sisäpiirintiedon syntyminen tulevaisuuden tapahtuman tai olosuhteen osalta arvopaperimarkkinalain määritelmäsäännöksen jäsentämisen perusteella.

VIII

SISÄPIIRINSÄÄNTELYN  
JÄSENTÄMINEN UUDEN  
VARALLISUUSOIKEUDELLISEN  
TEORIAN NELIKENTÄSSÄ

”Koska tieto antaa uusia mahdollisuuksia vertailuun  
ja asioiden näkemiseen monin eri tavoin,  
se asettaa useat näkemykset vastakkain,  
ja ne muokkaavat toisiaan sitä helpommin,  
mitä enemmän ihmiset huomaavat löytävänsä  
kosketuskohtia toistensa näkemyksistä.”

*Beccaria* [1764], s. 117



---

# 1 Aluksi

Yhteiskunnan markkinaistuminen on johtanut siihen, että uudet ongelmanratkaisutavat ovat vähitellen syrjäyttämässä vanhoja, perinteiseksi miellettyjä mekanismeja. Havainto koskee yhtiöitä, omistusta sekä niiden institutionaalista luonnetta määrittävää sääntelyjärjestelmää. Sääntelyä ja toimijoiden vapaaehtoisesti muodostamia suhteita koskevat muutokset ovat osa vaihdannaistumisen ja markkinaistumisen kehityskulkua. Myös rahoitusmarkkinoiden yhtenäistyminen on kiinteä osa markkinaistumista, koska sen mukana tulevat kriteerit esimerkiksi liikkeeseenlaskijan antamalle tiedolle ja sen luotettavuudelle edistävät myös rajat ylittäviä sijoituksia. Lainsäädännön kansainvälistyminen on puolestaan johtanut siihen, että lakeja laaditaan yhä enemmän ylikansallisesti yksittäisen kansallisvaltion yläpuolella. Tällöin on arvioitava oikea ja optimaalinen taso laatia oikeussääntöjä. Ylikansallinen yhdenmukainen sääntely hyödyttää erityisesti ylikansallista taloutta.<sup>1</sup>

Markkinoiden tehokas toiminta edellyttää oikeudellista sääntelyä. Markkinoiden toiminnan kannalta keskeinen oikeudellisen sääntelyn alue on varallisuus oikeus. Koska taloustieteen teorian mukaisesti vapaasti kilpaillut markkinat tarjoavat ihanteelliset olosuhteet kunkin markkinaosapuolen vapaalle omien päämäärien tavoittelulle ja koska markkinoiden toiminta on organisoitu nimenomaisesti varallisuus oikeudellisten instituutioiden avulla, tulisi tällöin myös varallisuus oikeuden päämääräksi asettaa markkinoiden tehokkaan toiminnan mahdollistaminen ja varmistaminen. Varallisuus oikeudellisen sääntelyn arvioinnin mittapuuna on se, miten hyvin se mahdollistaa yksilöiden välistä vapaata vaihdantaa ja markkinoiden toimintaa.

Markkinoiden tehokkaan toiminnan takaamiseksi varallisuus oikeuteen voidaan katsoa kohdistuvan neljä keskeistä vaatimusta. (i) *Varallisuus oikeuden on oltava vaihdettavissa*. Jos oikeudet eivät ole siirrettävissä, eivät markkinat voi toimia lainkaan. (ii) *Oikeudet on määriteltävä yksinomaisesti*. Oikeuden kohteen tuottamien hyötyjen ja kustannusten on kohdennuttava yksinomaisesti oikeuden haltijalle. (iii) *Kaikkien niukkojen resurssien on oltava määriteltynä jonkun henkilön oikeuden alaan*. Resurssit, jotka eivät kuulu kenellekään, eivät edesauta markkinatehokkuutta. (iv) *Järjestelmän on oltava pysyvä*. Tulevaisuuden ennakoiminen vaikeutuu, jos sääntely muuttuu tiheästi.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Ks. myös Vahtera 2011, s. 35–36.

<sup>2</sup> Wennberg 1999, s. 241–243.

Epätäydellisen tiedon olemassaolo on nykyaikaisen vaihdannan tyyppitilanne. Tällöin vaihdannan toinen osapuoli ei kykene valvomaan toisen osapuolen käyttäytymistä täydellisesti johtuen tiedon epätäydellisyydestä. Tiedon epätäydellisyys aiheuttaa vaihdannan osapuolille transaktiokustannuksia, koska vaihdannan osapuolet pyrkivät saamaan riittävästi tietoa transaktion toteuttamiseksi. Tietyssä pisteessä informaation epätäsmällisyyden kattamisesta aiheutuvat transaktiokustannukset ylittävät saatavilla olevan hyödyn. Tällöin vaihdannan osapuolet joutuvat tyytymään osin epätäydellisiin sopimuksiin. Epätäydellisestä tiedosta aiheutuvia tehokkuustappioita pyritään kontrolloimaan erityisesti sääntelyllä, joka pakottaa tuottamaan tietyn vähimmäisinformaation (arvopaperimarkkinoilla esimerkiksi liikkeeseenlaskijan säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus) sekä sääntelyllä, joka rajoittaa hyödyntämästä tietoylivoimaa huonommin informoitujen toimijoiden kustannuksella (arvopaperimarkkinoilla esimerkiksi sisäpiirintiedon ilmaisu- ja käyttökielto ja sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisointi).<sup>3</sup>

Sääntelyn perustehtävänä on luoda toimivan vaihdannan puitteet siten, että lopputuloksena on tehokas ja oikeudenmukainen vaihdannan toimintaympäristö. Tällöin sääntelyssä ja sen soveltamistoiminnassa on (i) minimoitava perusteettomat transaktiokustannukset, (ii) minimoitava markkinoiden ominaispiirteistä aiheutuvat haitat siten, ettei markkinoita voida väärinkäyttää ja (iii) sovitettava ristiriitatilanteessa edellä mainittujen tavoitteiden (i)–(ii) toteuttaminen toisiinsa siten, että lopputulokseksi syntyy perusteltu kompromissi.<sup>4</sup>

Tässä tutkimuksessa pyritään jäsentämään *Karhun* uuden varallisuus oikeudellisen teorian nelikenttää sisäpiirinsääntelyä tulkittaessa. *Karhun* uudessa varallisuus oikeudellisessa teoriassa pyritään siirtymään perinteisistä subjektiivisista oikeuksista kohti tilannesidonaisuutta. Vastaavasti tässä tutkimuksessa pyritään tulkitsemaan sisäpiirintiedon syntymistä tilannesidonaisesti ja yleisemmän vastuujärjestelmän perusteella.

Markkinatalousjärjestelmä rakentuu varallisuus oikeudellisten perusinstituutioiden (omistus, sopimus ja vahingonkorvaus) varaan. *Karhun* uudessa varallisuus oikeudellisessa teoriassa ei ole erityisesti arvioitu tilannekohtaisia vastuusysteemejä, vaan uusi varallisuus oikeudellinen teoria rakentuu yleisemmälle perusoikeusteoreettiselle ja varallisuus oikeuden yleisten oppien oikeuskulttuurin tasolle. Tässä tutkimuksessa pyritään jäsentämään uutta varallisuus oikeudellista

<sup>3</sup> Vahtera 2011, s. 47–48. Epätäydellisen tiedon tilanne johtaa usein niin sanottuun *strategiseen käyttäytymiseen*. Tällöin tilanteessa ei ole olemassa yksiselitteisesti järkevintä tapaa toimia, vaan valittava toimintamalli riippuu muiden käyttäytymisestä. Epätäydellinen tieto ei kuitenkaan johda strategiseen käyttäytymiseen, mikäli käytettävissä on täydellisiä sopimuksia. Ks. *Kultti* 1998, s. 29–30.

<sup>4</sup> Timonen 1999, s. 271.

teoriaa konkreettisemmin tilannekohtaiseksi arvioitaessa sitä, milloin sisäpiirintieto syntyy. Sisäpiirintiedon syntymistä peilataan tässä jaksossa erityisesti sisäpiirinhankkeen syntymisen avulla. Tältä osin tutkimus irtautuu *Karhun* varsin oikeusteoreettisesta argumentaatiotasosta ja siis pyrkii *konkretisoimaan uutta varallisuus oikeudellista teoriaa käytännössä* arvopaperimarkkinaoikeudellisessa soveltamistilanteessa.

Konkretisointitehtävä on ymmärretty haasteelliseksi, eikä tutkimuksen tarkoitus ole ollut analysoida kaikkia mahdollisia edellä kuvattuun jäsentämiseen liittyviä ongelmia tai mahdollisuuksia. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen ilmiön, sisäpiirintiedon syntymisen, jäsentäminen uuden varallisuus oikeudellisen teorian avulla voidaan tulkita erään keskeisen, vaihdantaan liittyvän radikaaliksikin arvioidun oikeusteoreettisen puheenvuoron käytännölliseksi testauspisteeksi. Vasta testaamisen jälkeen voidaan arvioida sitä, miten teoria käytännön soveltustilanteessa toimii. Testaaminen on ehdottoman tarpeellista. Vain sijoittamalla todellisia oikeudellisia ilmiöitä esitettyyn teoreettiseen viitekehykseen voidaan lopulta arvioida teorian toimivuutta. Tämä estää yleisemminkin teorioiden jäämistä vain ”teorioiden tasolle”.

*Uusi varallisuus oikeudellinen teoria* rakentuu pääasiassa seuraavien oletusten ja näkökulmien varaan. Oletusten ja näkökulmien esittämisen jälkeen arviointikysymykset asetetaan tässä tutkimuksessa arvopaperimarkkinaoikeudelliseen toimintaympäristöön, ja niihin otetaan kantaa jäljempänä:

- i. Perinteinen varallisuus oikeudellinen järjestelmä rakentuu vapaudelle ja sen rakenne on tiivistynyt oikeussubjektin, oikeusobjektin ja oikeussuhteen käsitteisiin. Perinteisen järjestelmän ongelmaratkaisuvoima perustuu käsitteistön varassa tehtyihin luokitteluihin.

Sisäpiirinsääntelyn osalta on huomioitava, että tässäkin tutkimuksessa painotettu kysymyksenasettelu liittyy keskeisesti sisäpiirintiedon määrittelyn sisältöön ja sen oikeaan tulkintaan. Myös avoimet ilmaisut ”täsmällinen”, ”olennainen” ja ”on omiaan olennaisesti” ovat määrittelemiseen ja tulkintaan voimakkaasti sidottuja.

*Voidaanko sisäpiirinsääntelyn määrittelmäkeskeisyydestä tai ainakin sen keskeisestä ohjausvaikutuksesta osin luopua, jos sisäpiirintiedon syntymistä arvioidaan uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa nelikentässä?*

- ii. Uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa järjestelmässä vapaus korvataan *koko* perusoikeusjärjestelmällä. Tällöin myös koko varallisuus oikeuden järjestelmä on systematisoitavissa perusoikeusmyönteisesti. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyjärjestelmä ja sen tavoitteet rakentuvat pääasiassa markkinoiden luottamuksen suojaamiselle. Perusoikeudet ovat olleet arvopaperimarkkinaoikeudellisia kysymyksiä tulkittaessa ja ratkaistaessa taka-alalla.

*Voidaanko arvopaperimarkkinoiden luottamuksen suojaamiseen tähtäävä sääntelyjärjestelmä korvata osin tai kokonaan perusoikeusjärjestelmällä*



*ja voidaanko perusoikeusmyönteinen tulkintatapa ottaa keskeiseksi työvälineeksi sisäpiirinsäätelyä arvioitaessa ja tulkittaessa?*

- iii. Perinteisen varallisuus oikeudellisen järjestelmän prototyyppi on kauppa. Uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa järjestelmässä prototyyppi on projekti.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn ja sisäpiirinsäätelyn arvioinnin keskiössä on *arvopaperikauppa*. Arvopaperikaupassa myyjä myy markkinamekanismin avulla arvopapereita ostajalle. Myyjä ja ostaja eivät kohtaa toisiaan markkinoilla ja siksi varallisuuden siirtyminen jää kasvotomaksi.

*Voidaanko ostajan ja myyjän välinen arvopaperikauppa nähdä laajemman tapahtumaketjun osana, jossa myös markkinaosapuolten yksilölliset oikeudet ja velvollisuudet korostuvat kasvottomuudesta huolimatta?*

- iv. Projektitahojen oikeusasemien jäsentäminen positioiksi edellyttää varallisuuden hahmottamista jatkuvasti muuttavana ja muuttuvana dynaamisena prosessina, jonka perusjäsenitys syntyy toimintaympäristöstä, kokonaisjärjestelystä, intressitahosta ja riskipositioista (uuden varallisuus oikeudellisen teorian nelikenttä).

Arvopaperikauppa ja arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö on dynaaminen ja se on muuttunut poikkeuksellisen voimakkaasti ja nopeasti muun muassa Euroopan unionin yhdistymisen laajentuessa ja nopeutuesssa. Suomessa arvopaperimarkkinoiden muutos on alkanut pääasiassa vanhan arvopaperimarkkinan voimaan tulemisesta vuonna 1989.

*Voidaanko myös arvopaperikauppaa hahmottaa positioiden kautta osin uudella tavalla ja jäsentää sitä varallisuus oikeutta vastaavalla tavalla nelikentässä?*

- v. Uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukainen järjestelmä korostaa oikeudellisen harkinnan tilanneherkkyyttä. Perusoikeus yhteys mahdollistaa ennakoitavuuden ja yhdenvertaisen kohtelun, samalla kun oikeuden painopiste siirtyy joustavaan tilanneherkkyyteen.<sup>5</sup>

Sisäpiirinsäätelyn perusteella tehtyjä tulkintoja esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanteissa voidaan pitää jäykkänä. Jäykkyydellä tarkoitetaan tässä sitä, että sisäpiirinsäätelyn sinänsä hyväksyttävillä tavoitteilla on annettu etusija tulkinnassa. Muita tulkintaperusteita tai tavoitteita ei juuri ole esitetty. Paradoksaalista sinänsä, mutta luottamusta korostava markkinamyönteinen tulkinta, jonka voisi olettaa olevan dynaaminen ja samalla sisältävän tarvittavaa joustavuutta, vaikuttaa päinvastoin lukinneen tulkintaympäristönsä jäykäksi ja stabiiliksi.

*Otetaanko sisäpiirintiedon syntymistä arvioitaessa riittävässä määrin huomioon tilanne kokonaisuutena ja, markkinoiden luotettavuuden vaatimusta unohtamatta, huomioidaanko samalla markkinaosapuolten tosiasiallinen toiminta tilanneherkässä yhteydessään?*

<sup>5</sup> Pöyhönen 2003, s. XI–XVII; Kaisto 2005a, s. 364.

Uuden varallisuus oikeudellisen teorian perusteella syntyy varallisuus oikeuden perinteisestä teoriasta poikkeava *uusi vastuujärjestelmä*, joka siis jäsenyy (i) toimintaympäristöön, (ii) kokonaisjärjestelyyn, (iii) intressitahoon ja (iv) riskipositioon.<sup>6</sup> Nelikenttään on tässä tutkimuksessa kytketty arvopaperimarkkinaoikeudellisia ja sisäpiirinsäätelyyn liittyviä huomioita ja kysymyksiä. Näitä uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisia vastuujärjestelmän elementtejä (i)–(iv) analysoidaan tarkemmin jäljempänä ja ne pyritään kytkemään samalla arvopaperimarkkinaoikeudellisen sisäpiirinsäätelyn osaksi. Tämän jäsenyyksen perusteella pyritään arvioimaan, voitaisiinko myös sisäpiirinsäätelyä hahmottaa uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisesti ja täten löytää uusia näkökulmia sisäpiirintiedon syntymisen arviointiin.

*Karhu* jättää ilmeisen tarkoituksellisesti määrittelemättä tarkemmin sen, mitä hän tarkasti ottaen tarkoittaa uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisella *vastuujärjestelmällä*. Määrittäminen ei kuitenkaan ole tarpeellista, koska vastuujärjestelmä muodostuu edellä mainittujen elementtien (toimintaympäristö, kokonaisjärjestely, intressitaho ja riskipositio) *summana*. Kyseiset elementit ovat *tapauskohtaisesti joustavasti tulkittavissa*, ja ne elävät ja joustavat kulloisenkin tilanteen mukaan. Tämä puolestaan johtaa luontevasti uudessa varallisuus oikeudellisessä teoriassa korostettuun *tilannekohtaiseen herkkyyteen*, eikä vastuujärjestelmän (tai sen muodostamien erillisten elementtien) määrittäminen ole siksi enemmälti tarpeellista.

Tässä tutkimuksessa on tulkittu tilannekohtaisen vastuujärjestelmän kattavan sekä arvopaperimarkkinaoikeudellisen *ohjaus- että seuraamusjärjestelmän*. Oikeudenalakohtainen ohjaus- ja seuraamusjärjestelmä liittyy sääntelykohteen toiminnan ohjaamiseen (esimerkiksi sisäpiirintiedon käyttämisestä koskeva kiello ja jatkuva tiedonantovelvollisuus) sekä häiriötilanteessa seuraamuksen asettamiseen (esimerkiksi sisäpiirintiedon kieltämisestä väärinkäytöstä seuraava rikosoikeudellinen seuraamus tai arvopaperimarkkinalain vastaisesta toiminnasta seuraava hallinnollinen seuraamus, vahingonkorvauseuraamus tai itsesääntelysanktio). Vastuujärjestelmällä pyritään ohjaamaan sääntelykohteiden toimintaa siten, että se olisi sääntelyn mukaista. Toisaalta, häiriötilanteessa tulee olla käytävissä riittävät ja oikeasuhtaiset kompensatiiviset keinot häiriötilan neutraloimiseksi (reparatiivinen vaikutus) ja toisaalta riittävän ennakouhan asettamiseksi (preventiivinen vaikutus).<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Pöyhönen 1997b, s. 160.

<sup>7</sup> Reparatiivisesta ja preventiivisistä vastuusta osakeyhtiöoikeudessa ks. tarkemmin esimerkiksi Savela 2006, s. 7–8.

Arvopaperimarkkinaoikeuden osalta on katsottu, että rikosoikeus on saanut keskeisimmän aseman arvopaperimarkkinoiden ohjauksena. Sen sijaan vahingonkorvauksen sekä hallinnollisten ja itsesääntelyseuraamusten asema on ollut arvopaperimarkkinaoikeudessa huomattavasti enemmän taka-alalla. Havainto on tärkeä siksin, että rikosoikeus on perinteisesti katsottu *ultima ratio* -periaatteen mukaisesti vasta viimesijaiseksi reagoitikeinoksi yhteiskunnallisena ohjauksena.<sup>8</sup>

Tämä vääristymä voi olla ainakin osittain seurausta sisäpiirinsääntelyn puutteellisesta hahmottamisesta ja ymmärtämisestä dynaamisessa toimintaympäristössä. Avarampi sisäpiirinsääntelyn tarkastelunäkökulma mahdollistaisi monipuolisempien ohjauks- ja seuraamusjärjestelmien käyttämisen ja vasta viimesijaisesti rikosoikeudelliseen järjestelmään tukeutumisen.

Tutkimuskohde liittyy keskeisesti arvopaperikauppaan ja sisäpiirintiedon syntymiseen. Kysymys on muun muassa siitä, milloin tietoisuus jostakin tulevaisuuden tapahtumasta tai olosuhteesta muodostuu sellaiseksi informaatioeduksi, jonka käyttäminen arvopaperikaupassa olisi tiedon haltijalle sisäpiirintiedon väärinkäyttönä rangaistavaa.

Tutkimuksella on ainakin kahdenlaisia liittymiä varallisuus oikeuteen ja uuden varallisuus oikeuden teoriaan. Ensinnäkin, arvopaperikaupassa on kysymys varsin perinteisestä varallisuuden siirtymästä markkinaosapuolten välillä sekä toiseksi, arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä sisäpiirintiedonhanke (esimerkiksi julkista ostotarjousta koskeva hanke) muodostuu erilaisista varallisuus oikeudellisista ja muista vastuusuhteista eri markkinaosapuolten ja hankkeeseen osallisten välillä.<sup>9</sup> Tutkimuksessa pyritään siksi selvittämään, *miten arvopaperimarkkinaoikeudellinen sisäpiirintiedonhanke on jäsennettävissä varallisuus oikeudellisesti ja millaisia vaikutuksia tällä jäsentämisellä on, tai voi olla, arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymistä.*

Tämän tutkimuksen tutkimuskysymys – milloin sisäpiirintieto syntyy ja milloin sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvät täsmällisyys- ja olennaisuusedellytykset täyttyvät – jäsennetään uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaiseen vastuujärjestelmään muun muassa seuraavien kysymysten avulla:

<sup>8</sup> Knuts – Norros 2011, s. 1409. Kriminalisointi on perusoikeuksiin puuttuvan luonteensa vuoksi viimesijainen reagoitikeino. Ennen rangaistusnormin käyttämistä tulisi siis harkita muita ei-rikosoikeudellisia seuraamuksia. Erilaisten oikeudellisten seuraamusten keskinäistä suhdetta tai itse- ja yhteissääntelyn vaihtoehtoja seuraamusjärjestelmien osalta ei Suomessa ole kuitenkaan juuri pohdittu. Ks. tarkemmin esimerkiksi Melander 2010b, s. 22–23.

<sup>9</sup> Osakkeiden kauppaan sovellettavasta lainsäädännöstä ja tähän liittyvästä keskustelusta ks. esimerkiksi Mäntysaari 1993, s. 675–676. Mäntysaaren tulkinnan mukaan myös pörssiosakkeiden kauppaan sovelletaan kauppalaian sijasta velkakirjalakia. Toisaalta on myös katsottu, ettei osakkeen erityinen luonne johda siihen, että kauppalaian säännöksiä ei voitaisi soveltaa osakkeiden kaupassa. Ks. Lindholm – Hakoranta 2007, s. 50. Ks. aiheesta käydystä keskustelusta laajemmin Kaisto 2005b, s. 23–28.

- i. Miten arvopaperimarkkinaoikeus ja sisäpiirisääntely sen osana jäsennetään *toimintaympäristöön*?
- ii. Mihin ja millaiseen *kokonaisjärjestelyyn* sisäpiirinhanke kuuluu?
- iii. Ketkä ovat sisäpiirinhankeeseen liittyviä *intressitahoja* ja mitkä ovat näiden intressitahojen keskinäiset suhteet?
- iv. Mitä ovat sisäpiirinhankeeseen liittyvät *riskipositiot* ja kenelle nämä riskipositiot kuuluvat?

Jäsentäminen tapahtuu yleisestä erityisempään -periaatteen mukaisesti. Toimintaympäristön jäsentäminen kuuluu tässä tutkimuksessa yleisempään arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön arvioimiseen, kun taas kokonaisjärjestely, intressitaho ja riskipositio liittyvät selkeämmin yksittäisen arviointitilanteen erityisempään jäsentämiseen. Kullakin elementillä on kuitenkin sekä horisontaalinen että vertikaalinen yhteys toisiinsa, ja arviointia on siksi tehtävä kokonaisen systeemyhteyden perusteella, vaikka esitysteknisesti elementit on tässä tutkimuksessa erotettu toisistaan.

Kysymystä sisäpiirintiedon syntyisestä ei ole aikaisemmin arvioitu (uuden) varallisuusoikeudellisen teorian avulla. Arviointi on aikaisemmin perustunut pääasiallisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisiin ja osin rikosoikeudellisiin näkökohtiin. Varallisuusoikeudellisten näkökulmien huomioimatta jättämiselle ei ole kuitenkaan perusteltu syytä, koska sisäpiirintiedon syntyminen ja sisäpiirintiedon mahdollinen väärinkäyttäminen kytkeytyvät välittömästi varallisuusoikeudellisiin näkökohtiin arvioitaessa esimerkiksi sisäpiirinhankeeseen liittyvien osapuolten toiminnan ja vastuusuhteiden perusteella. Kuitenkin myös aikaisemmin on katsottu, että erityisesti uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukainen malli voisi olla sovellettavissa myös arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tutkimuksessa.<sup>10</sup>

Sisäpiirintiedon syntymistä arvioidaan uuden varallisuusoikeudellisen teorian oppien mukaisesti tilanneherkkänä kokonaisjärjestelynä. Uuden varallisuusoikeudellisen teorian perusteella tehdään tulkintoja siitä, milloin sisäpiirintiedon syntymistä koskevat edellytykset täyttyvät. Tutkimuksessa arvioidaan sisäpiirintiedon syntymistä varallisuusoikeudellisena, tilanneherkkänä kokonaisjärjestelynä arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä ja tehdään johtopäätöksiä siitä, kohtaavatko nämä ympäristöt toisensa.

Tilanneherkkyys ymmärretään tässä tutkimuksessa *asianmukaisuudeksi*. Tilanneherkkyyttä voidaan pitää oikeudellisen ratkaisijan kykynä tunnistaa ja havaita eri tilanteille ominaisia tyypillisiä piirteitä. Tilanneherkkyiden korostamisella on tärkeitä seurauksia tavalle nähdä kestäväälle pohjalle muodostetun ratkaisuharkinnan vaiheistus. Perinteinen oikeuslähdeoppi perustuu *Karhun* mukaan

<sup>10</sup> Rudanko 1998, s. 233–234.

presumptiiviselle lakipositivismille, jossa toiminnan logiikkana on soveltaa tilanteeseen soveltuvia ja ensisijaiseen auktoriteettilähteeseen eli lakiin perustuvia normeja. Jos normin tunnusmerkitö ja tilanteen tosiasiakuvaus vastaavat toisiaan täysin, ei normin soveltamisessa ole ongelmia. Tilanneherkkä oikeusajattelu perustuu sen sijaan presumptiiviselle kontekstualismille, jossa on tärkeää hahmottaa tilanne ensin oikeudellisesti asianmukaisesti. Vasta tämän jälkeen on mielekästä etsiä tilanteeseen soveltuvia oikeusnormeja.<sup>11</sup> Tilanneherkkyys ei kuitenkaan tarkoita lain merkityksen täydellistä kieltämistä. Presumptiivista kontekstualismia voidaan täydentää ajatuksella, jossa tilanteen erityispiirteet tunnistettaisiin myös normistosta käsin kiinnittäen huomiota esimerkiksi sääntelyn tavoitteisiin, tarkoitukseen ja sääntelysystematiikkaan.<sup>12</sup>

Sisäpiirinsääntelyn presumptiivinen kontekstualismi rakentuisi tällöin sisäpiirintiedon syntymistä koskevan tulkintatilanteen hahmottamisesta oikein. Tällöin tulkintatilanteessa tulisi tunnistaa tilanteeseen soveltuvan normiston tavoitteet, tarkoitus ja sääntelysystematiikka.

Presumptiivisen kontekstualismin malli soveltuu tutkimuskohteen arviointiin hyvin, koska sisäpiirintiedon syntymistä koskevissa tulkintaongelmissa on usein kysymys juuri siitä, että tilanteen tosiasiakuvaus (esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymisen vaiheittaisuus) ei kohtaa voimassa olevan normiston sisältöä (arvopaperimarkkinalain mukaista sisäpiirintiedon määritelmää täsmällisyys- tai olennaisuusedellytysten osalta) tai ainakaan voimassa olevasta normistosta ei ole saatavilla vaikeuksitta riittävää tulkintaohjetta asian ratkaisemiseksi oikein. Muutoinkin arvopaperimarkkinaoikeudellisen tilanteen arviointi asianmukaisesti ja oikein on keskeistä. Vasta tämän jälkeen on perusteltua etsiä asianmukaisesti ja oikein jäsennettyyn tilanteeseen soveltuvaa normia. Tulkitsijan työ ei kuitenkaan pääty vielä tähän, koska lopulta oikean ja oikeudenmukaisen ratkaisun tekeminen edellyttää löydetyn normin soveltamista oikealla tavalla. Tällöin presumptiivinen kontekstualismi jäsenyy arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tulkintatilanteessa (i) sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvän tilanteen hahmottamisesta oikein ja asianmukaisesti, (ii) oikein ja asianmukaisesti hahmotetun tilanteen perusteella identifioidusta oikein soveltuvasta normista ja (iii) oikein soveltuvan normin käyttämisestä ja soveltamisesta tilanteessa oikein ja oikeudenmukaisesti.

<sup>11</sup> Karhu 2003, s. 803; Pöyhönen 2000, s. XIII–XIV.

<sup>12</sup> T. Määttä 2012, s. 125. Presumptiivisen kontekstualismin soveltumattomuudesta rikosoikeudellisessa tulkintatilanteessa ks. kuitenkin Knuts 2010a, s. 260–261 (alaviite 848).

---

## 2 Nelikenttä

### 2.1 TOIMINTAYMPÄRISTÖ

Toimintaympäristön määrittäminen on yksi vaativimmista ja tärkeimmistä kokonaisvaltaisen oikeudellisen tarkastelun lähtökohdista.<sup>13</sup> Toimintaympäristö yhdistää varallisuuden kolmea perusolottuvuutta, omistusta, sopimusta ja vahingonkorvausta, toisiinsa. Toimintaympäristö on näille perusolottuvuuksille yhteinen tausta, jota vasten oikeussuhteet näkyvät erilaisina oikeudellisina kuvioina. Toimintaympäristö muodostuu vakiintuneiden toimintatapojen varaan. Vakiintuminen on toimintojen arvioimisen mittari, joka ilmentää normaaliutta ja tavanomaisuutta. Normaalilla tarkoitetaan tyypillistä, toistuvaa ja normatiivista.

Toimintaympäristö on eräänlainen ”levähdystaso”, jossa perinteisesti alakohdittaisiksi rajautuneet varallisuusoikeudelliset näkökohdat yhdistyvät toisiinsa. Toimintaympäristön käyttäminen varallisuusoikeudellisena jäsentämistapana johtaa purkamaan perinteisen oikeudenalajaottelun raja-aitoja. Toimintaympäristö edellyttää kuitenkin myös ongelmien määrittämistä ja auttaa tunnistamaan ja hahmottamaan tietyt asiantilojen yhdistelmät ongelmiksi. Jäsentämistapaa tarvitaan siksi, että normeja sovellettaessa saadaan jatkuvasti annettua riittävästi merkitystä muuttuville tilanteille.<sup>14</sup> Toimintaympäristön avulla arvioitava tilanne pystytään sijoittamaan osaksi erilaisia yhteiskunnallisia ja taloudellisia käytäntöjä.<sup>15</sup>

*Karhun* käyttämä ilmaisu ”levähdystaso” saattaa antaa toimintaympäristöstä tässä kontekstissa väärinymmärrettynä harhaanjohtavan kuvan pysähtyneenä ja passiivisena yläkäsitteenä. Toimintaympäristö on kuitenkin ymmärrettävä ennemminkin dynaamisena sekä yhteiskunnallisten ja taloudellisten käytäntöjen aktiivisena kenttänä, joka on jatkuvan muutoksen ja kehityksen kohteena. Toimintaympäristön perusteella määritetään sitä, mikä katsotaan alalla vakiintuneeksi, normaaliksi tai tavanomaiseksi toiminnaksi viitaten esimerkiksi hyväksyttäviin taloudellisen vaihdannan muotoihin.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> *Karhu* 2012, s. 309.

<sup>14</sup> *Pöyhönen* 2003, s. 162–168.

<sup>15</sup> *Pöyhönen* 2003, s. XVII. Ks. toimintaympäristökäsitteen tulkinnasta muun muassa *Kolehmainen* 2010, s. 1–19 (erityisesti s. 19); *H. Tolonen 1992b*, s. 138; *Pöyhönen* 1997a, s. 363–364.

<sup>16</sup> *Siltala* 2012, s. 206.

### *Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön jäsentäminen*

Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö liittyy toisaalta liikkeeseenlaskijoiden ensimarkkinoilla tapahtuvaan pääomahuoltoon ja toisaalta sijoittajien jälkimarkkinoilla tapahtuvaan arvopaperikauppaan. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat muodostavat ensi- ja jälkimarkkinoilla symbioottisen kokonaisuuden. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöä ohjaavat ja sääntelevät edellä tässä tutkimuksessa esitellyt normit ja sääntelymuodot. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö on normatiivisesti säänneltyä. Laajasti ymmärrettynä normatiivinen sääntely kattaa lainsäädännön sekä muut arvopaperimarkkinoiden toimintaa ohjaavat normit. Laajimmillaan sääntely kattaa myös perusoikeuksista sekä oikeusperiaatteista johdettavissa olevat keskeiset arvot arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä sovellettaviksi. Sääntely asettaa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristölle toimintarajat, jotka lähtökohtaisesti rajoittavat markkinaosapuolten vapaata toimintaa. Viime kädessä oikeusperiaatteet asettavat markkinaosapuolten moraali-rajat.

Normatiivisesti säännellyllä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöllä tarkoitetaan arvopaperimarkkinalain ja muiden arvopaperimarkkinanormien sääntelemää arvopaperimarkkinaympäristöä. Tätä ympäristöä sääntelee muun muassa rikoslain sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva normisto, joka osaltaan asettaa rajat arvopapereiden sallitulle ja ei-sallitulle kaupankäynnille. Normatiivinen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö asettaa ulkokehän arvopaperimarkkinoilla toimiville markkinaosapuolille osoittamalla, mikä on toimintaympäristössä lainmukaista ja mikä puolestaan lainvastaista. Toiminta ulkokehän sisäpuolella on normatiivisesti arvioituna sallittua, vaikka kehän sisällä voi olla eriasteisia toimintarajoituksia.

Perusoikeudet vaikuttavat normatiivisen sääntelyn ulkokehän ulkopuolella siten, että kehän läpäisyherkkyys vaihtelee perusoikeuden laadusta riippuen. Toiset arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön ilmiöistä ovat läpäisyherkempiä perusoikeusmyönteisyydelle kuin toiset. Läpäisyherkkänä ilmiönä voidaan pitää esimerkiksi yhdenvertaisuuden toteutumista. Kaikkia markkinaosapuolia tulisi kohdella myös arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä perusoikeuksien oikeusideologian mukaisesti yhdenvertaisesti. Läpäisyresistenttinä ilmiönä voidaan puolestaan pitää omaisuudensuojaa ja vaihdannanvapautta. Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön sääntely asettaa arvopaperikaupalle (omaisuuden vaihdannalle) viime kädessä rangaistusuhkaisia rajoitteita, vaikka jokaisella pitäisi olla oikeus vapaasti määrätä omaisuudestaan.

Ei-normatiivisesti säännellyllä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöllä tarkoitetaan puolestaan erilaisten periaatteiden ja vakiintuneiden toimintatapojen sääntelemää arvopaperimarkkinaympäristöä. Ei-normatiivisesti säännellyssä ar-

vopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä markkinaosapuolten ratkaisuja arvioidaan hyvän arvopaperimarkkinatavan avulla. Myös uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa toimintaympäristösystemissä viitataan vakiintuneisiin toimintatapoihin, jotka muodostavat varallisuus oikeudellisen toimintaympäristön ytimen.

Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan niitä periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien markkinaosapuolten keskuudessa vallitsevan valistuneen ja puolueettoman mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyy yksityiskohtaisen normin puuttuessa ensisijaisesti markkinakäytännön mukaan yksittäisessä sopimussuhteessa ja oikeustoimessa. Velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatavaa ohjaa menettelytapoja ja ratkaisuja etenkin silloin, kun yksityiskohtaista tilanteeseen sopivaa konkreettista säännöstä ei ole käytettävissä. Esimerkiksi hyvän tavan vastaisuus ja sopimattomuus ovat joustavia ja avoimia käsitteitä. Tällainen sääntely mahdollistaa puuttumisen asiattomaan toimintaan sitä mukaa kun uusia menettelytapoja otetaan käyttöön. Yhteiskunnassa vallitsevien arvostusten muuttuminen voidaan tällöin myös huomioida soveltamiskäytännössä, ilman että perussääntelyä muutetaan.<sup>17</sup>

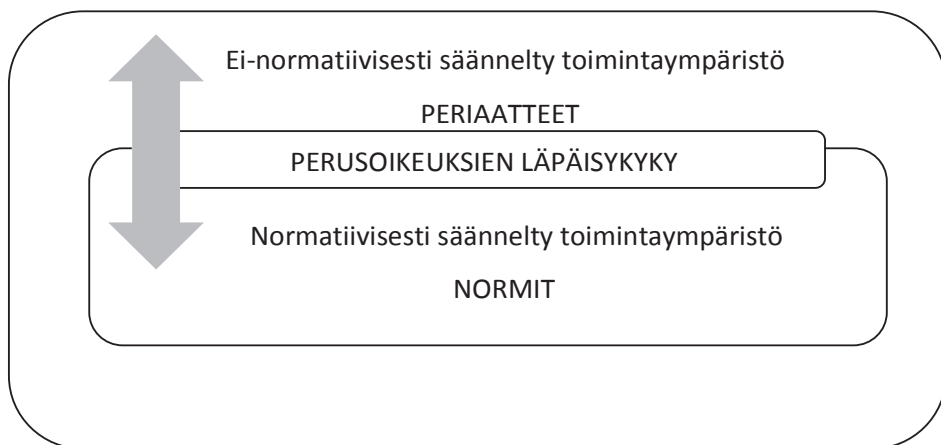
Edellä esitetyn perusteella arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö muodostuu:

- i. *normatiivisesti säännellystä toimintaympäristöstä*, joka läpäisee arvioitavana olevasta ilmiöstä riippuen enemmän tai vähemmän perusoikeusaineista. Normatiivisesti säännelty toimintaympäristö asettaa arvopaperimarkkinoiden toiminnalle myös objektiivisesti ja subjektiivisesti havaittavissa olevan ulkokehän.

<sup>17</sup> HE 32/2012 vp, s. 170–171. Hyvän arvopaperimarkkinatavan käsitettä ja sen määräytymisperusteita on vaikea kuvata selkeästi ja yksiselitteisesti, sillä Suomen arvopaperimarkkinoilla on toistaiseksi syntynyt ja kodifioitu vähän tapaoikeutta. Markkinakäytäntöjen osalta ks. tarkemmin esimerkiksi *Markkinakäytäntödirektiivi* 2004, jonka 1 kohdan mukaisesti markkinaosapuolten oikeudenmukainen ja tehokas toiminta on edellytys sille, että tavanomaista markkinatoimintaa ja markkinoiden luotettavuutta ei vaaranneta. Erityisesti markkinakäytännöt, jotka estävät tarjonnan ja kysynnän vuorovaikutusta rajoittamalla muiden markkinaosapuolten mahdollisuuksia reagoida arvopaperikauppoihin, voivat luoda suurempia riskejä markkinoiden luotettavuudelle. Toisaalta likviditeettiä parantavat markkinakäytännöt hyväksytään todennäköisemmin kuin sellaiset käytännöt, jotka vähentävät likviditeettiä. Markkinakäytännöt, jotka rikkovat markkinoiden väärinkäyttöä estämään suunniteltuja sääntöjä ja asetuksia tai menettelytapasääntöjä, eivät saa yhtä todennäköisesti hyväksyntää toimivaltaisilta viranomaisilta. Koska markkinakäytännöt muuttuvat nopeasti sijoittajien tarpeisiin vastaamiseksi, toimivaltaisten viranomaisten on seurattava tarkasti uusia ja syntyneissä olevia markkinakäytäntöjä.



- ii. *ei-normatiivisesti säännellystä toimintaympäristöstä*, joka sääntelee arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöä aukkotilanteissa. Ei-normatiivinen sääntely-ympäristö yhdistää arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöön moraaliset ja eettiset näkökohdat. Ei-normatiivisesti säännellyn toimintaympäristön rajat eivät ole selkeästi havaittavissa, vaan ne joustavat ja mukautuvat kulloiseenkin tulkintatilanteeseen sopivasti.



**Kuvio 14.** Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristökehät I.

Hahmotettaessa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön merkitystä ei ole perusteltua sivuuttaa *tosiasiallisen toimintaympäristön* merkitystä arvioinnissa. Tällä tarkoitetaan tarkasteluajankohtaan sidottua yleistä toimintatapaa arvopaperimarkkinoilla, joka sinällään täyttää myös normatiivisesti ja ei-normatiivisesti säännellyn toimintaympäristön kriteerit. Tosiasiallinen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö voi kuitenkin olla tarkasteluajankohdasta riippuen huomattavan erilainen, vaikka normatiivisesti ja ei-normatiivisesti säännellyssä toimintaympäristössä ei olisikaan tapahtunut muutoksia.

Tosiasialliselle toimintaympäristölle on annettava merkitystä arvioitaessa *jälkikäteen* jonkin toimenpiteen asianmukaisuutta. Arvioinnin kohteena oleva toimenpide, esimerkiksi epäilty sisäpiirinkauppa, *on asetettava tapahtuma-aikaan toimintaympäristönsä*, ja jälkikäteinen arviointi on tehtävä kyseisen toimintaympäristön *tapahtuma-aikaisten vaikuttimien* perusteella, vaikka arviointihetken normatiivisesti ja ei-normatiivisesti säännellyssä toimintaympäristössä ei olisikaan tapahtunut muutoksia tapahtumahetkeen verrattuna. Tosiasiallisen toimintaympäristön ja sen muutosten oikea hahmottaminen on välttämätöntä oi-

kean ja oikeudenmukaisen ratkaisun saavuttamiseksi kuvatulnaisessa tulkintatilanteessa. Vain tämä voi johtaa oikeiden ja oikeudenmukaisten ratkaisujen tekemiseen. Tilanne arvioidaan tällöin oikeudellisesti asian- ja ajanmukaisesti oikein.

Esimerkkinä toimintaympäristön muuttumisesta arvopaperimarkkinaoikeudessa voidaan käyttää vuosituhannen vaihteen niin sanottua ”IT-huuma”. Internetin käyttö alkoi yleistyä voimakkaasti vuosina 1995–1996 ja sen käyttöön sekä kaupallisiin mahdollisuuksiin liittyi huomattavia taloudellisia odotusarvoja kaikkien sidosryhmien toimesta. Toimialalla ei ollut vakiintuneita liiketoimintamalleja, ja toimialan yritysten arvostukset perustuivat lähes poikkeuksetta odotuksiin tulevaisuuden kasvusta. Vastaavasti esimerkiksi liikkeeseenlaskijan tuloksentekevyyllä, tasearvoilla tai arviointihetken liikevaihdolla ei ollut sijoittajille tai rahoittajille juurikaan merkitystä. *Sijoituspäätökset tehtiin pääasiassa tulevaisuuden kasvuodotusten varassa.* Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö poikkesi vuosituhannen vaihteessa merkittävästi nykyhetken toimintaympäristöstä, jossa sijoittajat ovat pääosin hylänneet kasvuyhtiöt tai ainakin sijoituspäätökset tehdään nykyisin pääasiallisesti vuosituhannen vaihteen sijoitusperusteista poikkeavilla tai vaihtoehtoisilla perusteilla. Toisaalta normatiivinen ja ei-normatiivinen toimintaympäristö ovat pysyneet pääasiallisesti samoina, vaikkakin sääntelyn määrä on lisääntynyt ja muodostunut osin yksityiskohtaisemmaksi. Tosiasiallinen toimintaympäristö on kuitenkin muuttunut selkeästi rationaalisemmaksi.<sup>18</sup>

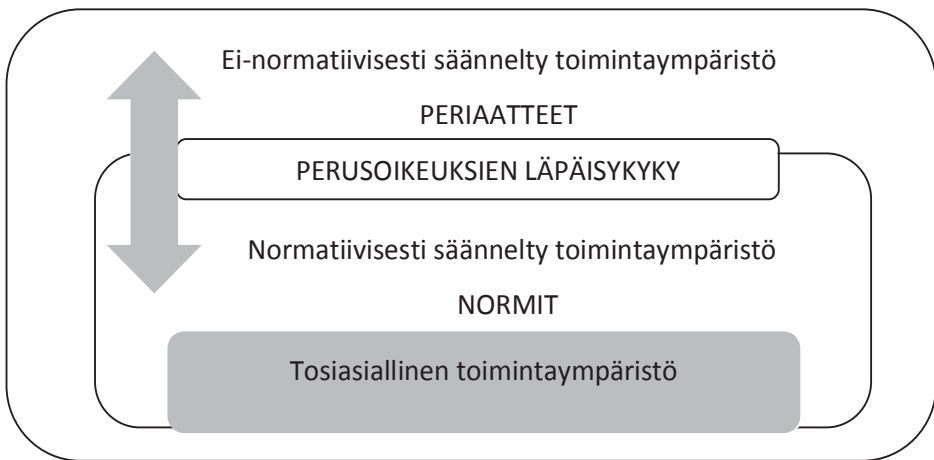
Tosiasiallinen toimintaympäristö ja kulloinkin vallinneet tosiasialliset olosuhteet on myös korkeimman oikeuden prejudikaattiratkaisun KKO 2013:53 mukaan otettava huomioon arvioitaessa arvopaperimarkkinarikoksen tunnusmerkistön täyttymistä. Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisun mukaan silloin, kun tunnusmerkistössä asetettu tiedon hintavaikutuksen olennaisuusedellytys on kytketty nimenomaisesti ”sanotun” arvopaperin arvoon, arvioinnissa on otettava huomioon *kysymyksessä olevaan arvopaperiin tai sen toimialaan ja niiden hinnannuodostukseen* liittyvät seikat ja mahdolliset erityispiirteet. Vaikka kysymys olisi niin sanotusta abstraktista vaarantamisrikoksesta, rikoksen tunnusmerkistön toteutumista arvioitaessa voidaan ottaa huomioon myös *kulloinkin vallitsevat tosiasialliset olosuhteet*, joilla voidaan arvioida olevan merkitystä tekoaikana arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan päätöksentekoon.<sup>19</sup>

Edellä lausutun johdosta on perusteltua täydentää arvopaperimarkkinaoikeudellista toimintaympäristön muodostumista:

<sup>18</sup> Tietynlainen toiminta tietyissä toimintaympäristössä voi kuitenkin myös muuttaa tiettyjä oikeudenalakohtaisia rajoja ja tulkintoja esimerkiksi sopimussidonnaisuuden syntymisestä. Ks. tarkemmin esimerkiksi KKO 2010:23 (kohta 12); *Karhu* 2011, s. 529.

<sup>19</sup> KKO 2013:53 (kohta 24).

- iii. *tosiasiallisella toimintaympäristöllä*, joka huomioi taloudelliset ja yhteiskunnalliset realiteetit osana arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Lähtökohtaisesti tosiasiallinen toimintaympäristö sijoittuu normatiivisesti säännellyn ja ei-normatiivisesti säännellyn toimintaympäristön ulkokehien sisäpuolelle. Jos tosiasiallinen toimintaympäristö ulottaa kuitenkin ilmiönsä tarkasteluajankohtana ensin mainittujen toimintaympäristöjen ulkopuolelle, ei ilmiötä tulisi automaattisesti katsoa moitittavaksi (tai rangaistavaksi), koska *ilmiötä tulisi tarkastella tapahtuma-aikaisessa kontekstissa asianmukaisesti*.



**Kuvio 15.** Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristökehät II.

## 2.2 KOKONAISJÄRJESTELY

Toimintaympäristö muodostaa taustan, johon kokonaisjärjestely hahmottaa oikeudellisen merkittävyyden tilan. Kokonaisjärjestely sitoo toisiinsa erilaisia ja myös toisistaan erillisiä tapahtumia sekä tilanteita. Kokonaisjärjestely muodostuu oikeudellisesti merkityksellisten tapahtumien ja tilanteiden summana. Ideana on tietyn oikeudellisen järjestelyn arvioiminen väljemmin määritellyssä tulkintakehikossa.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> Siltala 2012, s. 206.

*Karhun* mukaan kokonaisjärjestelyyn pohjautuvasta tarkastelutavasta muodostuu *pääsääntö*. Osapuoli, joka haluaa vedota tiettyyn seikkaan ja samalla välttää kokonaisjärjestelyn muodostavien muiden asiantilojen ottamisen huomioon arvioinnissa, on pystyttävä perustelevaan niiden jääminen oikeudellisen merkittävyyden ulkopuolelle.

Kokonaisjärjestelyn oikeudellisen jäsentämisen tyyppitilanteena voidaan nähdä perinteisen kaksiasiainosaisuuden sijaan *monikantatilanne*, jossa useiden osapuolien suhteista muodostuva kokonaisuus tulee keskeiseksi lähtökohdaksi. Tämän taustana on ajatus siitä, että joihinkin perinteisesti ulkopuolisiksi, kolmansiksi määriteltyihin tahoihin kohdistuvat vaikutukset ovat nykyaikaisessa taloudellisessa toiminnassa muodostuneet tavanomaisiksi. Vastuujattelun kannalta tämä tarkoittaa sitä, että perinteinen kolmannen ulkopuolisen käsite ei enää kuvaa vastuuasemia oikein, ja siksi eräitä läheisiä, mutta muodollisesti ulkopuolisia intressitahoja on varallisuusoikeudellista asemaa määritettäessä mahdollista arvioida samaan tapaan kuin varsinaisesti järjestelyyn osallistuneita osapuolia.<sup>21</sup> Laillisuusperiaatteen ja muun muassa ennakoitavuuden näkökulmasta uuteen varallisuusoikeudelliseen teoriaan liittyy kuitenkin kokonaisjärjestelyn osalta ilmeisiä haasteita.

#### *Arvopaperimarkkinaoikeudellisen kokonaisjärjestelyn jäsentäminen*

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvissa ilmiöissä, kuten sisäpiirintiedon syntymisessä, on usein kysymys mitä suurimmassa määrin *kokonaisjärjestelyistä*. Usein sisäpiirintiedon syntymistä koskeva arviointi vaikuttaa kuitenkin keskittyvän vain yhteen tapahtumaan (esimerkiksi arvopapereiden myyminen tai ostaminen tietynä ajankohtana) tai muutamiin keskeisiin tapahtumiin (esimerkiksi arvopaperikauppa ja sitä edeltänyt tiedottaminen), ja kokonaisuus jää arvioinnissa vähemmälle huomiolle. Tällöin arviointi perustuu pistemäiselle tulkinnalle, mikä saattaa johtaa tarpeettoman yksipuoliseen, tai ainakin erilaiseen, lopputulokseen verrattuna tulkintaan, jossa kokonaisuus huomioitaisiin asianmukaisesti. Esimerkiksi tieto kehittyy usein vähitellen sisäpiirintiedoksi kokonaisjärjestelyn asteittaisen kehityksen myötä.

Uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukainen kokonaisjärjestelyn idea on erityisesti sisäpiirinsääntelyn näkökulmasta ongelmallinen. Ongelma muodostuu siitä, että varallisuusoikeudellisen kokonaisjärjestelyn adoptioiminen arvopaperimarkkinaoikeudelliseen toimintaympäristöön saattaa laajentaa vastuuosallisten piiriä tarpeettoman laajaksi. Toisaalta laajentaminen vaikuttaa olevan juuri uuden varallisuusoikeudellisen teorian johtoajatuksena. Tämän mukaisesti esimerkiksi sisäpiirinhanke pitäisi nähdä laajempänä kokonaisuutena, joka muo-

<sup>21</sup> Pöyhönen 2003, s. 170–171.

dostuu välittömästi asianosaisten muodollisten oikeussuhteiden lisäksi välillisesti asiaan osallisten toiminnasta ja intresseistä. Tältä osin analogiaa on havaittavissa arvopaperimarkkinalain 11 luvun 5 §:n ja 6 §:n määritelmäsäännösten ratiassa. Lainkohdissa määritellään julkisessa ostotarjoustilanteessa nimenomaisesti *yksissä tuumin toimivat henkilöt* sekä *osakkeenomistajaan rinnastettavissa olevat henkilöt*.

Vastuuasemien laajentaminen kokonaisjärjestelyn edellyttämällä tavalla saattaa johtaa laillisuusperiaatteen ja erityisesti ennakoitavuuden näkökulmasta ongelmiin. Arvioitavaksi jää tällöin, miten perusoikeusmyönteisellä tulkinnalla taataan myös välillisessä asemassa olevien kokonaisjärjestelyyn osallisten maksimaalinen oikeusturva.

Kokonaisjärjestelyn idea soveltuu hyvin arvopaperimarkkinaoikeudellisista ilmiöistä julkisen ostotarjouksen arviointiin. Julkisessa ostotarjoustilanteessa on identifioitavissa useita kokonaisjärjestelyyn liittyviä osapuolia, joilla on välittömästi ja myös välillisesti asema kyseisessä arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tapahtumassa. Tällaisia osapuolia ovat ainakin julkisen ostotarjouksen tekijä, julkisen ostotarjouksen kohdeyhtiö, julkisen ostotarjouksen tekijän hallitus ja neuvottelijat, julkisen ostotarjouksen kohteen hallitus ja tosiasiallisesti tarjoutua käsittelevät henkilöt, julkisen ostotarjouksen kohteen osakkeenomistajat (mahdollisesti enemmistöosakkeenomistajat ja vähemmistöosakkeenomistajat) sekä julkisen ostotarjouksen tekijän osakkeenomistajat. Kaikilla näillä osapuolilla on oma asemansa kokonaisjärjestelyssä (ja sen eri vaiheissa), joka on oikeudellisesti määritelty arvopaperimarkkinalain 11 luvussa julkiseksi ostotarjoukseksi.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen kriminalisointi sisältää sääntelyn kohteelle asetetun nimenomaisen toimintaympäristössä noudatettavaksi tarkoitetun käyttäytymissäännön. Normilla kielletään käyttämästä sisäpiirintietoa taloudellisessa hyötymistarkoituksessa. Tällä normilla rajoitetaan markkinaosapuolen toimintavapautta toimintaympäristössään markkinoiden luottamusta koskevan oikeushyvän intressissä. Normin voidaan tulkita koskevan viime kädessä myös *varallisuuden suojaamista*. Tällöin normilla suojataan arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä arvopaperikaupan ei-sisäpiiriläisen varallisuutta oikeustoimilta, jotka perustuisivat oikeudettomaan sisäpiirintietoon ja siis sisäpiiriläisen näkökulmasta oikeudettomaan tiedolliseen etulyöntiasemaan. Tällöin sisäpiirintiedon väärinkäytön kriminalisoiva normi pyrkii osaltaan vahvistamaan taloudellisen vaihdannan edellyttämää luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Ks. myös *Tapani* 2004, s. 82–83. *Vento* on katsonut esimerkiksi velallisen rikossäännöksen suojaavan ennen kaikkea talouden tervettä toimintaa sekä kansantaloutta. Ks. *Vento* 1994, s. 142.

Varallisuudensuojan keskeinen tarkoitus on suojata yksilöiden taloudellista toimintavapautta. Lisäksi varallisuudensuoja toimii yksilöiden taloudellisen turvallisuuden takaajana, koska se suojaa yksilöiden luottamusta erilaisten varallisuusoikeudellisten oikeussuhteiden ja oikeutettujen taloudellisten odotusten pysyvyyteen. Yksilön käytössä tulee olla riittävän tehokkaat oikeussuojakeinot, joilla varallisuusetuja voidaan puolustaa sekä yksityisten että julkisten tahojen oikeudettomia hyökkäyksiä vastaan. Näin ollen varallisuudensuoja on nähtävissä sekä perusoikeutena että keskeisenä edellytyksenä muiden perusoikeuksien ja viime kädessä demokratian toteutumiseksi.<sup>23</sup> Jos uuden varallisuusoikeuden teorian mukaista kokonaisjärjestelyä arvioidaan varallisuudensuojan näkökulmasta, on havaittavissa, että perusoikeusjärjestelmän suojatessa varallisuutta se suojaa samalla luottamusta markkinoiden toimivuuteen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä.

Edellä lausutun perusteella kokonaisjärjestelyä voidaan arvioida arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä selitettäessä ainakin seuraavasti:

- i. Uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukaisen kokonaisjärjestelyn idea soveltuu hyvin arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden selittämiseen. Esimerkiksi julkisen ostopaperimarkkinoiden osalta kysymys on selkeästi kokonaisjärjestelytilanteesta, jossa on useita välittömiä ja välillisiä osapuolia, joilla kaikilla on, tai voi olla, oikeudellinen vastuu- ja oikeusasema järjestelyssä. Kokonaisjärjestely jäsentää nämä eri osapuolet toimimaan samassa yhteydessä yhteisen päämäärän hyväksi. Kokonaisjärjestely perustuu arvopaperimarkkinoilla tapahtuvan ilmiön objektiiviseen arviointiin.
- ii. Rikosoikeudellisen sääntelyn kannalta kokonaisjärjestelyn idea on haastavampi. Laillisuusperiaate ohjaa esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksissa tulkintaa suuntaan, jossa tiedon haltija joko on tai ei ole sisäpiiriläinen. Sisäpiiriläisyyden laajentaminen sinänsä hyväksyttävän kokonaisjärjestelyn idean perusteella johtaisi laajentuvaan objektiiviseen rikosoikeudelliseen vastuuseen, jolloin subjektiivisen syyllisyyden arvioiminen jäisi merkityksettömäksi. Kyseinen tulkinta on herättänyt vastustusta Suomessa. Tällöin *Karhun* esittämä ajatus järjestelyyn nähden ulkopuolisten tahojen samaistamisesta järjestelyyn nähden tosiasiallisesti osallisiin tahoihin ei ole arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä perusteltua ainakaan väärinkäytösäntelyn osalta. Tässä esitetty näkemys perustuu pääasiassa rikosoikeudellisille argumenteille, kun taas kokonaisjärjestelyn idea kumpuaa uudesta varallisuusoikeudellisesta teoriasta, joka on – edellä esitetyin tavoin – hyvin sovellettavissa arvopaperimarkkinaoikeudellisessa vaihdantatilanteessa.

<sup>23</sup> *Länsineva* 2002, s. 155–159, 198; *Tapani* 2004, s. 84.

## 2.3 INTRESSITAHO

Edellä esitetyllä tavalla toimintaympäristö toimii tarkastelun kohteena olevien ilmiöiden ”taustakankaana”. Kokonaisjärjestelyn avulla tuolle taustakankaalle hahmotetaan oikeudellinen konstellatio, jossa on mukana välittömästi ja välillisesti osallisia tahoja (kukin omassa roolissaan). Näitä tahoja *Karhu* kutsuu intressitahoiksi. Kokonaisjärjestelyssä on mukana yksi tai monta intressitahoa. Intressitaho on aineellisiin edellytyksiin perustuva asia erotukseksi muodollisten tunnusmerkkien perusteella määräytyneestä oikeussubjektin käsitteestä. Sisällöllisiin tunnusmerkkeihin perustuvassa tarkastelussa on tavoitteena arvioida yhtenäisesti oikeudellisen vastuun kannalta samaan intressitahoon kuuluvia toimijoita.<sup>24</sup>

### *Arvopaperimarkkinaoikeudellisen intressitahon jäsentäminen*

Markkinaosapuolet toimivat markkinoilla omissa intresseissään. Taloustieteellisen markkinatohokkuuteen perustuvan tulkinnan mukaan markkinaosapuolet tähtäävät joka hetki suurimman mahdollisen hyödyn tavoitteluun kulloinkin tehtävien valintojen ja ratkaisujen avulla. Tässä tutkimuksessa esitetyllä tavalla arvopaperimarkkinoiden normaalitoimija on arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja on arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön keskeinen intressitaho. Liikkeeseenlaskijat pyrkivät puolestaan omissa intresseissään saamaan markkinoilta lisäpääomia mahdollisimman kustannustehokkaasti. Myös liikkeeseenlaskijat ovat arvopaperimarkkinoiden intressitahoja. Tällöin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön keskeisimmät intressitahot muodostuvat jälkimarkkinoilla toimivista arvopaperimarkkinaoikeudellisista *järkevästä ja huolellisista sijoittajista* sekä ensimarkkinoilla toimivista ja jälkimarkkinoiden kaupankäynnin kohteena olevista *liikkeeseenlaskijoista*.

Intressitahojen vastuuasemien yhtymiseen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä tulee suhtautua osin varauksella. Vaikka arvopaperimarkkinaoikeudellisen kokonaisjärjestelyn intressitahojen varallisuusoikeudelliset intressit, tavoitteet ja riskitkin saattavat joissain tapauksissa yhtyä, ei samaa johtopäätöstä voida tehdä sisäpiirintiedon syntymisen, hallussapidon ja käyttämisen osalta. Esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syöllistyvä markkinaosapuoli tekee teon omassa taloudellisessa hyötymisintressissään, eikä tästä seuraavaa rikosoikeudellista tai muutakaan vastuuta voida ulottaa laajempaan intressitahopiiriin. Päinvastainen tulkinta laajentaisi sisäpiiriläisten vastuuasemaa tarpeettomasti. Laajentaminen olisi ongelmallista myös laillisuusperiaatteen näkökulmasta. Jos

<sup>24</sup> Pöyhönen 2003, s. 173.

sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva teko on tehty oikeushenkilön puolesta, on intressiyhteys kuitenkin ilmeinen, jolloin systematiikka johtaa oikeushenkilön rangaistusvastuuseen sekä rikoshyödyn menettämiseen varsinaisen tekijän saadessa rikosoikeudellisen rangaistuksen.

Ongelmallista intressitahoajattelua on nähtävissä syyttämättä jääneessä *Kone – Partekin* tapauksessa. Tässä tapauksessa *Security Tradingin* puolesta toiminut hallituksen sihteeri oli antanut *Partekin* osakkeiden osto- ja myyntimääräykset. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikosepäilyn kohteena oli myös yhtiön hallituksen puheenjohtaja, joka ei ollut tietoinen kyseisten osakauppojen toteuttamisesta eikä ollut osallistunut niiden toteuttamiseen millään tavalla.

Uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukainen intressitaho on jäsennettävissä arvopaperimarkkinaoikeudellisen kokonaisjärjestelyn osana seuraavasti:

- i. Arvopaperimarkkinaoikeudellisissa kokonaisjärjestelyissä on selvästi identifioivissa olevia intressitahoja. Näiden aseman arviointi uuden varallisuus oikeudellisen teorian intressitahoajattelun mukaisesti on luontevaa.
- ii. Sisäpiiriläisten intressitaho- tai intressiyhteysajatuksen on suhtauduttava varoen ja siten, ettei rikosoikeudellinen tai muu vastuupiiri laajene perusteetta ennakoimattomaksi.

## 2.4 RISKIPOSITIO

Kokonaisjärjestelyn sisältönä ovat eri intressitahojen riskipositiot, joiden perusteella oikeussuhteiden sisältöä voidaan hahmottaa oikeudellisesti tarkemmin. Oikeusasema muodostuu tällöin tilanteessa, jossa osapuoli tulee mukaan toimintaan ja ryhtyy toimimaan tietyssä asemassa. Asema on positio, joka perustuu ryhtymisvaiheessa epätäydelliseksi jääviin sidonnaisuuksiin. Tällöin riskipositio sisältää sekä onnistumisen että epäonnistumisen mahdollisuuden.<sup>25</sup>

Uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaan kysymys on eräällä tavalla ”peliin osallistumisesta”. Niin kauan kun pysytään pelikentän (toimintaympäristön) ulkopuolella eikä osallistuta peliin (kokonaisjärjestely), ei myöskään muodostu pelistrategioita (intressiyhteyksiä) eikä mahdollisuutta osallistua

<sup>25</sup> Pöyhönen 2003, s. 177. *Siltalan* mukaan riskipositio on *Karhun* vastine analyttisen oikeustieteen hyödyntämälle oikeusaseman käsitteelle. Oikeusasema viittaa analyttisessä oikeustieteessä oikeussubjektin oikeudellisten oikeuksien ja velvollisuuksien kokonaisuuteen. Ks. *Siltala* 2012, s. 206.



voittoon tai tappioon (riskipositio). Esimerkki on karkea yleistys, mutta se antaa viitteitä siitä, minkälaisia kokonaisvaltaisia seurauksia ja asemia sekä riskejä ja mahdollisuuksia aktiivisella toiminnalla voi olla. Riski ei ole pelkäämistään mahdollisuus menettää, jonka vaihtoehtona olisi nollatullos. Riskipositiossa asetutaan lähtötilanteessa ruutuun nolla (0), ja menestymisestä riippuen voidaan voittaa (+) tai kärsiä tappiota (-). Riskipositio on mukaantulemisvaiheessa neutraali. Vasta mukaantulemista seuraavat omat ja muiden (pelissä mukana olevien) toimenpiteet ohjaavat riskiä voiton tai tappion suuntaan. Lopputulos voi olla sama kuin alkuasetelma (0), mutta riskitöntä osallistuminen ei ole.<sup>26</sup>

### *Arvopaperimarkkinaoikeudellisen riskiposition jäsentäminen*

Arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristölle on luonteenomaista taloudellisen hyödyn tavoittelu. Sijoittajat pyrkivät lähtökohtaisesti kaikessa toiminnassaan maksimoimaan omaa taloudellista hyötyään. Eri asia on se, minkälaisilla keinoilla tuota taloudellista hyötyä tavoitellaan. Kaikki sijoittajat eivät tee ratkaisujaan puhtaasti rationaalisin perustein vaan myös muilla perusteilla, kuten tässä tutkimuksessa on aikaisemmin esitetty. Tutkimuksessa ei ole hyväksytty taloustieteen järkevän sijoittajan mallia arvopaperimarkkinoiden standarditoimijaksi. Arvopaperimarkkinoiden standarditoimijaksi on osoitettu arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja.

Kun lähtökohdaksi hyväksytään taloudellisen edun tavoittelemisen, hyväksytään samalla lähtökohdaksi voiton saavuttaminen tai tappion kärsiminen. Tämä tarkoittaa markkinaosapuolten asettumista riskipositioon. Riskipositio syntyy arvopaperimarkkinoilla lähtötilanteessa tiettyyn arvopaperiin sijoittamalla. Tällöin sijoittaja ottaa riskin sijoituksensa arvonalenemisesta tai sen menettämisestä kokonaan, ja toisaalta sijoittajalla on riski siitä, että sijoituksen arvo kasvaa. Nämä riskien taustaratkaisut (”sijoitan”/”en sijoita”) ovat markkinaosapuolten itsensä hallittavissa.

Riskipositioon asettuminen ei rajoitu vain arvopaperikauppaan. Riskipositio on nähtävä laajempänä oikeusasemana, jota määrittävät myös toimintaympäristölliset riskit. Tällaisia ovat muun muassa yleiseen taloudelliseen tilanteeseen ja

<sup>26</sup> Ks. myös *Ylhäinen* 2004, s. 115–116. *Ylhäinen* on *Bourdieu*n oikeussosiologiseen tutkimukseen viitaten kuvannut oikeutta *oikeuden kenttänä*, joka muodostuu eri toimijoiden välisistä valtasuhteista. Oikeus muodostuu historiallisessa tilanteessa kentällä käytävän valtakamppailun tuloksena. Oikeuden kenttä on asiantuntijoiden kenttä. Osanottajilla on hallussaan kentän positioiden hallussapidon mahdollistamaa symbolista pääomaa. Tämän pääoman ansiosta asiantuntijat voivat osallistua oikeudesta kentällä käytävään keskusteluun. Oikeuden kentässä ei ole kysymys siitä, mitä oikeus on, vaan ennemminkin siitä, että oikeus ymmärretään oikeuden kenttään osallistumaan oikeutettujen toimijoiden hallitsemien positioiden ja heidän välisen valtakamppailun jatkuvasti muuttuvana tuotteena. Oikeuden kentän toimijat pyrkivät säilyttämään oikeuden kentän mahdollisimman autonomisena. Oikeuden kentän palkinto, oikea tulkinta, on mahdollista tehdä *vain noudattamalla oikeuden kentän sisäisiä sääntöjä*.

vaihdantaan liittyvät globaalit ilmiöt sekä muiden markkinaosapuolten normatiivisten tai eettisten velvoitteiden vastainen toiminta. Nämä riskit eivät ole markkinaosapuolen itsensä hallittavissa.

- i. Arvopaperimarkkinoilla riskipositioon asettuminen kuuluu luonteensa puolesta arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöön. Toiminnan kytkeytyminen taloudelliseen vaihdantaan tekee taloudellisen riskin olemassaolosta ilmiselvää. Varallisuusoikeudellinen riskipositio on sovellettavissa myös arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä.
- ii. Riskipositiota voidaan määrittää myös sisäpiirintiedon väärinkäytön tilanteissa. Esimerkiksi sisäpiirinhankkeesta tietoinen henkilö, joka käy hankkeen kohteena olevalla arvopaperilla kauppaa, kantaa riskin siitä, että tuo toiminta voidaan katsoa myöhemmin moitittavaksi. Riskipositiossa tappion mahdollisuus kasvaa ja vastaavasti voiton mahdollisuus pienenee sitä enemmän, mitä lähemmäksi tieto hankkeesta lähestyy sisäpiirintiedon täyttymisen rajaa. Riskisyyttä lisää se, ettei sisäpiirintiedon määritelmän edellytysten täyttymisestä vallitse yksimielisyyttä. Sisäpiirintiedon väärinkäyttötilannetta arvioitaessa tulisi merkitystä antaa sille, onko kysymys ollut tietoisesta riskin ottamisesta vai tiedostamattomasta riskipositioon asettumisesta. Vain ensin mainittu voi muodostua moitittavaksi.



---

### 3 Uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisten oikeusperiaatteiden jäsentäminen sijoittajan näkökulmasta

Uuden varallisuus oikeudellisen teorian keskeiset oikeusperiaatteet ovat varautumis-, avoimuus- ja luottamuksensuojaperiaatteet.<sup>27</sup>

*Varautumisperiaate* edellyttää jokaisen tiettyyn toimintaan osallistuvan pitävän huolta toimintansa muille aiheuttamista riskeistä. Sisäpiirinsääntely on yksi varautumisperiaatteen sovellutuksista. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö johtaa vastuun konkretisoitumiseen, koska muiden markkinaosapuolten luottamus arvopaperimarkkinoiden toimintaan on kärsinyt. Toisaalta taloustieteellisen järkevän sijoittajan teoriassa korostuu nimenomaisesti tämän pyrkimys maksimoida oma taloudellinen hyötynsä markkinoilla. Hyödyn maksimoimisessa eivät muiden markkinaosapuolten oikeudet ole taloustieteellisen järkevän sijoittajan huomion keskiössä eikä varautumisperiaate tältä osin välttämättä tule noudatetuksi. Vapaassa markkinaympäristössä sisäpiirintiedon väärinkäytön riskin on katsottu kuuluvan järjestelmään ja olevan yleisesti tiedossa, jolloin muut markkinaosapuolet voivat varautua riskiin vaikuttamalla yleiseen hintatasoon.<sup>28</sup>

*Avoimuusperiaate* edellyttää kunkin huolehtivan siitä, että muilla markkinaosapuolilla on asianmukainen mahdollisuus saada selkoa toiminnan rakenteista ja noudatetuista toimintatavoista. *Avoimuusperiaate on yksi arvopaperimarkkinain kantavista periaatteista*. Esimerkiksi arvopaperimarkkinain 1 luvun 4 §:ssä on säädetty liikkeeseenlaskijan velvollisuudesta pitää sijoittajien saatavilla *tasapuolisesti riittävät tiedot* seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Arvopaperimarkkinain 4 luvun 6 §:n mukaan esitteessä on annettava sijoittajille *riittävät tiedot* perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista, niiden liikkeeseenlaskijasta ja mahdollisesta takaajasta. Arvopaperimarkkinain 6 luvussa on säädetty *jatkuva tiedonantovelvollisuudesta* ja 7 luvussa *säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta*. Avoimuusperiaate liittyy erityisesti markkinamekanismien toimivuuteen. Avoimuusperiaateella pyritään siihen, että kaikilla markkinatoimijoilla on mahdollisimman tasapuoliset ja samat tiedot käytettävissään. Taloustieteellisen järkevän sijoittajan malli perustuu kuitenkin siihen, että sijoittaja pyrkii saamaan käyttöönsä muihin sijoittajiin

---

<sup>27</sup> Pöyhönen 2003, s. 109–127; ks. myös esimerkiksi Mononen 2013, s. 216.

<sup>28</sup> Ks. myös Kurenmaa 2003, s. 28.

nähdessä enemmän ja parempaa tietoa sijoituksen kohteena olevasta arvopaperista. Sijoittaja hankkii tätä tietoa kohtuullisilla kustannuksilla markkinoilta ja käyttää hankkimiaan ja yhdistelemiään tietoja hyväkseen analysoimalla niitä saavuttaakseen maksimaalisen hyödyn. Taloustieteellinen järkevä sijoittaja ei jaa analysoimaansa ja hallussaan olevaa parempaa tietoa muiden sijoittajien kanssa.

*Luottamuksensuoja* antaa suojaa sellaisille järjestelyille, jotka on tehty muiden tahojen toimintaperiaatteisiin kohdistuvien perusteltujen odotusten varassa. Päinvastoin tulkittaessa luottamuksensuojaa eivät nauti järjestelyt, jotka on tehty näiden perusteltujen odotusten ulkopuolella. Arvopaperimarkkinain 1 luvun 2 §:n mukaisesti arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Hyvä arvopaperimarkkinatapa, jota markkinaosapuolet edellyttävät ja odottavat noudatettavaksi, nauttii siksi luottamuksensuojaa. Markkinoilla voidaan perustellusti odottaa, että markkinaosapuolet toimivat hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Markkinaosapuolten tulee tunnistaa myös taloustieteellisen järkevän sijoittajan mallille rakentuvat markkinat. Tällöin markkinaosapuolet voivat varautua siihen, että sijoittajat pyrkivät maksimoimaan ja edistämään markkinoilla ainoastaan omia etujaan. Arvopaperimarkkinoiden keskeinen suojeluobjekti on kuitenkin juuri luottamus markkinoiden toimintaan. Paradoksaalisesti tuon luottamuksen tulisi siis syntyä ja olla olemassa taloustieteen teorian mukaisten omaa hyötyään maksimoivien sijoittajien toimintaympäristössä, jossa kaikki sijoitustoiminta tähtää vain oman edun tavoitteluun. Tällöin markkinoiden luottamuksen suojaamisella suojataan itse asiassa sijoittajien pyrkimystä taloudellisen hyödyn maksimoimiseen ja täten optimitheokkaiden markkinoiden syntymiseen. Havainto on omiaan korostamaan yksilöllisten perusoikeuksien ja oikeudenmukaisuuden merkitystä arvopaperimarkkinoilla.

---

## 4 Uuden varallisuusosoikeudellisen teorian systematisointia arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä

On ilmeistä, että uusi varallisuusosoikeudellinen teoria on sovellettavissa tietyiltä osin arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä selitettäessä. Tämä on luontevaa, koska arvopapereiden vaihdannassa on kysymys irtaimen kaupasta, vaikka markkinamekanismi poikkeakin perinteisemmän irtaimen kaupan mekanismeista. Tältä osin on huomiota kiinnitettävä myös arvopaperikaupan kasvottomuuteen. Tyyppitilanteessa arvopaperin myyjä ei tule tietämään, kuka hänen arvopaperinsa ostaa. Tällä voi olla vaikutusta arvioitaessa arvopaperimarkkinoiden ja myös sisäpiirinsäätelyn tehokkuutta sekä läpimenoaikutusta arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä. Vastaavalla tavalla arvopaperimarkkinoiden abstrakti suojelukohde, markkinoiden luottamus, saattaa vahvistaa mielikuvaa arvopaperimarkkinoiden kasvottomuudesta, koska suojelukohteella ei ole nimenomaista omistajaa. Arvopaperimarkkinarikosasiassa ei ole asianomistajaa. Siksi yleisempien periaatteiden tasolla operoimisen merkitys korostuu arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön ilmiöitä selitettäessä.

Uuden varallisuusosoikeudellisen teorian soveltaminen ei tuo muutosta edellä kuvailtuun arvopaperimarkkinoiden toiminnan kasvottomuuteen ja tietynlaiseen persoonattomuuteen. Sen sijaan uusi varallisuusosoikeudellinen teoria on kytkettävissä markkinaosapuolten oikeusasemiin ja niiden uudelleen, laajempaan arviointiin. Uuden varallisuusosoikeudellisen teorian mukainen nelikenttä yhdistää hajanaiset markkinaosapuolet sekä heidän intressinsä ja riskinsä abstraktissa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä ja muodostaa samalla arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöstä koherentimman kuvan.

Sisäpiirinsäätelyn osalta uuden varallisuusosoikeudellisen teorian sovellettavuudessa on merkittäviä ongelmia, jotka johtuvat pääasiallisesti rikosoikeudellisen normiston tulkinnan tiukkarajaisuudesta. Vain laissa nimenomaisesti säädetyn normin rikkomisesta voi seurata rangaistus. Laillisuusperiaatteen mukaan rikoslakinormien on oltava tarkkarajaisia ja täsmällisiä. Syyllisyys edellyttää tahallisuutta (tai törkeää huolimattomuutta), eikä ankaraa rikosoikeudellista objektiivista vastuuta ole Suomessa yleisesti hyväksytty. Rikos edellyttää tekijältään syyllisyyttä ja teon oikeudenvastaisuutta. Näiden normien ja periaatteiden liudentaminen uuden varallisuusosoikeudellisen teorian mukaisella tulkinnalla int-

ressitahojen yhtenevistä riskipositioista, tai millä tahansa muulla instrumentilla, olisi kyseenalaista.

Jakson aluksi esitettiin kysymyksiä arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden jäsentämiseksi uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukaisessa nelikentässä. Edellä esitetyn perusteella voidaan kysymyksiin vastata seuraavasti:

- i. *Voidaanko sisäpiirinsäätelyn määritelmäkeskeisyydestä tai ainakin sen keskeisestä ohjausvaikutuksesta osin luopua, jos sisäpiirintiedon syntymistä arvioidaan uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukaisessa nelikentässä?*

Sisäpiirinsäätelyn keskeinen määritelmällisyys liittyy sisäpiirintiedon määritelmään, joka muodostuu keskeisesti tässä tutkimuksessa arvioiduista täsmällisyys- ja olennaisuusedellytyksistä. Näistä kumpikin edellytys voidaan jäsentää uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukaiseen nelikenttään, ja esimerkiksi täsmällisyusedellytyksen osalta tiedon tarkkuutta voidaan arvioida selvittämällä kyseessä olevan järjestelyn kokonaistilannetta sekä eri intressitahojen sitoutuneisuutta kokonaisjärjestelyyn sekä tämän perusteella järjestelyyn osallisten riskipositioita eri vaiheissa. *Olennaisuusedellytyksen* osalta voidaan arvioida esimerkiksi tiedon vaikutusta järjestelyn kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopaperiin selvittämällä järjestelyyn osallisten intressitahojen riskipositioita järjestelyn toteutumistodennäköisyyteen liittyen. Sisäpiirintiedon syntymistä koskevan ilmiön arvioiminen laajemmassa, uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukaisessa kontekstissa mahdollistaa määritelmien tarkkarajaisuudesta vapautumisen ja esimerkiksi sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten arvioimisen laajemman kokonaisuuden ja kokonaisjärjestelyn osana.

- ii. *Voidaanko arvopaperimarkkinoiden luottamuksen suojaamiseen tähtäävä sääntelyjärjestelmä korvata osin tai kokonaan perusoikeusjärjestelmällä ja voidaanko perusoikeusmyönteinen tulkintatapa ottaa keskeiseksi työväliseksi sisäpiirinsäätelyä arvioitaessa ja tulkittaessa?*

Markkinoiden luottamus on keskeinen arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn sekä sisäpiirinsäätelyn suojeluobjekti. Kun uusi varallisuusoikeudellinen teoria on sovellettavissa arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden arvioinnissa, sulautuu teorian sisältämä perusoikeusmyönteisyys automaattisesti arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden tulkintaan. Kun kokonaistilanne arvioidaan oikein, huomioidaan myös markkinaosapuolten yksilölliset perusoikeustarpeet, jotka kuuluvat markkinaosapuolille myös horisontaalisesti. Perusoikeudet eivät kuitenkaan ainakaan toistaiseksi ole olleet merkittävässä asemassa arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa. Siltä osin kuin perusoikeuskeskustelua on käyty, se on liittynyt pääasiassa oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin oikeusturvaperiaatteen toteutumiseen oikeudenkäynnin keston tai

oikeudenkäyntikulujen kohtuullisen korvattavuuden osalta. Perusoikeudet on kuitenkin nähtävä aktiivisina arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristöä jatkuvasti ja myös ennakolta ohjaavina ohjenuorina, joita voidaan soveltaa myös konkreettisissa soveltamistilanteissa. Tällöin voidaan painottaa esimerkiksi markkinaosapuolten yhdenvertaisuutta ja tasapuolista kohtelua.

Markkinoiden luottamuksen suojaamista ja perusoikeusjärjestelmän systemaattista käyttöönottamista arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön ilmiöitä arvioitaessa ei tarvitse nähdä toistensa vaihtoehtoina. Perustellumpaa on katsoa, että perusoikeusmyönteinen tulkintatapa otetaan keskeiseksi työvälineeksi arvioitaessa arvopaperimarkkinoiden avoimia ja tulkinnanvaraisia normeja siten, että tulkintaratkaisuisissa pyritään johdonmukaisesti sekä markkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen että markkinaosapuolten oikeudenmukaisen kohtelun maksimoimiseen.

*iii. Voidaanko ostajan ja myyjän välinen arvopaperikauppa nähdä laajemman tapahtumaketjun osana, jossa myös markkinaosapuolten yksilölliset oikeudet ja velvollisuudet korostuvat kasvottomuudesta huolimatta laajemmin?*

Uudella varallisuus oikeudellisella teorialla ei voida kajoa arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön markkinamekanismin perusteisiin, joihin pörssikaupassa kuuluu muun muassa myyjän ja ostajan tietämättömyys toisistaan. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, ettei markkinaosapuolilla olisi, ja voisi olla, yksilöllisiä oikeuksia arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä, vaikka esimerkiksi sijoittajilla ei ole arvopaperimarkkinarikosasiassa asianomistajan asemaa. Eräs yksilöllisten oikeuksien olemassaolon ilmentymä arvopaperimarkkinoilla on arvopaperimarkkinalain 16 luvun 1 §:n vahingonkorvausnormi, jonka soveltaminen on kuitenkin toistaiseksi ollut vähäistä. Arvopaperimarkkinoiden kasvottomuus ja tietty vastapuolettomuus korostavat markkinaosapuolten yksilöllisten oikeuksien ja velvollisuuksien huomioimista kokonaisjärjestelyissä.

*iv. Voidaanko myös arvopaperikauppaa hahmottaa positioiden kautta osin uudella tavalla ja jäsentää sitä varallisuus oikeutta vastaavalla tavalla nelikentässä?*

Edellä kohtiin (i)–(iii) annettujen vastausten perusteella arvopaperikauppaa on luontevaa arvioida ja jäsentää positioiden kautta uuden varallisuus oikeudellisen teorian mukaisessa nelikentässä.

*v. Otetaanko sisäpiirintiedon syntymistä arvioitaessa riittävässä määrin huomioon tilanne kokonaisuutena ja, markkinoiden luotettavuuden vaatimusta unohtamatta, huomioidaanko samalla markkinaosapuolten tosiasiallinen toiminta tilanneherkässä yhteydessään?*



Arvioitaessa sisäpiirintiedon syntymistä arvioinnin kohteena oleva tilanne on nimenomaisesti hahmotettava kokonaisuutena. Kun tilanne hahmotetaan asianmukaisesti kokonaisuutena, otetaan huomioon samalla arviointitilanteeseen liittyvien kaikkien markkinaosapuolten tosiasiallinen toiminta suhteessa toisiinsa ja myös suhteessa markkinoihin. Tämä palauttaa arvioinnin siihen keskeiseen vastuuperusteeseen, jonka mukaisesti markkinoilla toimenpiteitä tekevän markkinaosapuolen on kannettava vastuunsa toimenpiteiden asianmukaisuudesta. Tämä johtaa oikeudenmukaisesti ja oikein toimiviin arvopaperimarkkinoihin.

Tilanteen kokonaishahmottaminen presumptiivisen kontekstualismin mukaisesti ei loukkaa markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta, vaan päinvastoin, kokonaistilanteen arvioiminen oikein, ja ennen kaikkea oikeudellisesti oikein, turvaa markkinaosapuolten luottamusta. Markkinoiden luottamuksen turvaaminen varmistaa markkinoiden toimivuuden.

Uusi varallisuusoikeudellinen teoria on sovellettavissa myös arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä. Tämä on luontevaa, koska uudessa varallisuusoikeudellisessa teoriassa ja sen mukaisessa nelikentässä on kysymys tietyllä tavalla apuvälineistä, jotka yhdistettynä periaatteisiin, arvoihin ja perusoikeusjärjestelmään mahdollistavat varallisuusoikeuden syvimpien rakenteiden, jotka koskevat lopulta kaikenlaista vaihdantaa, ymmärtämisen. Kun sisäpiiriläisyys ja sisäpiirintiedon syntyminen ymmärretään varallisuusoikeudellisessa kontekstissa, soveltuu uusi varallisuusoikeudellinen teoria näidenkin ilmiöiden arvioimiseen. Kokonaistilanne on hahmotettava oikein ja vasta tämän jälkeen ongelmatilanne on ratkaistavissa. Vain näin voidaan edetä oikeudenmukaiseen ja mahdollisimman oikeaan lopputulokseen.

Uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukaiset oikeusperiaatteet ovat sovitettavissa myös arvopaperimarkkinaoikeudelliseen toimintaympäristöön. Periaatteiden peilaaminen taloustieteellisen järkevän sijoittajan malliin johtaa kuitenkin osin periaatteiden murtumiseen. Tämä osoittaa osaltaan perinteisen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön perusoikeusköyhyyttä, koska päähuomio tulkintatilanteissa on kiinnitetty pitkälti taloustieteellisen järkevän sijoittajan yksipuolisten intressien korostamiseen ja samalla markkinaluottamuksen yksipuoliseen suojaamiseen. Samalla arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden arvioiminen kokonaisuutena oikein ja oikeudenmukaisesti on jäänyt vähemmälle huomiolle. Tässä tutkimuksessa avatut näkökulmat mahdollistavat arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden arvioimisen laajempialaisesti kokonaisuutena.

## IX

# TUTKIMUKSEN JOHTOPÄÄTÖKSET

”Haluatteko ehkäistä rikoksia?

Antakaa siinä tapauksessa valistuksen seurata vapautta.

Tiedon epäsuotuisat vaikutukset vähenevät ja sen edut lisääntyvät  
tiedon levitessä.”

*Beccaria* [1764], s. 116–117



---

## Sisäpiirintiedon syntyminen

Tutkimuksen kannalta oli keskeistä arvioida, milloin tieto muodostuu sisäpiirintiedoksi. Tiedon muodostuminen sisäpiirintiedoksi eli sisäpiirintiedon syntyminen on kytketty arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan arviointiin tiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymisestä. Suomessa sisäpiirintiedon syntyminen on jaettu kaksiosaisen täyttymismallin perusteella siten, että ensivaiheessa syntyy tiedon ilmaisu- ja käyttökielto ja seuraavassa, myöhemmässä vaiheessa syntyy jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukainen tiedottamisvelvollisuus.

Sisäpiirinhaanke tarjoaa tutkimuksen johtopäätösten esittelemiseksi hyvän työvälineen. Sisäpiirinhaanke on yksilöitävissä oleva, tulevaisuudessa tapahtuva tai tulevaisuudessa mahdollisesti tapahtuva järjestely tai toimenpide, jonka osapuolena on yksi tai useampi liikkeeseenlaskija ja jonka/joiden arvopaperin/arvopapereiden arvoon järjestelyllä on, tai voisi ominaisesti olla, olennainen vaikutus.

Hankkeen syntymisen osalta on erotettava toisistaan kaksi tilannetta. Ensinnäkin, hanke voi syntyä siten, ettei sen syntymiseen liity sisäpiirintietoa lainkaan. Hanke voi toisin sanoen syntyä ja olla olemassa, ilman että siitä tietoisien markkinaosapuolen kaupankäynti hanketta koskevan liikkeeseenlaskijan osakkeilla estyy. Tällöin liikkeeseenlaskijalla ei ole velvollisuutta perustaa arvopaperimarkkinalain 13 luvun 6 §:n tarkoittamaa hankekohtaista sisäpiirirekisteriä, koska rekisteriin tulevat merkityiksi ainoastaan ne henkilöt, joille liikkeeseenlaskija antaa yksilöityä hanketta koskevaa sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon tulee olla syntynyt ajallisesti ennen hankekohtaisen sisäpiirirekisterin perustamista. On kuitenkin huomattava, ettei sisäpiirirekisterin perustamisesta tai perustamatta jättämisestä voida tehdä johtopäätöstä, että hankkeen osalta olisi syntynyt sisäpiirintietoa tai että sitä ei olisi syntynyt. Asia on ratkaistava tapauskohtaisesti erikseen. Liikkeeseenlaskijalla voi olla, ja usein myös on, vireillä hanke tai useampiakin hankkeita, ilman että niihin liittyy sisäpiirintietoa. Tällaiset hankkeet ovat lähtökohtaisesti kehitysvaiheeltaan alustavia suunnitelmia eivätkä muodosta estettä kaupankäynnille.

Toiseksi, hanke voi syntyä ja kehittyä vähitellen sisäpiirintietoa sisältämättömästä hankkeesta sisäpiirinhaankeeksi. Sisäpiirinhaankeen tunnistamisessa on arvioitava erityisesti sisäpiirintiedon määritelmän mukaisten täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymistä. Kun käsillä on sisäpiirinhaanke, liikkeeseenlaskijan on perustettava arvopaperimarkkinalain 13 luvun 6 §:n tarkoittama hankekohtainen sisäpiirirekisteri. Sisäpiirinhaanke syntyy, kun hankkeesta tietoisella on käytettävissään tulevaisuuden tapahtumasta riittävän täsmällistä ja olennaista tietoa.

Sisäpiirintiedon syntymisen kannalta keskeiset edellytykset liittyvät tiedon täsmällisyyteen ja olennaisuuteen. Kummankin edellytyksen tulee täytyä, jotta

tieto muodostuu sisäpiirintiedoksi. Edellytysten täyttymistä on arvioitava itseenäisesti ja toisaalta myös yhdessä. Subjektiivista arviointikriteeriä on käytettävä, mikäli se on mahdollista, erityisesti tiedon täsmällisyysarvioinnin osalta. Tällöin ratkaiseva merkitys annetaan sille, mitä tiedon hallussapitäjä on tosiasiallisesti tulevaisuuden olosuhteista tai tapahtumista tiennyt. Tämä tieto on suhteutettava arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan hypoteettiseen arviointiin. Tällöin arvioidaan sitä, mitä arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkävä ja huolellinen sijoittaja olisi hallussaan olevan tiedon perusteella voinut päätellä tiedon täsmällisyydestä. Arvioinnissa on huomioitava se, että arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkävä ja huolellinen sijoittaja huomioi hallussaan olevan tiedon perusteella myös mahdolliset tietoon liittyvät riskit sekä epävarmuustekijät, eikä tiedon hallussapito siksi johda aina kaavamaisesti ratkaisuun sijoituspäätöksen tekemisestä. Sen sijaan vähäisemmällä tietotaidolla varustettu kokematon sijoittaja saattaisi reagoida hallussaan olevaan tietoon huomattavasti herkemmin ja tehdä sijoituspäätöksen hyvinkin alustavan ja epätasällisen tiedon perusteella. Käytännössä tiedon tulee siis olla valmiimpaa ja täsmällisempää, jotta arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkävä ja huolellinen sijoittaja pystyy tekemään hallussaan olevan tiedon perusteella sijoituspäätöksen. Tämä nostaa sisäpiirintiedon syntymisen kynnyistä korkeammalle kuin mikä se olisi arvioitaessa asiaa kokemattoman sijoittajan näkökulmasta.

Tiedon olennaisuusedellytyksen ylittyminen painottuu objektiiviselle arvioinnille. Arvioinnin kannalta on keskeistä päätellä tiedon vaikutus sen kohteena olevan arvopaperin arvoon. Konkreettista vaikutusta ei edellytetä, vaan olennaisuusedellytyksen ylittymiseksi riittää, että tieto on sellaista, että sen tavanomaisesti voidaan olettaa vaikuttavan osakekurssiin.

Myös olennaisuusedellytyksen täyttymistä on arvioitava arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan hypoteettisen arviointimallin avulla. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkävä ja huolellinen sijoittaja pystyy arvioimaan tiedon arvoaikutusta asiantuntevammin ja paremmin kuin kokematon sijoittaja. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkävä ja huolellinen sijoittaja analysoi hallussaan olevaa tietoa tarkemmin ja hänellä on paremmat edellytykset tehdä analyysin perusteella ratkaisuja. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkävä ja huolellinen sijoittaja ymmärtää, että kaikella ei-julkisella tiedolla ei ole olennaista arvoaikutusta liikkeeseenlaskijan arvopaperiin. Kokematon sijoittaja saattaa puolestaan arvottaa tiedon ei-julkisuuden jo sinänsä sellaiseksi, että sen hallussapito johtaa sijoituspäätöksen tekemiseen. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan mallintaminen olennaisuusedellytyksen täyttymistä arvioitaessa johtaa sisäpiirintiedon syntymisen rajan nousemiseen verrattuna kokemattoman sijoittajan suorittamaan arviointiin.

Edellä esitetyn systematisoinnin perusteella on ilmeistä, että arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkävä ja huolellinen sijoittaja tarvitsee täsmällisempää ja

arvopaperin arvoon olennaisemmin vaikuttavaa tietoa sijoitus päätöksen tekemiseksi kuin kokematon sijoittaja. Tällöin myös sisäpiirintiedon syntymisen kynnyksen on arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan osalta korkeammalla, ja samalla se osoittaa sisäpiirintiedon syntymisen rajan.

## Sisäpiirintiedon täsmällisyys- ja olennaisuusedellytykset

Täsmällisyysedellytyksen täyttyminen liittyy tiedon kohteena olevan tapahtuman tai olosuhteen toteutumisen todennäköisyyden arviointiin. *Sampo – Pohjolan* jutun korkeimman oikeuden tuomion perusteluista on havaittavissa, että tiedon täsmällisyyden arvioinnin osalta merkitystä sisäpiirintiedon syntymisen kannalta on sillä, koskeeko tieto jotain yksilöitävässä olevaa seikkaa, jonka toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus. Tästä tulkinasta on erotettavissa neljä erillistä alakriteeriä, joiden perusteella tiedon täsmällisyysvaatimuksen täyttymistä voidaan arvioida.

Alakriteerit ovat seuraavat:

- i. Olosuhteen tai tapahtuman on oltava yksilöitävässä.
- ii. Olosuhteen tai tapahtuman on oltava toteuttamiskelpoinen.
- iii. Olosuhteen tai tapahtuman toteutumiseen on oltava tosiasiallinen mahdollisuus.
- iv. Olosuhteen tai tapahtuman yksilöitävyyttä, sen toteuttamiskelpoisuutta ja toteutumisen tosiasiallista mahdollisuutta on arvioitava objektiivisesti.

Jokaisen alakriteereistä (i)–(iii) on täyttyvä objektiivisen arvioinnin tuloksena, jotta kysymys olisi sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksenä olevasta täsmällisestä tiedosta.

*Olosuhteen tai tapahtuman yksilöitävyys* täyttyy usein ongelmitta. Yksilöitävyyden täyttymiseksi riittää se, että objektiivisesti on arvioitavissa (esimerkiksi hallituksen kokousten pöytäkirjamerkintöjen, muistioiden, tarjousasiakirjojen tai kirjeenvaihdon perusteella), mistä tai millaisesta tapahtumasta tai olosuhteesta on kysymys. Olosuhteen tai tapahtuman pitää olla tunnistettavissa.

*Olosuhteen tai tapahtuman toteuttamiskelpoisuutta* koskevan alakriteerin täyttyminen on myös pääasiassa ongelmaton. Myös toteuttamiskelpoisuutta arvioidaan objektiivisin kriteerein. Arvioitavaksi tulee, onko yksilöitävässä oleva olosuhde tai tapahtuma olemassa olevissa olosuhteissa toteutettavissa. Presumptiivisesti olosuhde tai tapahtuma on toteutettavissa, ellei sille ole esimerkiksi lainsäädännöllistä tai muuta vastaavaa estettä.

*Olosuhteen tai tapahtuman tosiasiallisen toteutumismahdollisuuden* arviointi on täsmällisyyden alakriteereiden osalta haastavinta. Objektiivisen arvioinnin kohteeksi tulee väistämättä myös järjestelyn vastapuolen toimenpiteiden todennäköisyyden arviointi. Tosiasiallisen toteutumismahdollisuuden kriteerin ar-

viointi on selvästi aikajänteeseen sidottu siten, että arvioinnin kohteena olevan järjestelyn elinkaaren toisessa vaiheessa toteutumismahdollisuus voi olla pienempi ja toisessa vaiheessa puolestaan suurempi. Mikäli toteutuminen on mahdotonta, ei kysymys ole missään vaiheessa sisäpiirintiedosta. Mikäli toteutuminen on kuitenkin objektiivisesti arvioituna mahdollista, kysymys on sisäpiirintiedosta. Toteutuminen on objektiivisesti arvioituna mahdollista ainakin silloin, kun toteutumistodennäköisyys on suurempi kuin 50 prosenttia.

On syytä kiinnittää huomiota valittuun ilmaisuvarustinepariin toteuttamiskelpoinen – toteutumiskelpoinen. *Toteuttamiskelpoisuudella* tarkoitetaan olosuhdetta tai tapahtumaa, joka on objektiivisesti arvioituna toteutettavissa jollain käytettävissä olevalla keinolla. *Toteutumiskelpoisuudella* tarkoitetaan olosuhdetta tai tapahtumaa, joka on toteutettavissa ja joka voi myös objektiivisesti arvioituna toteutua tulevaisuudessa.

Tiedon olennaisuusvaatimuksen osalta alakriteereiksi muodostuvat seuraavat seikat:

- i. Tiedon on oltava sellainen, että se tavanomaisesti vaikuttaa tiedon kohteena olevan liikkeeseenlaskijan arvopapereihin (on omiaan -kriteeri).
- ii. Vaikutuksen on oltava olennainen tai sellainen, että se objektiivisesti arvioituna olisi tavanomaisesti olennainen (olennaisesti-kriteeri).
- iii. Hyötymiskriteerin täyttymisen arvioinnin mahdollistamiseksi on pystyttävä lisäksi arvioimaan, mihin suuntaan arvovaikutus ilmenee.

*On omiaan* -kriteeri ylittyy varsin helposti. Kysymys on sen arvioinnista, vaikuttaisiko arvioinnin kohteena oleva tieto objektiivisesti arvioituna kyseisen arvopaperin arvoon julkistuaessaan. Konkreettista arvovaikutusta ei siis edellytetä, koska arvovaikutuksen mahdollisuus riittää.

*Olennaisesti*-kriteerin ylittymisen arvioiminen on haastavampaa. Tällöin on arvioitava myös liikkeeseenlaskijaa ja sen ominaisuuksia. Vilkkaan vaihdannan kohteena olevaan arvopaperiin kohdistuva tieto saa aikaan erilaisen vaikutuksen kuin epälikvidiin arvopaperiin kohdistuva tieto. Jälkimmäisessä tilanteessa jo varsin alustavakin täsmällinen tieto saattaa muodostua olennaiseksi sisäpiirintiedoksi, kun taas likvidin arvopaperin osalta vähäisellä täsmällisellä tiedolla ei käytännössä ole juurikaan merkitystä arvopaperin arvoon.

Hyötymiskriteeri vaikuttaa erityisesti sisäpiirintiedon rangaistavan käytön arviointiin. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa ainoastaan silloin, kun se on tehty hyötymistarkoituksessa. Toisaalta tilanteessa, jossa objektiivisesti arvioituna ei pystytä määrittelemään, mihin suuntaan pörssikurssi arvioitavana olevan tiedon johdosta muuttuisi, on tieto varsin todennäköisesti niin epätasällista, etteivät sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksetkään täyty.

## Arvopaperimarkkinoiden sääntely ja sen tulkinta

Arvopaperimarkkin laki perustuu periaatepohjaiseen sääntelyyn. Silloin, kun sääntelykohde on dynaaminen ja se koetaan yleisesti vaikeasti säänneltäväksi, voidaan periaatepohjaisella sääntelyllä saavuttaa paras lopputulos. Tämä puoltaisi periaatepohjaisen sääntelyn lisäämistä arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä, mutta samalla se lisäisi riskiä sääntelyn yleisluontoisuuteen ja tästä aiheutuvaan epävarmuuteen sääntelyn tarkasta sisällöstä. Tämä puolestaan voisi johtaa ennakoimattomuuden lisääntymiseen. Sääntelyn yleisluontoisuus ja epätäsmällisyys muodostuvat ongelmallisiksi erityisesti sisäpiirinsääntelyn rikosoikeudellisessa arvioinnissa laillisuusperiaatteen näkökulmasta. Sisäpiirinsääntelyn tulisi olla samanaikaisesti periaatetasolla säänneltynä riittävän yleistä ja joustavaa ja toisaalta riittävän tarkkaa ja täsmällistä tulkintaerimielisyyksien välttämiseksi. Toisaalta sekä arvopaperimarkkinaoikeudellisen että rikosoikeudellisen normiston osalta on hyväksyttävä tietynasteinen sääntelyllinen epätarkkuus ja epätäsmällisyys.

Arvopaperimarkkinarikosasioissa on hyväksyttävää tulkita avoimia tunnusmerkkistöjä teleologisesti normiston tavoitteiden ja arvojen mukaisesti. Tällöin keskeiseen asemaan nousevat normiston tavoitteiden ja arvojen tunnistaminen, ja sen vuoksi arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä on keskeistä tunnistaa myös sisäpiirinsääntelyn tavoitteet ja arvot. Sisäpiirintiedon väärinkäyttönormiston teleologisessa tulkinnassa ei tule pitäytyä ainoastaan oikeustaloustieteellisessä tehokkuusargumentissa. Sääntelyn taustalla on huomioitava yksilöllisimpiä perusoikeuksia, jotka ohjaavat tulkintaa laaja-alaisemmaksi ja oikeudenmukaisemmaksi. Markkinaluottamuksen ja yksilöllisempien markkinaosapuolten oikeuksien tasapainoinen huomioiminen johtaa toimivampiin markkinoihin.

Laaja-alaisempi sisäpiirinsääntelyn tulkinta avaa mahdollisuuden myös uuden varallisuusoikeudellisen teorian mukaiselle tilanneherkälle kokonaisarvioinnille arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä tarkastellessa. Tällöin on mahdollista, että ilmiöt tulevat ratkaistuksi kokonaisvaltaisesti asianmukaisesti, oikeudenmukaisesti ja oikein.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja muut arvopaperimarkkinarikokset asettavat markkinoiden luottamuksen kyseenalaiseksi ja vaarantavat samalla markkinoiden toimivuutta. Tosiasiallisesti yksittäiset väärinkäyttötapaukset tuskin voivat kovinkaan merkittävästi vaikuttaa arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen tai yleisesti arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettuun luottamukseen. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan voidaan olettaa ainakin jossain määrin varautuneen väärinkäyttötapausten riskiin ja hyväksyvän tämän riskin olemassaolon toimintaympäristössä. Tällöin arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän ja huolellisen sijoittajan on myös siedettävä arvopaperimarkkinoiden lieviä häiriötiloja tiettyyn rajaan asti. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen



järkevän ja huolellisen sijoittajan häiriötilojen sietokyvyn pitää olla korkeammalla kuin kokemattoman sijoittajan sietokyvyn.

Arvopaperimarkkinat muodostavat dynaamisen toimintaympäristön. Arvopaperimarkkinoiden normatiivinen sääntely on puolestaan varsin staattinen ilmiö. Hyvän esimerkin tästä tarjoaa arvopaperimarkkinain kokonaisuudistuksen voimaan tuleminen vuonna 2013, joka tapahtui lähes 25 vuotta vanhan arvopaperimarkkinain sääntämisen jälkeen. Markkinat, markkinoiden toimintaympäristö sekä markkinamekaniikka olivat kuitenkin muuttuneet täysin erilaisiksi kuluneiden 25 vuoden aikana.

Myös oikeusperiaatteita leimaa staattisuus, mutta niiden käyttömahdollisuudet antavat mahdollisuuden dynaamiselle tulkinnalle. Oikeusperiaatteet heijastavat yhteiskunnassa yleisesti hyväksytyjä ja vähintään merkittävän enemmistön kannattamia arvoja. Normatiivisen aineksen vaietessa tulkintatilanteessa oikeusperiaatteiden käyttömahdollisuudet kasvavat. Oikeusperiaatteista on erotettava sääntelyn yleisemmät tavoitteet. Oikeusperiaatteet liittyvät yksilöiden suojaamiseen. Tavoitteet puolestaan liittyvät yhteisöllisempien arvojen suojaamiseen. Toisaalta yksilöllisempien oikeusperiaatteiden käyttäminen ja yksilöiden suojaaminen mahdollistavat yhteisöllisten tavoitteiden toteutumisen. Markkinoiden luottamus ja sen turvaaminen ovat arvopaperimarkkinaoikeudellinen suojeleobjekti, koska markkinaluottamus perustuu kollektiivisten markkinoiden suojaamiseen. Tällöin sääntelyn tulkinnassa tulisi vastavoimana huomioida yksilölliset oikeusperiaatteet, jotka tarjoavat tulkintatilanteessa suoja yksittäisille markkinaosapuolille. Tällöin myös perusoikeuksien, joiden voidaan katsoa ilmentävän yleisesti hyväksytyjä oikeusperiaatteita, merkitys arvopaperimarkkinoilla kasvaa. Juuri perusoikeuksien asianmukaisesta huomioimisesta muodostuu arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteen (markkinoiden luottamuksen turvaaminen) vastavoima ja toisaalta polttoaine tavoitteen saavuttamiseksi. Tavoitteen saavuttaminen johtaa toimiviin ja oikeudenmukaisiin markkinoihin.

Arvopaperimarkkinoiden toiminta, toimintatavat ja toimintaympäristö tulevat tulevaisuudessa oletettavasti edelleen monimutkaistumaan. Tällöin yksityiskohtaisen normiston kattavan ohjausvaikutuksen saavuttaminen vaikeutuu, koska kaikkia arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä ei pystytä ennakoimaan ainakaan täydellisesti. Siksi oikeusperiaatteiden merkitys tulee korostumaan entisestään, koska niiden avulla voidaan ratkaista väistämättä syntyviä, yksityiskohtaisen sääntelyn aukko- ja ongelmatilanteita. Oikeusperiaatteet ja niiden merkitys on tunnistettava ja tunnustettava avoimesti arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn osana, eivätkä ne saa jäädä vain oikeusteorian tai oikeusteoreettisen keskustelun tasolle.

Itsesääntely tarjoaa joustavan tavan säännellä arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä yksityiskohtaisesti. Kun oikeusperiaatteet tarjoavat tulkintatyövälineitä sääntelyn korkeimmalta tasolta, tarjoaa itsesääntely niitä hierarkkisesti

toisesta ääripäästä. Optimitilanteessa oikeusperiaatteet keskustelevat yksityiskohtaisempien normien, mukaan lukien itsesääntelynormit, kanssa. Itsesääntelyllä voidaan antaa markkinaosapuolten toimintaa ohjaavia toimialaspesifejä määräyksiä. Riskinä kuitenkin on, että itsesääntelynormistosta muodostuu ainoastaan kyseisen toimialan toimijoiden ymmärtämä ja hyväksymä sääntelykeino. Tällöin hyvälle sääntelylle tyypillinen yleisyyden vaatimus kärsii.

Itsesääntelynormien säätämismekaniikkaan on kiinnitettävä erityistä huomiota. Markkinaosapuolten laajan osallistumisen lisäksi säätämistyöhön on syytä ottaa mukaan myös ulkopuolisia itsesääntelynormien objektiivisuuden takaavien tahojen edustajia. Muussa tapauksessa on riskinä, että itsesääntelystä muodostuu vain toimialan sisäisen ryhmän subjektiivinen näkemys säänneltävästä ilmiöstä. Kuten muukin sääntely, itsesääntely perustuu sääntelytyöhön osallisten subjektiivisista näkemyksistä, arvoista ja intresseistä sekä kompromisseista muiden työhön osallisten kanssa. Toimialakohtaiseen sääntelyyn osallisten voidaan olettaa jakavan pitkälti yhteiset toimialan intressit ja muut näkemykset. Myös itsesääntelytyön laatuun on kiinnitettävä erityistä huomiota, koska sääntelyn muuttaminen on virallissääntelyä vastaavalla tavalla työlästä. Tiheät muutokset sekä uudistamishankkeet ovat omiaan heikentämään itsesääntelyn taloudellista tehokkuutta.

Itsesääntelyn vaikuttavuuden kannalta valvonta-, seuranta- ja sanktiomekanismeilla on huomattavaa merkitystä. Mikäli itsesääntelynormeja ei valvota tehokkaasti tai jos niiden noudattamisen motivoimiseksi puuttuvat riittävät sanktiokeinot, saattavat itsesääntelynormit jäädä vaille riittävää merkitystä. Sanktioiden on oltava kuitenkin oikeasuhtaisia ja muutoinkin markkinaosapuolten näkökulmasta perusoikeusvaatimukset täyttäviä. Perusoikeussuojasta ei ole mahdollista luopua toimialan sisäisenkään sääntelyn osalta.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rangaistusnormi on selväpiirteinen. Tulkintaepäselvyys liittyy rangaistusnormin taustalla olevan aineellisoikeudellisen arvopaperimarkkinalain sisäpiirintiedon määritelmän avoimiin ja sen tulkinanvaraisiin edellytyksiin. Ennen kuin rangaistusnormin käyttäminen ajankoh-taistuu, on ratkaistava se, onko kysymys ollut arvopaperimarkkinalain tarkoittamasta sisäpiirintiedosta. Oikeiden johtopäätösten tekeminen edellyttää arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön ja esimerkiksi arvopapereiden kaupan-käyntimekaniikan sekä arvopaperimarkkinoiden yleisten toimintatapojen tuntemusta ja ymmärtämistä.

Jokaista sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa juttua on arvioitava omien yksilöllisten oikeustositseikkojen perusteella. Ratkaisua tehtäessä on ymmärrettävä tapahtuma-aikainen toimintaympäristö sekä arvioitava tapahtumaa yksilöllisenä kokonaisuutena. Samalla on huomioitava se, onko arvioinnin kohteena oleva toiminta ollut arvopaperimarkkinoiden muun sääntelyn mukaista, ja jos näin olisi ollut, mikä merkitys tällä on tekijän tahallisuutta tai tuottamusta arvioi-

taessa. Jos esimerkiksi arvopaperimarkkinarikosasian vastaaja on toiminut tarkasti itsesääntelynormien mukaisesti, on kyseenalaista, voidaanko toiminta katsoa tahalliseksi rikokseksi. Joka tapauksessa ratkaisulle pitää olla selvät, yksiselitteiset ja läpinäkyvät perusteet.

Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisut saattavat vaikuttaa arvopaperimarkkinarikoksia koskeviin tulkintoihin kansallisen rikoslain tulkintatapoja kiristävästi. Kuitenkin esimerkiksi ankaran rikosoikeudellisen vastuun varaukseton hyväksyminen tulkintasäännöksi Suomessa tuntuu kaukaiselta. Kansallisessa tulkinnassa ei ole syytä poiketa normaalista subjektiivisesta syyllisyyden edellytysten täyttymisestä rangaistavuuden perusteena.

## Arvopaperimarkkinaoikeuden oikeuslähdeoppi

Suomalainen oikeuslähdeoppi on kiinnitetty perinteisesti vahvasti *aarniolaiseen* perustaan. Tätä ei ole syytä kritisoida, koska arvopaperimarkkinoiden ja myös sisäpiirinsääntelyn oikeuslähdeoppi kiinnittyy voimakkaasti voimassa olevaan lakiin. Arvopaperimarkkinalaki on arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden käsittelyssä keskeinen oikeuslähde. Kuitenkin monimuotoisemmissa sääntelykohteissa on perusteltua suhtautua oikeuslähdeopillisiin kysymyksiin perinteistä oikeuslähdeoppia avarakatseisemmin. Tähän katsontakantaan sopivat hyvin myös oikeusperiaatteiden aseman ja merkityksen korostaminen sekä vahvasti perusoikeusmyönteinen laintulkintaoppi. Eurooppalaistuvassa lainkäytössä on ollut havaittavissa perusoikeuksien korostuneempi huomioiminen yksilö- ja yksityisoikeuden tasoilla. Myös arvopaperimarkkinaoikeudelliset kysymykset tulevat olemaan tulevaisuudessa entistä laajemmin perusoikeusarvioinnin kohteina.

Tässä tutkimuksessa on arvioitu sitä, johtaako markkinalähtöisen tulkintatavan korostaminen perusoikeuksien sivuuttamiseen arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa. Markkinalähtöisyyden periaate suojaa markkinoita ja markkinatoimijoita kollektiivina (arvopaperimarkkinoiden kollektiivisuoja). Perusoikeudet puolestaan suojaavat sisäpiirinsääntelyn kohteita yksilöllisemmin (arvopaperimarkkinoiden individuaalisuoja). Arvopaperimarkkinoiden individuaalisuojan murtaminen on kuitenkin omiaan heikentämään myös kollektiivisuojan merkitystä. Markkinat muodostuvat yksilöistä. Yksilöt tarvitsevat markkinoita. Tutkimuksessa on päädytty siihen, että arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa tulee perusoikeuksien asemaa ja merkitystä korostaa entistä voimakkaammin. Tällöin tulkinna tulee painottua individuaalisuojan turvaamiseen. Tulkinna on kuitenkin huomioitava markkinalähtöisyyden periaate, joka heijastelee osaltaan Euroopan unionin sisäpiirinsääntelyn tausta-arvoja ja tarkoitusta. Sekä kollektiivi- että individuaalisuojan tasapainoinen huomioiminen tähtäävät paremmin toimiviin markkinoihin.

Arvopaperimarkkinaoikeuden oikeuslähdeoppi muodostuu perinteisestä oikeuslähdeopista, jonka osana on annettava aidosti merkitystä myös perusoikeusnäkökohdille, oikeusperiaatteille sekä Euroopan unionin säädösaineistolle.

## **Perusoikeusmyönteinen varallisuus oikeudellinen näkökulma arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön selittäjänä**

Uusi varallisuus oikeudellinen teoria soveltuu myös arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden arvioimiseen.

Uudesta varallisuus oikeudellisesta teoriasta voi saada tulkintatyövälineen arvopaperimarkkinaoikeudellisten kysymysten teleologisessa tulkintatilanteessa, jos hyväksytään avoimesti se, että arvopaperimarkkinoiden, arvopaperimarkkinoiden sääntelyn, arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttösääntelyn ja sisäpiirinsääntelyn taustalla vaikuttaa myös muita periaatteita ja tavoitteita kuin markkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen turvaaminen markkinahokkuuden periaatteen avulla. Näitä muita arvoja ja tavoitteita on ammennettavissa perusoikeuskentästä ja ne liittyvät ennen kaikkea yksilöllisiin markkinaosapuolten horisontaalisuhteisiin. Uuden varallisuus oikeudellisen teorian ongelmat arvopaperimarkkinaoikeudellisessa toimintaympäristössä piilevät mahdollisessa vastuutahojen lisääntymisessä ja vastuun laajentumisessa arvioitaessa kokonaisjärjestelyä ja siihen osallisia tahoja, mikä on laillisuusperiaatteen näkökulmasta ongelmallista.

Uuden varallisuus oikeudellisen teorian parasta antia arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden arvioinnissa edustaa presumptiivisen kontekstualismin malli. Arvioitavana oleva arvopaperimarkkinaoikeudellinen ilmiö on arvioitava kokonaisuutena oikein ja asianmukaisesti. Vasta tämän jälkeen on mielekästä arvioida sitä, millä oikeudellisella työvälineellä arviointitilanne ratkaistaan. Myös toimintaympäristön mieltäminen ja ymmärtäminen oikealla tavalla on arvopaperimarkkinaoikeudellisessa ongelmanratkaisussa keskeisessä asemassa. Arvopaperimarkkinaoikeudelliset ilmiöt pitää nähdä suhteutettuina toimintaympäristöönsä eikä erillisinä tapahtumina. Tällöin esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymistä tulee arvioida nimenomaisesti kokonaisuutena.

Markkinatalous ja markkinoiden toimivuus perustuvat pitkälti markkinaosapuolten vapaaseen ja rajoittamattomaan toimintaan markkinoilla. Perusoikeudet suojaavat markkinaosapuolia yhteiskunnan oikeudettomia rajoituksia ja toimenpiteitä vastaan, mutta myös horisontaalisesti markkinaosapuolten välisissä suhteissa. Koko uusi varallisuus oikeudellinen toimintaympäristö on nähtävissä perusoikeusväritteisesti. Tällöin myös sisäpiirintiedon syntymisedellytysten arvioinnissa voidaan ottaa huomioon varallisuus oikeudellisen toimintaympäristön ominaispiirteet. Perusoikeusmyönteisyys korostuu esimerkiksi siten, että arvo-

paperikaupan lähtökohdaksi hyväksytään asianmukaisuus sisäpiiriasemasta riippumatta, ja vasta jos on osoitettavissa, että arvopaperikauppa on tehty sisäpiirintiedon motivoimana, reagointikeinot olisivat käytettävissä. Tällöinkin reagointikeinojen pitäisi olla oikeasuhtaisia ja rikosoikeudellisen seuraamuksen vasta viimesijainen reagointiväline.

## Lopuksi

Oikeuskäytännön ja oikeustieteen tehtäväksi jää edelleen ratkaista se, mihin ja miten sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvät täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten rajat asetetaan. Kysymyksen arvioiminen markkinalähtöisen tulkintatavan avulla johtaa Euroopan unionin sääntelyn tausta-arvojen mukaiseen ratkaisuun. Myös näissä tausta-arvoissa on sitouduttu keskeisesti markkinoiden luottamuksen suojaamiseen.

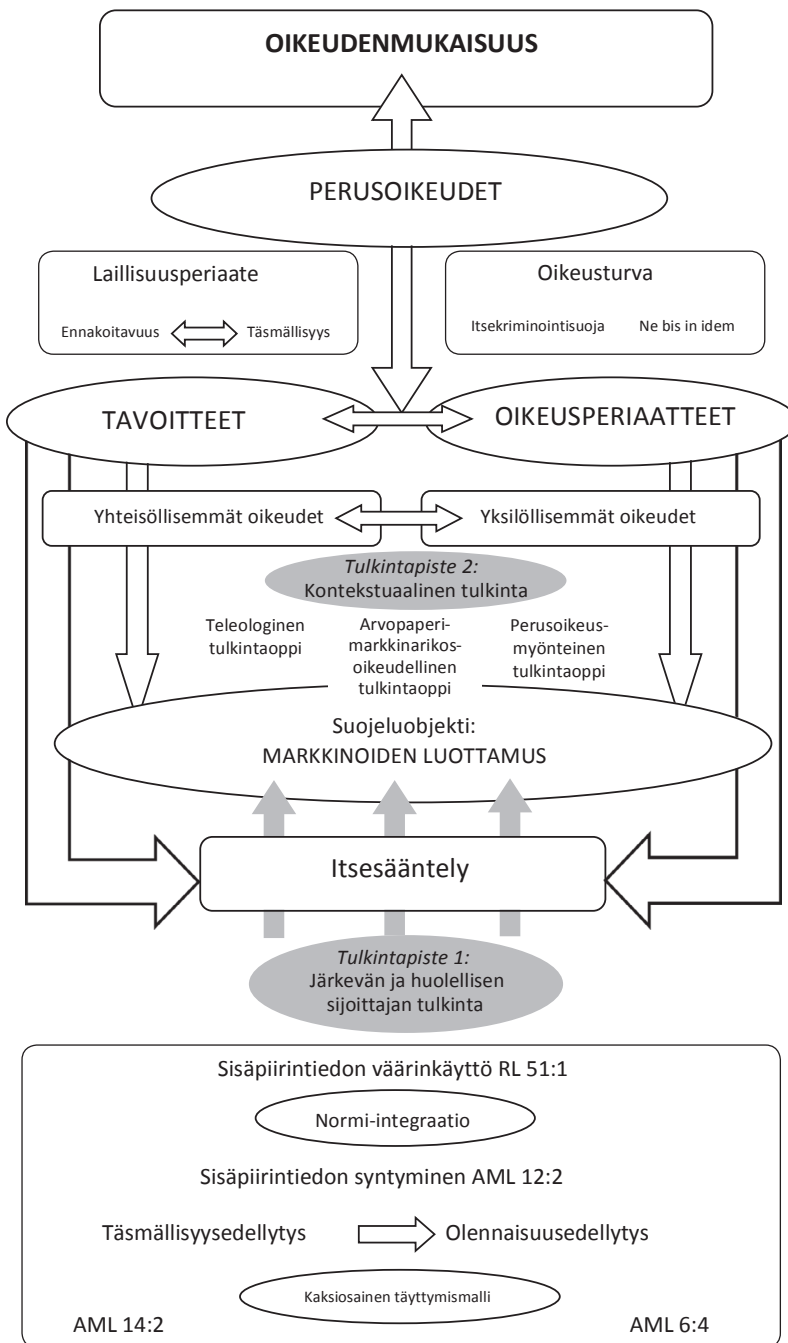
Vallalla oleva oikeustaloustieteellinen, markkinalähtöinen sisäpiirinnormiston tulkintatapa johtaa osin yksilöllisen, perusoikeusmyönteisen laintulkinnan toisijaistumiseen, mikä on voinut osaltaan johtaa ennakoimattomiin johtopäätöksiin sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevissa tuomioistuinratkaisuissa. Markkinoiden yhteisölliset oikeudet ovat tulleet korostuneesti huomioituiksi markkinaosapuolten yksilöllisempien oikeuksien sijaan. Arvioinnissa huomion tulisi tulevaisuudessa kiinnittyä entistä enemmän markkinaosapuolten suojaamiseen.

Tämän tutkimuksen eräs näkökulma liittyi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan normistoon ja muuhun sääntelyyn kokonaisuutena. Sisäpiirinsäätely muodostaa kokonaisuuden, jota on myös tulkittava ongelmatilanteessa kokonaisuutena. Tällöin ei pidä kiinnittyä yksinomaisesti arvioitavana olevan normin sisältöön, vaan arvioinnissa on huomioitava myös muut tarkasteltavana olevaan ilmiöön liittyvät normit, säännöt ja periaatteet. Vasta tämän kokonaisarvion perusteella on mahdollista päätyä oikeaan ja oikeudenmukaiseen lopputulokseen. Sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvä *kontekstuaalinen tulkintatapa* on esitetty tutkimuksen lopuksi kuviossa 16.

Tutkimuksen eräs havainto on liittynyt sisäpiirinsäätelyn ja sen lainkäyttötilanteessa tapahtuvan tulkinnan ennakoimattomuuteen. Heikon ennakoitavuuden on katsottu aiheutuvan pääasiassa epätäsmällisestä sääntelystä. Kuitenkin, tietynasteista epätäsmällistä sääntelyä on siedettävä ja samalla tiedostettava se, ettei täydellisen tarkkaa normia esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymisen edellytyksistä voida järkevällä tavalla edes säätää. Arvopaperimarkkinaoikeudellisia ilmiöitä arvioitaessa on hyväksyttävä, että ratkaisujen ennakoitavuus ei saavuta optimaalista tasoa.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttönormistoa tulisi käyttää ja soveltaa tilannekohtaisen kokonaisarvioinnin perusteella. Tämä koskee erityisesti sisäpiirintiedon

täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten täyttymisten arviointia. Koska arviointi pitäisi tehdä tilannekohtaisen kokonaisarvioinnin perusteella, on tässä tutkimuksessa päädytty siihen, että oikeusperiaatteiden aseman korostaminen sisäpiirinormiston tulkintatilanteessa olisi perustellumpaa kuin lainsäädännön kehittäminen entistä yksityiskohtaisempaan suuntaan. Samalla itsesääntelyn asemaa arvopaperimarkkinoiden ohjausvälineenä voitaisiin korostaa. Oikeusperiaatteiden ja itsesääntelyn tasoilla operoiminen antaisi myös laintulkitsijalle enemmän väljyyttä huomioida tulkintatilanteessa vaikuttavia yksilöllisiä perusoikeuksia.



**Kuvio 16.** Sisäpiirintiedon syntyminen – kontekstuaalinen tulkinta.

”Omia ajatuksiaan rakastaa jokainen, mutta tiedemiehen on opittava näitä  
lapsiaan vihaamaan.  
Heti synnytyksen tapahduttua hänen on tarkasteltava niitä  
ivallisesti ja säälimättömästi.  
Omat mietteet tuottavat todelliselle ajattelijalle pelkästään  
esteettistä mielipahaa;  
hän tuomitsee niitä monin verroin ankaramman mittakaavan mukaan kuin  
toisten ajatuksia.”

*Otto Brusiin: Tieteellisestä ajattelusta*





---

# Summary

Kai Kotiranta

## THE EMERGENCE OF INSIDE INFORMATION

### Contextual interpretation

This doctoral dissertation examines the point at which information becomes inside information. In addition to exploring the emergence of inside information, this dissertation also focuses on evaluating the requirements for the precision and material effect of inside information. The dissertation examines the emergence of inside information as a phenomenon of securities market law in a wider legal context.

This dissertation integrates issues of securities market law and criminal law that relate to the emergence and abuse of inside information with perspectives on securities market law, the law of economic crime, legal principles, fundamental rights and self-regulation as well as a new theory of property law. The dissertation questions the approach that emphasises market efficiency and develops instead a market participant-driven argumentation model which is based on fundamental rights and serves to evaluate the emergence and abuse of inside information as well as the interpretation of insider regulation. In addition, this dissertation investigates how legal decisions should justly and fairly evaluate the definition of inside information and its open-ended and inconclusive requirements of precision and material effect.

The Finnish securities market is regulated by the Securities Market Act and self-regulation, and securities market offences are punishable under Chapter 51 of the Criminal Code. Elements relevant to interpreting the provisions of the Criminal Code include the general theory of criminal law and, in the securities market environment, interpretations deriving from the law of economic crime. Fundamental rights, notably the principle of legality, as well as provisions for legal safeguards limit such interpretations. The general legal principles underlying fundamental rights can also inform decisions on issues of securities market law. This dissertation assesses these regulatory levels and the effect of their interpretation on issues related to the emergence of inside information.

This dissertation shifts the theoretical focus of interpreting the emergence of inside information from the surface level of the law towards its deep structures

by concentrating primarily on the area of legal culture. The purpose is to move perspective from the deeper levels towards the surface level and thereby offer a richer and more complete perspective on surface-level interpretations of the emergence of inside information.

The multi-level regulatory technique of securities market law and the theory of sources of law deriving from that technique adhere to the polycentric trend of sources of law, which can also be discerned in other branches of law in Finland. In line with this trend, no single theory of sources of law is available; rather, several such theories can be identified, depending on whose point of view one adopts. Specifically, the securities market and its methods and environment have developed at a considerably faster pace than statutes, which partly justifies the use of new and alternative theories of sources of law in the pursuit of just and fair solutions and interpretations. Sources of law other than the Securities Market Act can also assist in interpreting the emergence of inside information.

The regulation of the securities market and the interpretation of such regulation must take into account not only the collective perspective of investors and the market, but also the more individual fundamental rights of market participants and the regulatory system of the securities market as comprehensively as possible. Interpretation that focuses on the collective protection of investors or the market may lead to one-sided solutions in the diverse environment of the securities market.

In accordance with the Finnish interpretation, inside information may emerge before the disclosure obligation. In such cases, trading with securities is forbidden from the moment inside information emerges, even if the disclosure obligation of the securities issuer has not yet emerged. Wherever an ongoing disclosure obligation emerges, information will always be considered inside information until it has been duly disclosed to the market. The evaluation of relevant statutes demonstrates that the material effect requirement must be satisfied for the ongoing disclosure obligation and inside information to emerge.

The dissertation posits that market participants do not make all their investment decisions rationally in accordance with the economic model of a rational investor, that all market participants do not behave in the same way, and that they do not have access to the same information about the security being traded. What is more, in our modern society, market participants may not and cannot make all their decisions freely to maximise their own interest. This is prevented, for example, by the prohibition on the abuse of inside information. In practice, the securities market does not function in a freely competitive, ideal economic situation, at least not as neoclassical economic theory requires. The model of the fully rational market or that of rational investor expectations should not be emphasised in the regulation of the securities market or the interpretation of insider regulation unless the models are accompanied by perspectives that limit their applica-

bility. Instead, such an interpretation must be based on the idea of an at least partially irrational and imperfect market and market participants.

The rational and prudent investor under securities market law remains undefined in legislation or legal practice; this dissertation develops the standard for such an investor. For example, when satisfying the disclosure obligation under the Securities Market Act, the information provided to the market must be evaluated from the perspective of the rational and prudent investor under securities market law. This criterion sets the threshold for the information intended for disclosure. If the rational and prudent investor under securities market law considers the information intended for disclosure to be of material effect, then that information must be disclosed; otherwise, such information need not be disclosed. The evaluation must be objective and proceed from the perspective of the rational and prudent investor under securities market law, while bearing in mind that the information may have a significantly different effect for another type of investor. For example, an unqualified investor – as opposed to the rational and prudent investor under securities market law – may consider the information at his or her disposal relevant to an investment decision. In such a case, however, this information would not be considered inside information, even if it were to affect the subjective investment decision of the unqualified investor. The definition of the rational and prudent investor under securities market law has a limiting impact in that it filters out the effect of imprecise or immaterial information when evaluating the emergence of inside information or an ongoing disclosure obligation.

The evaluation of securities market regulation must not be based on the economic definition of a rational investor. Rather, the rational and prudent investor under securities market law, which adheres to the systematics of the Securities Market Act, serves as the standard for objectively evaluating market participants in the securities market. In practice, the perspective of the rational and prudent investor under securities market law tightens the material effect requirement because not all information meets the threshold of material effect, and to meet that threshold, such information must be relevant to the decisions of the rational and prudent investor, who is more sophisticated than the average investor.

The scholarly field known as law and economics emphasises the efficiency of the securities market. Because the research tradition in this field relies heavily on the common law system and its regulatory culture, a complementary perspective must be presented, particularly for the interpretation of securities market phenomena, such as inside information. Reliance on the common law system also calls into question the suitability of law and economics as the only or primary method of interpretation for explaining insider regulation. Insider regulation in particular must be evaluated in the light of criminal law by focusing more on individual fundamental rights than on the considerations of law and economics.

Other models of interpretation must also be applied equally and their existence recognised. In other words, the precision and material effect requirements of inside information must be examined not only from the perspective of law and economics by stressing the absolute efficiency of the securities market and economically rational investors, but also more comprehensively by considering fundamental rights as well as insider regulation along with its underlying values and goals.

This dissertation presents a complementary perspective on the market-driven interpretation of insider regulation that focuses on law and economics. This market-driven interpretation is not accepted as the exclusive or dominant perspective for evaluating the requirements related to the definition and emergence of inside information. The complementary perspective is broadly based on due consideration of the system of insider regulation, the identification and comprehensive application of legal principles and fundamental rights as well as the interpretation model that adheres to a new theory of property law and can be used to evaluate phenomena of securities market law in its own environment. The complementary perspective also recognises that the securities market and market participants do not function perfectly, rationally or efficiently, as economic theory requires. Moreover, this dissertation develops a new theory of interpretation for evaluating securities market offences.

The provisions of criminal law relating to economics support the functioning of the market. At the same time, the system of criminal law forbids practices unacceptable in sound economic activity. Criminal law serves as a tool that guides the market, the market participants and the market system to function according to generally accepted social values and goals. Substantive legislation governing economics interacts with the provisions of criminal law relating to economics. This interactive relationship has its tensions because economically efficient activity should, according to economic theory, be based on as much freedom as possible, but that freedom is limited by legal provisions and, finally – according to the *ultima ratio* principle – by criminal law (e.g., the classification of the abuse of inside information as an offence). Both the open-ended definition and content of inside information as well as the dynamic and diverse environment of the securities market in relation to the precision requirement of provisions of criminal law all highlight the tensions involved in this relationship. Recognising and understanding that the environment of securities market law plays a central role in decisions in criminal cases because transactions in the securities market may retrospectively appear to be different when taken out of their context and time.

When the objective model of teleological interpretation serves in the interpretation of various phenomena of securities market law, the aim is to establish the *ratio legis* of the law. The importance of teleological interpretation in criminal

law has grown, along with an increase in provisions based on open-ended constituent elements. However, the requirement of predictability means that no interpretation of the law – not even the teleological interpretation – can lead to the retrospective infliction of penalties for an act that was not specifically forbidden at the time it was committed. The teleological interpretation cannot lead to the extension of criminal liability in cases involving the abuse of inside information, even if the interpretation attaches importance to the argument of market efficiency, as economic theory requires. The teleological interpretation may, however, lead to an interpretation that limits criminal liability.

Share transactions by insiders are not classified as offences in Finland if completed in good faith or simply through negligence. Based on the higher standard of intent, criminal liability for the abuse of inside information requires more than regular intent or serious negligence. Objective, strict liability cannot be accepted, even for securities market offences. In assessing intent, awareness must be evaluated in relation to the criterion of the rational and prudent investor under securities market law. The assessment must address precisely what such an investor should have known or understood about the inside nature of the information.

The theory for interpreting securities market offences is formulated at the intersection of several contradictory factors that are central to criminal law. At its core is the principle of legality laid down in criminal law. Counteracting the precision requirement of this principle is the technique of open-ended regulation, which is typical of modern society and permits flexible interpretation and regulation in a dynamic environment. Applying the teleological interpretation of law is necessary, particularly in the interpretation of rules of criminal law that aim to protect a legal interest for which no immediate owner can be identified or which is unconnected to a specific written fundamental right. Securities market confidence is one example of such an interest.

It is reasonable to consider the rights enshrined by human and fundamental rights as central to the theory of interpretation of securities market offences. These rights extend to all, including the rational and prudent investor under securities market law. Consequently, when evaluating the awareness of such an investor with regard to the inside nature of information and, correspondingly, the investor's intent or gross negligence, such information must be placed in that investor's evaluation environment. A higher degree of sophistication is then required for the information to be considered inside information than would be required for an unqualified and unsophisticated investor.

With regard to the abuse of inside information, the substantive rules of securities market law must be reconciled with the rules of criminal law. The question also involves the vertical integration of regulation, meaning the classification of the abuse of inside information as an offence under Chapter 51, section 1 of the Criminal Code is directly related to the substantive prohibition on the use and

disclosure of inside information under Chapter 14, section 2 of the Securities Market Act as well as the definition of inside information under Chapter 12, section 2 of the Securities Market Act. Consequently, applying the rules of criminal law requires applying and interpreting the abovementioned substantive rules of securities market law, which leads to the integration of rules. Correspondingly, the values underlying these rules and the principles guiding their application must be mutually consistent and, at the very least, aligned.

The integration of rules challenges traditional legal thinking and legal legitimacy. The legitimacy requirements of different branches of law are incompatible. For example, the legality requirements based on the legality principle laid down in criminal law often seem excessive in relation to the precision requirements of legislation in other areas of law. In many branches of law, regulation based on precisely formulated constituent elements inevitably leads to problems, which has served to justify the use of general clauses and flexible provisions. The effective achievement of regulatory goals in changing circumstances requires more contextual consideration in the application of the law than what the abstract and general constituent elements based on the development of legal rules permit. As the source of this contextual consideration, the system of fundamental rights as a whole could serve to guarantee the fair and effective achievement of regulatory goals.

Considerations of fundamental rights safeguard in particular the idea of market efficiency that serves as the value behind the legal interest as well as justice. Fundamental rights should be included and accepted as a full component of the regulatory system of the securities market environment.

The dominant market-driven interpretation of insider regulation, which is based on law and economics, contributes to the subsidiary nature of individual interpretation favourable to fundamental rights. This may partly explain the unpredictable conclusions drawn by courts in their decisions on the abuse of inside information. Their decisions highlight the collective rights of the market instead of the more individual rights of market participants. In future, evaluation should increasingly focus on the protection of market participants.

One of the perspectives taken in this dissertation relates to the rules governing the misuse of inside information as well as other regulation as a whole. Insider regulation forms a whole that must also be interpreted as such in the face of problems. Attention should focus not only on the content of the provision evaluated, but also on the other provisions, rules and principles associated with the phenomenon in question. Only after such comprehensive evaluation can one reach a just and fair decision.

One of the findings of this dissertation relates to the unpredictable nature of insider regulation and its judicial interpretation. The absence of predictability stems primarily from imprecise regulation. However, a certain degree of impre-

cise regulation must be tolerated because formulating a totally precise rule (e.g., relating to the conditions for the emergence of inside information) is impossible. When evaluating phenomena of securities market law, one must accept that the predictability of decisions cannot be optimal.

The rules governing the abuse of inside information should be used and applied on the basis of comprehensive, case-specific evaluations. This concerns, in particular, evaluation of the precision and material effect requirements of inside information. Because evaluation should be based on a comprehensive, case-specific view, this dissertation finds that an emphasis on legal principles in the interpretation of insider rules is more justified than developing legislation in an increasingly detailed direction. At the same time, the status of self-regulation as a tool for guiding the securities market deserves emphasis. Operating at the levels of legal principles and self-regulation would provide an interpreter of the law with greater flexibility to consider the individual fundamental rights that affect his or her interpretation of the law.

Finnish Lawyers' Association 2014  
ISBN 978-951-855-336-9





---

# Oikeustapaushakemisto

## Korkein oikeus

KKO 1985 II 58, s. 46  
KKO 1998:41, s. 119  
KKO 1999:46 (ään.), s. 119  
KKO 2000:52, s. 119  
KKO 2000:82, s. 29, 216  
KKO 2001:86, s. 107  
KKO 2001:87, s. 107  
KKO 2002:11, s. 136  
KKO 2004:26, s. 219  
KKO 2004:46, s. 136, 227  
KKO 2004:58, s. 208  
KKO 2004:119, s. 157  
KKO 2005:7, s. 157  
KKO 2005:27, s. 128, 136, 227  
KKO 2005:93, s. 142  
KKO 2005:139, s. 129  
KKO 2006:1, s. 129  
KKO 2006:37, s. 147  
KKO 2006:59, s. 157  
KKO 2006:64, s. 147  
KKO 2006:110 (*Sampo – Pohjolan juttu*),  
s. 29, 30, 31, 115, 149, 153, 231, 282, 331  
KKO 2007:1, s. 129  
KKO 2007:29, s. 142  
KKO 2007:56, s. 142  
KKO 2007:67, s. 136  
KKO 2008:86, s. 120  
KKO 2009:1, s. 29, 76, 220  
KKO 2009:27, s. 237  
KKO 2009:59, s. 142  
KKO 2009:80, s. 237  
KKO 2009:87, s. 145, 147  
KKO 2010:23, s. 311  
KKO 2010:41, s. 237  
KKO 2010:45, s. 209, 236  
KKO 2010:46, s. 209  
KKO 2010:78, s. 77  
KKO 2010:82, s. 209  
KKO 2010:85, s. 106  
KKO 2010:88, s. 147

KKO 2011:5, s. 84  
KKO 2011:26, s. 142  
KKO 2011:27, s. 208  
KKO 2011:35, s. 209  
KKO 2011:81, s. 157  
KKO 2011:102, s. 157  
KKO 2012:46, s. 236  
KKO 2012:66, s. 141, 147  
KKO 2013:12, s. 136  
KKO 2013:17, s. 147  
KKO 2013:53, s. 29, 30, 62, 63, 149, 201,  
209, 286, 311  
KKO 2013:55, s. 136, 147  
KKO 2013:57 (ään.), s. 141, 157, 158  
KKO 2013:59, s. 30, 240  
KKO 2013:78, s. 30, 240

## Korkein hallinto-oikeus

KHO 2011:41, s. 209

## Valitusluvut

VL 2008-96, s. 154  
VL 2013-90, s. 30  
VL 2013-91, s. 30  
VL 2013-92, s. 30  
VL 2013-97, s. 30  
VL 2013-98, s. 30  
VL 2013-99, s. 30  
VL 2013-100, s. 30  
VL 2013-101, s. 30  
VL 2013-105, s. 30

**Hovioikeus**

- Helsingin hovioikeus 13.5.2004, numero 1738, diaarinumero R03/1382 (*Talentum – Soneran juttu*), s. 143
- Helsingin hovioikeus 31.5.2005, diaarinumero R02/4230 (*TPO:n juttu*), s. 152
- Helsingin hovioikeus 21.12.2006, numero 3938, diaarinumero R04/2332 (*Nordic Aluminiumin juttu*), s. 232
- Helsingin hovioikeus 5.7.2007, numero 2315, diaarinumero R06/790 (*TJ Groupin juttu*), s. 76, 152, 220, 231
- Helsingin hovioikeus 31.12.2007, numero 4337, diaarinumero R06/3500 (*Conventum – Pohjolan juttu*), s. 140, 154, 291
- Helsingin hovioikeus 31.10.2008, diaarinumero R07/550, s. 144
- Helsingin hovioikeus 31.12.2008, numero 3826, diaarinumero R07/1443 (*Benefonin juttu*), s. 151
- Helsingin hovioikeus 11.6.2010, diaarinumero R08/2282, s. 84, 144
- Helsingin hovioikeus 14.9.2010, numero 2308, diaarinumero R08/3300 (*Liinos – Visman juttu*), s. 154, 217, 265, 291
- Helsingin hovioikeus 20.1.2012, numero 82, diaarinumero R11/482 (*LSO-osuuskunnan juttu*), s. 153
- Helsingin hovioikeus 19.6.2012, numero 1678, R11/3247 (2012:13), s. 236
- Helsingin hovioikeus 21.12.2012, numero 3530, diaarinumero R10/2714 (*Jippii Groupin juttu*), s. 76, 77, 152, 213, 231
- Helsingin hovioikeus 15.4.2013, numero 1149, diaarinumero R11/2708, s. 131
- Rovaniemen hovioikeus 29.1.2010, numero 59, R09/49 (2010:1), s. 236

**Käräjäoikeus**

- Helsingin käräjäoikeus 5.3.1999, numero 1404/99, diaarinumero R98/8408 (*Instrumentariumin juttu*), s. 152
- Helsingin käräjäoikeus 30.6.2000, numero 14795, diaarinumero R00/869 (*Rautakirjan juttu*), s. 152
- Helsingin käräjäoikeus 25.3.2003, numero 03/3219, diaarinumero R03/338 (*Talentum – Soneran juttu*), s. 142, 152
- Helsingin käräjäoikeus 7.8.2004, numero 04/5335, diaarinumero R03/6460 (*Nordic Aluminiumin juttu*), s. 232
- Helsingin käräjäoikeus 26.1.2006, numero 06/903, diaarinumero R05/652 (*TJ Groupin juttu*), s. 231
- Helsingin käräjäoikeus 18.10.2006, numero 06/9673, diaarinumero R06/1266 (*Conventum – Pohjolan juttu*), s. 154
- Helsingin käräjäoikeus 19.2.2007, numero 06/461, diaarinumero R06/7237 (*Benefonin juttu*), s. 152
- Helsingin käräjäoikeus 31.10.2007, numero 9915, diaarinumero R06/3894 (*Jippii Groupin juttu*), s. 231
- Helsingin käräjäoikeus 27.8.2008, numero 08/7226, diaarinumero R08/964 (*Liinos – Visman juttu*), s. 154
- Helsingin käräjäoikeus 20.12.2010, numero 10/12295, diaarinumero R10/3549 (*LSO-osuuskunnan juttu*), s. 153

Helsingin käräjäoikeus 20.6.2013, numero 13/105248, diaarinumero R11/5854 (*Cencorpin* juttu), s. 152, 287

### Syyteratkaisut

Helsingin syyttäjänviraston syyte 20.7.2011, diaarinumero R11/344 (*Cencorpin* juttu), s. 287

Helsingin syyttäjänviraston syyttämättäjättämispäätös 26.4.2010, numero 10/876, asianumero R09/3809 (*Saunalahti Groupin* juttu), s. 155

Valtakunnansyyttäjänvirasto syyttämättäjättämispäätös 2.2.2006, numero 06/3, diaarinumero 05/28 (*Kone – Partekin* juttu), s. 155, 317

### Norjan, Ruotsin ja Tanskan korkeimmat oikeudet

Norjan korkein oikeus HR 2011-01118-A, s. 238

Norjan korkein oikeus HR 2013-1977-A, s. 29

Ruotsin korkein oikeus HD B 455-07, s. 29

Ruotsin korkein oikeus HD B 380-11, s. 29

Ruotsin korkein oikeus HD B 4946-12, s. 239

Tanskan korkein oikeus HR U.2005.984H (*Midtbanken* juttu), s. 29, 33–34, 139, 142

### Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisut

29/69 Erich Stauder v. City of Ulm – Sozialamt (1969) kok. 00419 (*Stauderin* juttu), s. 205

11/70 Internationale Handelsgesellschaft mbH v. Einfuhr- und Vorratsstelle für Getreide und Futtermittel (1970) kok. 01125 (*Internationale Handelsgesellschaftin* juttu), s. 205

118/75 Lynne Watson & Belmann (1976) kok. 01185 (*Watson & Bellmanin* juttu), s. 128

C-148/78 Tullio Ratti (1979) kok. 01629 (*Rattin* juttu), s. 130

14/83 Sabine von Colson ja Elisabeth Kamann v. Land Nordrhein-Westfalen (1984) kok. 01891 (*von Colson & Kamannin* juttu), s. 288

C-384/02 Anklagemyndigheden v. Knud Grøngaard ja Allan Bang (2005) kok. I-09939 (*Grøngaard & Bangin* juttu), s. 29, 57, 155

C-105/03 Maria Pupino (2005) kok. I-05285 (*Pupinon* juttu), s. 128, 129

C-391/04 Ypourgos Oikonomikon ja Proïstamenos DOY Amfissas v. Charilaos Georgakis (2007) kok. I-03741 (*Georgakiksen* juttu), s. 29, 57, 211

C-402/05 P ja C-415/05 P Yassin Abdullah Kadi ja Al Barakaat International Foundation v. neuvosto ja komissio ym. (2008) kok. I-06351 (*Kadi & Al Barakaatin* juttu), s. 243

C-45/08 Spector Photo Group NV ja Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financia- en Assurantiewezen (2009) kok. I-12073 (*Spector Photon* juttu), s. 29, 110, 114, 130, 131, 139, 142, 144, 155, 243, 244, 281

C-19/11 Markus Geltl v. Daimler AG (2012) kok. 00000, EUVL C-258, s. 5 (*Daimlerin* juttu), s. 63, 64, 65, 66, 156, 157, 159, 201, 275

**Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen ratkaisut**

Engel v. Alankomaat (8.6.1976), s. 236  
Salabiaku v. Ranska (7.10.1988) (*Salabiakun* juttu), s. 244  
Gropperan Radio SG ym. v. Sveitsi (28.3.1990) (*Gropperan* juttu), s. 229  
Pham Hoang v. Ranska (25.9.1992) (*Pham Hoangin* juttu), s. 244  
Funke v. Ranska (25.2.1993), s. 237  
Murray v. Yhdistynyt kuningaskunta (8.2.1996), s. 237  
Saunders v. Yhdistynyt kuningaskunta (17.12.1996), s. 237  
Heaney ja McGuinness v. Irlanti (21.12.2000), s. 237  
J.B. v. Sveitsi (3.5.2001), s. 237  
Allan v. Yhdistynyt kuningaskunta (5.11.2002), s. 237  
Fortum Oil and Gas Oy v. Suomi (12.11.2002), s. 238  
Kansal v. Yhdistynyt kuningaskunta (27.4.2004), s. 237  
Shannon v. Yhdistynyt kuningaskunta (4.10.2005), s. 237  
Jalloh v. Saksa (11.7.2006), s. 237  
Jussila v. Suomi (23.11.2006), s. 209  
O'Halloran ja Francis v. Yhdistynyt kuningaskunta (29.6.2007), s. 237  
Sergey Zolotukhin v. Venäjä (10.2.2009), s. 240  
Marttinen v. Suomi (21.4.2009), s. 237  
Ruotsalainen v. Suomi (16.6.2009), s. 209  
Tomasovic v. Kroatia (18.10.2011), s. 240  
Syyttäjä v. Fransson (26.2.2013) (*Franssonin* juttu), s. 235

**Muut ratkaisut**

Cady, Roberts & Co, 40 S.E.C. 907, 913 (1961), s. 94  
Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980), s. 94  
Massey v. FSA, [2011] UKUT 49 (TCC), Upper Tribunal FIN/2009/0024, s. 84

---

# Asiahakemisto

- access to justice* -periaate s. 233  
allokatiivinen tehokkuus s. 57, 71  
analogiakielto s. 120, 123, 225–226  
ankara vastuu (rikosoikeudellinen, ks. myös *objektiivinen vastuu*) s. 144, 166, 323, 336  
argumentaatiota kehittävä tutkimustapa s. 23  
arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tehokkuus-, luottamus ja oikeudenmukaisuusmatriisi s. 79–80  
arvopaperin arvo s. 9, 11, 47, 51, 59–60, 62, 74–75, 78, 83–84, 140, 152, 155, 195, 200, 263–264, 265, 271, 274, 277–279, 281, 283, 285–288, 290, 294–296, 311, 321, 329–332  
arvopaperioikeus s. 16  
arvopaperipörssi s. 15, 44–46  
Arvopaperivälittäjien yhdistys s. 45  
arvoaikutus (ks. myös *konkreettinen arvoaikutus*) s. 9–10, 33, 62–63, 84, 152, 264–265, 285–286, 293, 330, 332  
asianmukaisuus (ks. myös *tilanneherkkyys, oikeudenmukaisuus*) s. 18, 36, 90, 97, 127, 158, 208, 305–306, 310, 312–313, 326, 333, 337–338  
asianomistaja s. 105, 216–217, 241, 323, 325  
avoin kaupankäynti-ikkuna s. 276  
*behavioral finance* -koulukunta s. 97–98  
*blanco*-rangaistus s. 119  
blokkikaupat s. 33  
*civil law* -järjestelmä s. 90, 184  
*common law* -järjestelmä s. 90–91, 93–94, 183–184, 188–189  
*de lege ferenda* -tutkimus s. 22, 91  
*delicta propria* s. 112–113  
*de sententia ferenda* -tutkimus s. 22, 91  
*efficient capital markets hypothesis* -tutkimussuuntaus s. 97–98  
ensimarkkinat s. 55–56, 308, 316  
epälikviditeetti s. 72, 286, 295, 332  
epätäsmällisyyskielto s. 112–115, 120, 225–227, 229, 280  
*equality of arms* -periaate s. 208  
Euroopan unionin oikeuden etusijaperiaate s. 130  
Euroopan unionin rikosoikeus s. 105, 109–110, 128  
*fair play* -tilanne s. 58  
*fair trial* s. 208  
*Grossman-Stiglitzin*-paradoksi s. 68  
hallinnollinen seuraamus (myös sanktio) s. 18, 34, 114, 196, 209, 233, 290, 303–304  
hallinnollinen sisäpiirintiedon käyttökielto s. 113  
harmaa talous s. 108  
*Helsingfors Börsförening* s. 44  
Helsingin pörssi s. 41–42, 44, 46, 175, 209, 215, 233–235, 251, 261–262  
huolimattomuus s. 139–140, 144, 156, 166  
– törkeä ~ s. 48, 99, 114–115, 131, 139–142, 144–146, 151–152, 154, 156, 166–167, 232, 323  
hyvinvointivaltioellinen rikosoikeus s. 104  
hyvä arvopaperimarkkinatapa s. 112, 167, 195, 228, 234, 257–258, 262, 309, 322  
*in dubio mitius* -periaate s. 120  
*in dubio pro reo* -sääntö s. 281  
informaatioepätasapaino s. 6  
informaatioetu (myös informaatioetumatka) s. 66, 280, 302, 304  
itsekriminointisuoja s. 36, 114, 233, 235–239, 244, 268, 340  
itsesääntelysanktio s. 303  
jatkuva tiedonantovelvollisuus s. 59–66, 75–76, 78, 86, 242, 300, 303, 321, 329  
julkinen ostotarjous s. 31, 127, 154–155, 257, 265, 304, 314–315  
julkinen varoitus s. 209  
jälkimarkkinat s. 47, 55–56, 58, 111, 308, 316  
järkevä epäily s. 143, 276  
kabinettirikos s. 116  
*Kaldor-Hicks*-tehokkuus s. 57  
katurikos s. 116

- kauppatoimisto s. 43, 44, 53  
keskivertosisjoittaja s. 85, 87  
kokematon sijoittaja s. 84, 86–88, 166–167, 330–331, 334  
kokonaisjärjestely s. 15, 127, 302–303, 305, 312–317, 324–325, 337  
kollektiivinen luottamus s. 34, 178, 217, 241, 334, 336  
konkreettinen arvovaikutus (ks. myös *arvovaikutus*) s. 9, 330, 332  
kurinpitolautakunta s. 234, 251, 262  
kurinpitomaksu s. 209, 234  
lakimuoto s. 23  
levähdystaso s. 307  
liikkeeseenlaskija s. 4  
likviditeetti s. 51, 53, 55–56, 72, 76, 295, 309, 332  
luottava sijoittaja (ks. myös *trusting investor*) s. 78  
markkinahäiriö s. 41, 72  
markkinalähtöinen tulkinta s. 3, 89, 96–97, 173, 271, 280–281, 336, 338  
markkinoiden manipulointi s. 139, 290  
meklarilista s. 45  
metodinen pluralismi s. 20  
monipolvinen oikeuslähdeoppi s. 26–27  
moraali s. 95, 111, 112, 124, 135, 150, 171, 176–177, 189, 206, 308, 310  
*ne bis in idem* -periaate s. 30, 36, 233, 235, 239, 240  
negatiivisen valikoitumisen kehä (ks. myös *sitruunateoria*) s. 69  
neoklassinen taloustiede s. 68, 80–82, 85  
normikuvaus s. 21  
normisuusitus s. 21–22  
normiväite s. 21–22  
näkyttömän käden idea s. 80  
objektiivinen teleologia s. 133, 166  
objektiivinen vastuu (rikosoikeudellinen, ks. myös *ankara vastuu*) s. 130–131, 144, 155, 166, 243, 315, 323  
odotetun hyödyn teoria s. 80  
oikeudenkäyntikulu s. 208, 325  
oikeudenmukaiset markkinat s. 79–80, 92–93, 97, 99, 176, 198–199, 222, 241, 243, 300, 309, 326, 334, 340  
oikeuden pintataso s. 23–26, 175, 178, 182  
oikeuden syvärakenne s. 23–25, 175, 185  
oikeushyvä s. 103, 112, 135–137, 167, 209, 241, 314  
– yhteisön s. 217–218  
– yksilön s. 105, 217–218  
oikeushyväoppi s. 103  
oikeusideologia s. 23, 26, 308  
oikeuskulttuuri s. 20, 24, 91, 184–185  
oikeuskulttuurin taso s. 23, 25, 126, 175, 300  
oikeusmuoto s. 23  
oikeustaloustieteellinen tutkimusote s. 3, 4, 35, 80, 89–95, 99, 267, 271, 338  
oikeustieteen kaksoiskansalaisuus s. 20  
oikeusvarmuus s. 126, 149–150, 196–199, 227, 230–231, 241, 244, 261, 268, 289–290  
olosuhdetahallisuus s. 145–147  
omaisuudensuoja s. 27, 174, 207, 308  
omien osakkeiden hankinta s. 33  
operatiivinen tehokkuus s. 71  
optimointipiste s. 79–80, 99  
OTC-markkinat s. 45, 53  
pankkimarkkinat s. 55  
*pareto*-optimaalinen s. 57, 174  
*pareto*-parannus s. 57  
*pareto*-tehokkuus s. 57  
periaatepohjainen itsesääntely s. 51  
periaatepohjainen sääntely s. 35, 36, 171, 181, 196–198, 333  
periaatepunninta s. 212  
perusoikeuksien  
– horisontaalinen ulottuvuus s. 183, 207, 211–214, 324, 337  
– vertikaalinen ulottuvuus s. 183, 211–213  
perusoikeusheikkennys s. 114–115  
perusoikeusjärjestelmä s. 94, 103, 205–207, 212–217, 220, 221, 223, 231, 241, 242, 301, 315, 324, 325, 326  
perusoikeusmyönteinen laintulkinta s. 14, 125, 174–175, 196, 213, 223, 232, 242–243, 302, 314, 324–325, 336, 338  
perusoikeussuoja s. 211–213, 217, 221, 238, 335  
pitkä sijoitushorisontti s. 85  
polysentrinen oikeuslähdeoppi s. 27  
*praeter legem* -kielto s. 225  
presumoiu tahallisuus s. 131, 139, 142, 244, 281  
presumptiivinen kontekstualismi s. 126–129, 165, 220, 306, 326, 337–338, 340

- presumptiivinen käyttöolettama s. 114, 131, 243, 281
- presumptiivinen lakipositivismi s. 127, 306
- preventiivinen vaikutustarkoitus s. 114, 303
- Pörssikomitea s. 45–46
- pörssiyhtiö s. 4
- rahoitusalan rikollisuus s. 108
- rahoitusmarkkinat s. 16, 55, 78, 260, 299
- rahoitusväline s. 5–6, 33, 60, 63, 113, 157, 195, 262, 271, 277, 279, 285, 289–291
- rangaistusvastuu s. 67, 99, 129, 135–137, 142, 144, 154, 166, 317
- rationaalisen valinnan teoria s. 80, 90
- rational expectations investor model* (ks. myös *sijoittajan järkevien odotusten malli*) s. 80
- reasonable investor* s. 84–85, 87
- rikemaksu s. 209
- rikoshyöty s. 34, 73, 76, 119, 317
- rikoslain kokonaisuudistus s. 48
- rikoslakiprojekti s. 48, 140
- rikostunnusmerkistö s. 119, 120, 124, 136, 138, 145–147, 149
- samanarvoisuusmalli s. 146–147
- selonottovelvollisuus s. 146, 229–230
- seuraamusmaksu s. 209, 235–236, 238
- sijoittajan järkevien odotusten malli s. 80–82
- sisäpiiriläinen
- ensisijainen s. 113–114, 131, 144, 155
  - toissijainen s. 113–114
- sisäpiirintiedon
- ilmaisukielto (ks. myös luovutuskielto) s. 4–6, 28, 60–65, 219, 300, 329
  - käyttökielto s. 5, 6, 28, 60–65, 88, 106, 113, 131, 219, 300, 329
  - luovutuskielto (ks. myös ilmaisukielto) s. 4, 65, 88
  - yksiosainen täyttymismalli s. 61, 64, 66
- sisäpiirirekisteri s. 50, 151, 262–263, 274, 276, 329
- sitruunateoria (ks. myös *negatiivisen valikoitumisen kehä*) s. 69
- subjektiivinen teleologia s. 132–133
- systemirikollisuus s. 111
- syyteoikeus s. 216
- säännöllinen tiedonantovelvollisuus s. 75–76, 242, 260, 263, 300, 321
- sääntelyllinen optimointipiste s. 79–80
- sääntelyutopia s. 194
- taannehtivuuskielto s. 130
- tahtotahallisuus s. 146
- tasottelumalli s. 23–25
- tavarapörssi s. 43
- tehokkaiden markkinoiden periaate s. 199, 200, 244, 268
- tekijäpiiri s. 112–113
- tiedottamisrikos s. 30, 62–63, 75–77, 113, 209, 286
- tiedottamisvelvollisuus s. 13, 62, 78, 88, 113, 149, 157, 266, 291, 329
- tietoisuusvaatimus s. 146
- tilanneherkkyys (ks. myös *asianmukaisuus, oikeudenmukaisuus*) s. 74, 127, 302, 305–306, 325, 333
- todennäköisyysarviointi s. 275, 278
- todennäköisyystahallisuus s. 146–147
- toteutumistodennäköisyys s. 275, 293, 296, 324, 332
- trusting investor* (ks. myös *luottava sijoittaja*) s. 78
- tuottamuksellinen sisäpiirintiedon väärinkäyttö s. 139–141, 146
- ulkoinen tehokkuus s. 72
- ultima ratio* -periaate s. 103, 107, 165, 209, 216, 304
- valkokaulusrikollisuus (myös valkokaulusrikos) s. 108, 111, 116–117
- välillisesti dynaaminen oikeuslähdeoppi s. 127, 132
- välittäjälaitos s. 43
- yhteisörikollisuus s. 116
- yksilörikollisuus s. 116





Sisäpiirintiedon syntyminen liittyy keskeisesti arvopaperimarkkinoilla toimivien markkinaosapuolten velvollisuuksiin. Suomessa omaksutun kaksiosaisen sisäpiirintiedon täyttymismallin perusteella sisäpiirintiedon syntyminen johtaa vaihteittain sisäpiirintiedon käyttö- ja luovutuskieltoon sekä liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen tiedon kohteena olevasta olosuhteesta tai tapahtumasta. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu rikoslain 51 luvussa. Arvopaperimarkkinaoikeudellisella ilmiöllä, sisäpiirintiedon syntymisellä, on siksi välitön liityntä rikoslain rangaistussäännöksiin. Tämä normi-integraatio muodostuu tarkkarajaisesta rikoslakienormista sekä joustavasta ja avoimesta arvopaperimarkkinaoikeudellisesta normista. Arvopaperimarkkinain joustavuus ja avoimuus vaikeuttaa tulkintaratkaisujen enakoitavuutta arvopaperimarkkinoiden dynaamisessa toimintaympäristössä.

Tässä tutkimuksessa murretaan sisäpiirintiedon syntyminen yhdistettyjä perinteisiä paradigmoja. Tutkimuksessa arvioidaan sisäpiirintiedon syntymistä useamman oikeudenalan leikkauspisteessä kontekstuaalisesti. Kontekstuaalinen tulkinta perustuu tutkimuksessa erityisesti oikeusperiaatteiden aikaisempaa kattavampaan huomioimiseen ja perusoikeuksien tunnustamiseen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön täysivaltaiseksi osaksi. Lisäksi tutkimuksessa kehitetään arvopaperimarkkinarikosoikeudellista tulkintaoppia ja arvioidaan itsesääntelyn käyttömahdollisuuksia arvopaperimarkkinoiden sääntelyn välineenä. Tutkimuksessa testataan uuden varallisuus oikeudellisen teorian nelikentän toimivuutta arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä.

Tutkimuksessa arvopaperimarkkinoiden standarditoimijaksi muodostuu aikaisemmasta tulkintamallista poiketen arvopaperimarkkinaoikeudellinen järkevä ja huolellinen sijoittaja, jonka toiminta ja ratkaisut eivät perustu ainoastaan taloustieteen oppien mukaisille perusteille. Samalla sisäpiirintiedon syntyminen keskeisesti liittyvien täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten ylittymiskynnys nousee aikaisempaan tulkintaan verrattuna. Oikeusperiaatteiden ja perusoikeuksien kattava huomioiminen arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä johtaa puolestaan siihen, että markkinaosapuolten yksilöllisemmät oikeudet ja oikeusturva nousevat suojeluobjektin asemaan markkinoiden kollektiivisen luottamuksen rinnalle. Arvopaperimarkkinaoikeuden oikeuslähdeoppi perustuu tutkimuksessa tilannekohtaiseen harkintaan ja tavoitteeseen ratkaista tulkintaongelmat oikein ja oikeudenmukaisesti.

Tutkimus on hyödyllinen analyysi sisäpiirintiedon syntymisestä ja yleisemmin arvopaperimarkkinaoikeudellisten ilmiöiden tulkinnasta arvopaperimarkkinaoikeudellisten asioiden parissa työskenteleville.

