

O I K E U S T I E D E

JURISPRUDENTIA

XLI

2008

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

Toimitusneuvosto

Pekka Vihervuori, puheenjohtaja

Antti Jokela

Matti Ilmari Niemi

Pekka Timonen

Toimittaja

Leena Halila

Tilausosoite

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 6120 300, f. (09) 604 668

sly@lakimies.org

www.lakimies.org

© 2008 kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys

ISSN 0355-8215

ISBN 978-951-855-282-9

ISBN 978-951-855-730-5 (verkkokirja)

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2008

Kaarlo Hakamies

TALOUDELLISEN HYÖDYN
MENETTÄMISESTÄ
ARVOPAPERIMARKKINARIKOSSA

Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen lähtökohdista

Arvopaperimarkkinoita ja niiden sääntelyä koskevat periaatteet ovat hyvin globaaleja. Markkinoiden toimintaa koskevat samantyyppiset ongelmat maasta riippumatta. Tästä syystä tässä artikkelissa ei käsitellä lainkaan arvopaperimarkkinarikosten kriminalisoinnin justifikaatiota, vaikka kriminaalipoliittisesti orientoituneessa keskustelussa voidaankin perustellusti esittää varsin erilaisia näkemyksiä siitä, onko markkinoiden luottamuksen ylläpitäminen sellainen suojeltava oikeushyvä, joka täyttää rationaalisten kriminalisointiperiaatteiden edellytykset. Suomi on osa globaalia maailmantaloutta, jossa pääomat liikkuvat maasta toiseen. Suomi on myös tehnyt sen poliittisen valinnan, että Suomen arvopaperimarkkinat ovat yksi osa eurooppalaisia pääomamarkkinoita, joilla sääntely rakentuu maasta riippumatta samanlaisten normien pohjalle. Näiden normien tarkoituksena on mm. turvata riittävä sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöksiä vastaan ja nämä normit otetaan tässä tutkimuksessa annettuina lähtökohtina, joiden varaan tutkimus rakentuu. Artikkelin tarkoituksena on sen kysymyksen analysointi, miten Suomen rikoslain 10:2:n säännöstä rikoksen tuottaman taloudellisen hyödyn menettämisestä valtiolle on tulkittava arvopaperimarkkinarikosten yhteydessä, jotta rikoksen tekijä ei pääse hyötymään rikoksestaan ja toisaalta ettei konfiskaatio muodostu rangaistukseksi.¹ Tämän kysymyksen onnistuneen ratkaisun voidaan otaksua johtavan osaltaan siihen, että sijoittajien suoja toteutuu riittävällä tavalla.

¹ Arvopaperimarkkinoilla tämä kysymys on ehkä muita rikoksia komplisoidumpi, koska arvopaperimarkkinoiden toimintaan kuuluu olennaisena osana lähtökohtainen hyödyn tavoittelu.

Tämän lainopillisen tutkimuksen näkökulma on siis hyvin vahvasti sama kuin lainsoveltajalla on yksittäistä tapausta ratkaistessaan.

Tutkimuksen toinen lähtökohta on se, että julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin sijoittava henkilö voi luottaa markkinoiden toimintaan. Luottamus markkinoiden toimintaan tarkoittaa käytännössä mm. sitä, että sijoittaja voi luottaa siihen, että hänen sijoituksellaan on taloudellista arvoa, vaikka ainoa seikka, mitä hän sijoituksestaan tietää, on omaisuudenhoitajalta neljännesvuosittain saatu raportti, jossa lukee, mitä arvopapereita ja kuinka paljon hän omistaa. Sijoittajan ei tarvitse mennä itse hankkimaan todisteita (esim. omaisuudenhoitajan tiliotteita) siitä, että hänen sijoittamansa varat on ylipäätänsä sijoitettu tiettyihin arvopapereihin. Sijoittajan ei myöskään tarvitse hankkia todisteita siitä, että arvopaperin liikkeeseenlaskija on laskenut liikkeelle juuri ne arvopaperit (tai todennäköisemmin sähköiset arvo-osuudet), jotka sijoittajalle on aikanaan myyty esim. tietyn yhtiön osakkeina. Edelleen sijoittajan ei tarvitse hankkia todisteita siitä, että liikkeeseenlaskijan itsestään antama informaatio pitää paikkansa – harjoittaako liikkeeseenlaskija myös tosiasiaissa sellaista liiketoimintaa jota se on markkinoille tiedottanut harjoittavansa tai omistaako liikkeeseenlaskija sen käyttöomaisuuden, joka sen taseesta ilmenee. Sijoittaja voi luottaa, että arvopaperin liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevat henkilöt eivät kavalla itselleen yhtiöön sijoitettuja varoja. Sijoittaja voi myös luottaa siihen, että arvopaperin liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevat henkilöt eivät käytä omaksi hyväkseen ja samalla sijoittajien vahingoksi sellaista tietoa, joka vaikuttaa arvopaperin arvoon. Tällaisesta sijoittajasta voidaan käyttää ilmaisua luottavainen sijoittaja (trusting investor). Luottavainen sijoittaja on modernien markkinoiden toiminnan edellytys.²

Luottavaisen sijoittajan luottamus ei perustu uskoon siitä, että pankkiirit, arvopaperinvälittäjät tai sijoituskohteen palveluksessa olevat ihmiset hyvää hyvyttään eivät anasta hänen työllään ansaitsemiaan säästöjä. Luottavaisen sijoittajan luottamus perustuu siihen tietoon, että oikeusjärjestelmä asettaa näille henkilöille sellaiset tehokkaat rajoitteet tekemästä väärinkäytöksiä sijoittajia vastaan, että sijoittamisen edut ylittävät siihen liittyvät riskit. Tämän luottamuksen ylläpitäminen edellyttää, että lainsäätäjät säätelevät tehokkaita normeja ja että valvontaviranomaiset valvovat sääntöjen noudattamista. Sijoittaja luottaa itse asiassa oikeusjärjestelmään, ei ihmisiin.³

Yhdysvalloissa tällaisen luottavaisen sijoittajan uskoa järjestelmän toimivuuteen on koeteltu 1990–2000-lukujen taitteessa. Sijoitusten arvot laskivat satoja miljardeja dollareita sen jälkeen kun Enronin, Xeroxin, Global

² Stout 2002 s. 2–3, 13, 35.

³ Stout 2002 s. 21.

Crossingin ja WorldComin kyseenalaiset kirjanpitokäytännöt paljastuivat. Yhdysvalloissa 1990-luvulla tapahtunut arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ja oikeuskäytännön kehitys oli johtanut siihen, että yritysten johdon ja muiden markkinoilla toimivien henkilöiden oli entistä helpompaa huijata sijoittajia ja välttää rangaistusvastuu. Tämä kehitys muodostui useista pienistä osatekijöistä, kuten ryhmäkanteiden nostamisen vaikeuttamisesta, oikeuskäytännön kiristymisestä mm. osallisuusvastuuta koskevien tulkintojen suhteen sekä rahoitusmarkkinoita valvovan SEC:n resurssien jälkeenjääneisyydestä. Sijoittajien oikeudellinen suoja rapautui, minkä johdosta yhdysvaltalaisen sijoittajan luottamusta käytettiin väärin. Ja kun luottavaista sijoittajaa on kerran petetty, on häntä vaikea saada takaisin markkinoille sijoittamaan uudelleen. Tästä syystä Yhdysvalloissa ryhdyttiin lainsäädäntötoimiin sijoittajien luottamuksen pelastamiseksi ennen kuin se on liian myöhäistä. Sijoittajien luottamuksen menettäminen johtaa hintojen laskuun, mikä johtaa sijoittajien markkinoita kohtaan tunteman epäluottamuksen kasvuun, mikä taas lisää hintojen laskua. Tästä noidankehästä on vaikea päästä pois.⁴

Myös Suomessa on tapahtunut kehitystä, jossa luottavaisen sijoittajan uskoa järjestelmän toimivuuteen on koeteltu. Yksittäisellä sijoittajalla ei ole arvopaperimarkkinoita koskevassa rikosprosessissa käytännössä mahdollisuuksia ajaa vahingonkorvauskannetta ratkaisun KKO 2000:82 oikeusohjetta noudatettaessa⁵. Sijoittajilla ei ole myöskään mahdollisuutta nostaa ryhmäkannetta arvopaperin liikkeeseenlaskijaa kohtaan 1.10.2007 voimaantulleen ryhmäkannelain mukaan. Esitöissä tätä ratkaisua on perusteltu sillä, että arvopaperimarkkinat eivät kuulu kuluttajansuojajärjestelmän ydinalueeseen⁶. Käytännössä siis yksittäisen piensijoittajan mahdollisuudet vaatia oikeuksiaan pörssi-yhtiötä vastaan ovat suuren kuluriskinkin vuoksi heikot. Useissa arvopaperimarkkinarikoksia koskevissa rikosprosesseissa syytteet on hylätty; syynä ovat olleet sekä näytön arviointiin että laintulkintaan liittyvät seikat⁷. Suomen tilanne poikkeaa Yhdysvalloista kuitenkin

⁴ Stout 2002 s. 12, 38–43. Yhdysvaltain lainsäädäntömuutoksista 1990-luvulla ja niiden vaikutuksesta markkinavilppiteoriaan (Fraud-on-the-Market-Theory) ks. myös Avgouleas 2005 s. 471–483.

⁵ Ns. Kansallisanti-tapauksessa todettiin, ettei yksittäisellä osakkeita merkinneellä sijoittajalla ole asianomistajan asemaa tiedottamisrikoksessa. Myös Helsingin KäO:n ratkaisussa ns. Soon-tapauksessa (tuomio nro 6342/20.6.2005, dnro R04/10852) yksittäisessä sisäpiirikaupassa vastapuolena olleen osakkeenomistajan vahingonkorvausvaatimus jätettiin tutkimatta puuttuvan asianomistajuuden perusteella.

⁶ HE 154/2006 s. 33.

⁷ Myös esim. Isossa-Britanniassa arvopaperimarkkinarikoksissa syytteitä on usein hylätty. Tämän on arvioitu johtuvan mm. siitä, että maallikot joutuvat arvioimaan vaikeita näyttökysymyksiä. Osin tästä syystä Isossa-Britanniassa kehitys on kulkenut siihen, että arvopa-

siinä suhteessa, että Suomen mahdollisuudet ryhtyä sijoittajien luottamusta lisääviin lainsäädäntötoimiin ovat vähäiset. Suomessa voimassa oleva arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely perustuu yhteiseurooppalaisiin säännöksiin. Näiden yhteiseurooppalaisten säädösten muuttaminen puolestaan on kansallisen lain muuttamiseen verrattuna hidasta ja huomattavasti vaikeampaa. Suomessa luottavaisen sijoittajan uskon vahvuus riippuu pitkälti suomalaisen ratkaisukäytännön kehityksestä. Suomalaisten valvontaviranomaisten ja lainkäyttäjien – Rahoitustarkastuksen, poliisin, syyttäjien ja tuomioistuinten – vastuulla on huolehtia siitä, että kansallinen tulkintakäytäntömme vastaa yhteiseurooppalaisia arvopaperimarkkinoita ja sijoittajansuojaa koskevia standardeja⁸. Tässä tutkimuksessa pyrin analysoimaan sitä, miten RL 10:2:n taloudellisen hyödyn menettämistä koskevaa normia on suomalaisten lainsoveltajien tulkittava, jotta se täyttää yleis- ja erityispreventiivisen tehtävänsä rikosten seuraamusjärjestelmässä.

Hyödyn menettämistä koskevan konfiskaatiosäännöksen tulkinnassa on otettava huomioon se, että se ei ole eikä se saa muodostua rikosentekijälle tai muulle henkilölle rangaistukseksi. Vaikka konfiskaatio on rikosprosessissa määrättävä rikosoikeudellinen seuraamus, rangaistusjärjestelmämme perustuu lähtökohtaisesti vankeus- ja sakkorangaistusten varaan. Tämä lähtökohta asettaa myös ”ylärajan” sille, miten rikoshyödyn menettämistä koskevaa RL 10:2:a on tulkittava. Tässä tulkinnassa pyrin hahmottamaan rajoja, milloin hyödyn menettämistä koskeva idea siitä, ettei kyseessä ole rangaistus, on sopusoinnussa tehokkaiden preventiivisten tarkoitusten edistämisen kanssa.

1.2 Tutkimuksessa käytetyistä oikeuslähteistä, tutkimuksen tarpeesta sekä sen rakenne

Arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen luonteen johdosta olen käyttänyt lähteitä myös sellaisista oikeusjärjestelmistä, jotka poikkeavat perusteiltaan merkittävästi suomalaisesta järjestelmästä. Kuitenkin arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn samankaltaisuuden vuoksi pidän tätä perusteltuna, vaikka rikosoikeus onkin perinteisesti ollut vahvasti kansallinen oikeudena. Suomalaisten ongelmien ja ilmiöiden ymmärtäminen helpottuu, kun

perimarkkinoiden väärinkäyttötilanteissa langetetaan ennemmin taloudellisilta arvoiltaan huomattavia hallinnollisia sanktioita epävarmojen rikosprosessien käynnistämisen sijaan. Avgouleas 2005 s. 452–467. Toisaalta esim. Ruotsissa arvopaperimarkkinarikosoikeudenkäynnit ovat usein johtaneet langettaviin tuomioihin. Samuelsson 2005 s. 63–118.

⁸ Voidaan toki kysyä, onko missään EU:n jäsenmaassa onnistuttu toteuttamaan käytännössä niitä tavoitteita, joita markkinoiden väärinkäyttöä koskevalle sääntelylle on asetettu.

nähdään, miten samantyyppiset ongelmat on ratkaistu muualla. Arvopaperimarkkinoiden kansainvälisyys, suuri yhteiskunnallinen merkittävyys sekä luonne oikeus- ja taloustieteellisen tutkimuksen kohteena tuovat omat haasteensa siinä suhteessa, että relevanttia lähdemateriaalia on saatavissa lähes rajattomasti. Materiaalin etsimiseen, valintaan ja analysointiin voi ahkera tutkija käyttää aikaa loputtomiin.

Arvopaperimarkkinoita koskeva oikeustieteellinen tutkimus on ollut vilkasta viime vuosina myös Suomessa. Aiheesta on julkaistu useita väitöskirjoja (Kurenmaa⁹ ja Annola¹⁰ sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, Huovinen¹¹ pörssiyrityksen tiedottamiseen liittyen, Häyrynen¹² laajemmin markkinoiden väärinkäytöstä). Myös konfiskaatioseuraamuksesta on julkaistu varsin tuore Rautio¹³ väitöskirja, joka on kuitenkin luonteeltaan prosessioikeudellinen. Viljanen¹⁴ on julkaissut hiljattain konfiskaatioita koskevan monografian, jossa arvopaperimarkkinarikoksiin ei kuitenkaan ole puututtu. Haapanen¹⁵ sinällään laadukas artikkeli arvopapereita koskevasta hyötykonfiskaatiosta on suppeahko ja siinä kiinnitetään erityisesti huomiota RL 2:16:n ja RL 10 luvun ajalliseen soveltamiseen.

Tutkimus rakentuu siten, että luvussa 2 käyn läpi arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kehitystä niin eurooppalaisella kuin kansallisella tasolla antaakseni lukijalle käsityksen, millaisessa sääntely-ympäristössä arvopaperimarkkinat Suomessa toimivat. Luvussa 3 analysoin arvopaperimarkkinoita koskevaa sanktiojärjestelmää sekä erilaisten sanktioiden keskinäisiä suhteita. Luvussa 4 selvitän yleisemmin rikoshyödyn konfiskointiin liittyvää säädöshistoriaa ja sitä koskevia periaatteita. Luvussa 5 luon katsauksen hyödyn menettämistä arvopaperimarkkinarikoksissa koskevaan problematiikkaan niin Suomessa kuin kansainvälisesti. Luvussa 6 esitän oman näkemykseni siitä, miten rikoslain hyödyn menettämistä koskevaa säännöstä on arvopaperimarkkinarikoksissa tulkittava.

⁹ Kurenmaa, Tero: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö (Kurenmaa 2003).

¹⁰ Annola, Vesa: Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa (Annola 2005).

¹¹ Huovinen, Sakari: Pörssiyrityksen tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista (Huovinen 2004).

¹² Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö (Häyrynen 2006).

¹³ Rautio, Jaakko: Hyötykonfiskaatiokanne (Rautio 2006).

¹⁴ Viljanen, Pekka: Konfiskaatio rikosoikeudellisena seuraamuksena (Viljanen 2007)

¹⁵ Haapanen, Olli: Arvopaperimarkkinarikokset ja rikoshyödyn menettäminen (Haapanen 2007). – Lisäksi arvopaperirikosten hyötykonfiskaatiota koskien on mainittava Heli Korkan v:n 2007 lopulla Helsingin yliopistossa valmistunut varsin hyvätasoinen pro gradu -tutkielma ”Hyötykonfiskaatiokanne arvopaperimarkkinarikosten seuraamuksena” (Korkka 2007), jota ei kuitenkaan ole julkaistu.

2 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYSTÄ

2.1 Yleistä arvopaperimarkkinoiden toimintaperiaatteista

Arvopaperimarkkinoiden tehtävänä on ohjata pääomavirtoja sijoittamiseen halukkailta yhteisöiltä ja yksityishenkilöiltä pääomia tarvitseville, arvopapereita liikkeeseen laskeville yhteisöille. Arvopaperimarkkinat jakautuvat ensi- ja jälkimarkkinoihin. Ensimmäisillä yhteisöt hankkivat itselleen oman tai vieraan pääomanerästä rahoitusta laskemalla liikkeelle osakkeita, erilaisia velkakirjoja tai näiden yhdistelmiä eli velkakirjoja, jotka ovat tietyin ehdoin vaihdettavissa tai maksua vastaan muutettavissa osakkeiksi. Kansantalouden suotuisan kehityksen on katsottu edellyttävän toimivia ensimmäisillä, sillä yritykset pystyvät siten hankkimaan itselleen edullista pääomaa niiden kilpailukykyä edistäviin investointeihin. Ensimmäisillä tehokas toiminta edellyttää myös toimivia jälkimarkkinoita, sillä sijoittajan on pystyttävä tarvittaessa realisoimaan sijoituksensa. Jälkimarkkinoilla sijoittajat käyvät keskenään kauppaa liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. Samalla he ohjaavat varojaan sellaisten yritysten arvopapereihin, joista he uskovat saavansa hyötyä esimerkiksi arvopaperin arvon kasvuna tai osinko- tai korkotuottona.¹⁶

Jälkimarkkinoilla voidaan käydä kauppaa paitsi ns. käteisillä, joilla kaupan kohteet luovutetaan välittömästi ostajalle, myös ns. johdannaisilla eli tulevaisuudessa toteutettavista arvopapereiden luovutuksista¹⁷. Johdannaisilla käydään kauppaa optio- ja termiinisopimuksista¹⁸, joilla eri osapuolet ovat sopineet tulevaisuudessa tapahtu-

¹⁶ HE 157/1988 s. 3.

¹⁷ Pörssiosakkeiden lisäksi johdannaisia käytetään yleisesti muutenkin rahoitus- ja raaka-ainemarkkinoilla, esim. pohjoismaisessa sähköpörssissä. Johdannaisia voidaan käyttää esim. riskienhallinnan apuvälineenä.

¹⁸ Optiosopimuksella tarkoitetaan sopimusta, jolla optio-oikeuden saaja voi optionsa perusteella vaatia tai olla vaatimatta vastapuolelta jotain suoritusta, esim. tietyn osakkeen luovutusta tiettyinä päivinä tiettyyn hintaan. Optiosopimuksen vastapuoli eli optionasettaja on velvollinen vaadittaessa tekemään tämän suorituksen. Optionasettaja saa sitoumuksestaan vastikkeen eli preemion, jonka optionsaaja joutuu maksamaan korvaukseksi. Termiinisopimuksella tarkoitetaan kauppaa, jossa kaupantekohetkellä sovittavasta hinnasta tehtävä suoritus on täytettävä tiettyinä määräpäivinä. Termiinisopimukset ovat molemminpuolisesti kaupankäyntiin velvoittavia. Termiinkauppoja käydään useimmiten tuotteilla, joilla on julkisessa kaupankäynnissä määräytyvä markkinahinta. Tällaisissa tapauksissa myyjä ja ostaja voivat sopia, että kaupan täyttämisen sijasta hyvitetään termiinihinnan ja suorituspäivän markkinahinnan välinen erotus toiselle osapuolelle. Johdannaisten vakioinnilla tarkoitetaan sitä, että kaupankäynnin kohteena olevien optio- ja termiinisopimusten ehdot on määritelty markkinapaikan toimesta lukuun ottamatta näiden sopimusten päivittäistä markkinahintaa, joka määräytyy markkinoilla. HE 53/1988 s. 3.

vista luovutuksista ja niiden hinnoista. Optiosopimukset ja osakeyhtiölain mukaiset optio-oikeudet on erotettava toisistaan, sillä OYL:n sääntelemät optiot ovat merkintäoptioita, jotka velvoittavat tiettyä osakeyhtiötä antamaan optionsaajalle sovitun määrän osakkeita. Johdannaismarkkinoilla vaihdannan kohteena olevilla osakkeita koskevilla optiosopimuksilla ja kohdeyhtiöllä ei sen sijaan ole periaatteessa tekemistä toistensa kanssa.¹⁹

Ensi- ja jälkimarkkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien luottamusta niiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen. Puolueettomille markkinoille on kaikilla sijoittajilla avoin pääsy sekä heillä on yhtäläiset mahdollisuudet käyttää tietoa arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista hyväkseen kaupankäynnissään. Edelleen puolueettomilla markkinoilla yksikään yksittäinen toimija ei pysty ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä. Tehokkailla markkinoilla puolestaan liikkeeseenlaskijaan, arvopaperiin ja markkinoihin yleensä liittyvät tiedot heijastuvat kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden hintoihin.²⁰

Markkinapaikkana toimivalta arvopaperipörssiltä edellytetään korostettua puolueettomuutta ja luotettavuutta. Voidakseen täyttää nämä vaatimukset on pörssissä oltava riittävän suuri määrä sekä arvopaperivälittäjiä että riittävä määrä vaihdantaa. Pörssillä itsellään tulee olla tehokkaat keinot liikkeeseenlaskijoita, arvopapereita sekä niiden kurseja ja vaihdantaa koskevan tiedon levittämiseen sekä markkinoiden valvontaan. Vaihdannan kohteena olevan arvopaperin kaupankäynnin on oltava riittävän säännöllistä ja omistuksen riittävän hajautunutta, jotteivät yksittäiset toimijat pystyisi ohjaamaan kurssikehitystä.²¹

2.2 Arvopaperimarkkinoiden sääntelystä Suomessa 1980-luvulla

Sijoittajien luottamuksen lisäämiseksi Helsingin Arvopaperipörssi ja Arvopaperivälittäjien yhdistys olivat 1980-luvulla laatineet erilaisia itsesääntelynormeja. Nämä normit olivat vielä 1980-luvun lopulle saakka käytännössä ainoat arvopapereilla toimivien markkinaosapuolten²² toimintaa ohjaavat normit. Arvopaperipörssin ohje- ja järjestyssääntöjen perusteella markkinaosapuolet sitoutuivat noudattamaan pörssieettisiä määräyksiä, joissa oli

¹⁹ HE 53/1988 s. 3.

²⁰ HE 157/1988 s. 3.

²¹ HE 157/1988 s. 4–5.

²² Markkinaosapuolilla tarkoitan tässä arvopaperivälittäjiä ja arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita.

määräyksiä yhtiöiden yleisestä ja erityisesti yleisölle tarjottuihin osakeantoihin liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta, sisäpiirin arvopaperikaupoista ja mm. lunastusvelvollisuudesta. Arvopaperivälittäjien yhdistys, joka ylläpiti pienempien yritysten osakkeiden kaupankäyntiin tarkoitettua OTC-listaa, oli myös asettanut samankaltaisia, kuitenkin osittain lievempiä määräyksiä mm. yhtiöiden tiedonantovelvollisuudesta.²³ Näiden itsesääntelynormien etuna oli se, että niillä pystyttiin antamaan nopeasti määräyksiä arvopaperimarkkinoille, mistä syystä itsesääntelyllä on edelleen oma merkityksensä varsinaisen lainsäädännön täydentäjänä. Heikkoutena oli kuitenkin se, ettei niiden vaikutus ulotu muihin toimijoihin kuin niihin, jotka ovat sitoutuneet itsesääntelyyn. Myöskään sääntöjen rikkomisesta seuraavien sanktioiden ei katsottu välttämättä olleen aina riittävän tehokkaita. Itsesääntelynormien myötä kuitenkin esim. yhtiöiden osakeantiensa yhteydessä antaman tiedon taso nousi aikaisempaan verrattuna.²⁴

Arvopaperimarkkinat kasvoivat voimakkaasti Suomessa 1980-luvulla, mikä näkyi niin sijoittajien määrän ja arvopapereiden liikkeeseenlaskun ja vaihdon vilkastumisena kuin osakeyleisindeksin jyrkkänä nousuna. Tuolloin yritykset siirtyivät yhä enenevässä määrin hankkimaan rahoitusta yleisöltä luottolaitosten sijasta. Rahoitusta ryhdyttiin hakemaan myös kansainvälisiltä markkinoilta. Luonnollisten henkilöiden ja tavallisten kotitalouksien kiinnostus arvopaperisäästämiseen oli myös kasvussa. Tästä syystä myös kuluttaja-asiamiehen toimivalta arvopaperimarkkinoihin liittyvissä kysymyksissä nousi ajankohtaiseksi. Johdannaisiin liittyvien riskien vuoksi luonnollisten henkilöiden suojaamisen kannalta oli välttämätöntä, että heillä oli mahdollisuus osallistua optio- ja termiinisijoituksiin ainoastaan lailla säännellyillä ja viranomaisten valvomilla johdannaismarkkinoilla.²⁵

Näissä olosuhteissa arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytysten turvaamisen katsottiin edellyttävän, että sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoihin on vahvistettava. Itsesääntelynormit eivät enää yksistään olleet riittäviä, vaan sijoittajien luottamuksen vahvistaminen edellytti alaa koskevaa yleistä lainsäädäntöä ja myös rikosoikeudellisten sanktioiden asettamista tiettyihin tekoihin. Kansainväliset sitoumukset eivät vielä tuossa vaiheessa suoranaisesti edellyttäneet Suomelta lakitasoista arvopaperimarkkinoiden sääntelyä, vaikka tuolloin olikin jo nähtävillä, että myös kansainvälinen yhteistyö edellyttää Suomelta lainsäädäntötoimenpiteitä.²⁶

²³ HE 157/1988 s. 17–18.

²⁴ HE 157/1988 s. 3–5, 24.

²⁵ HE 157/1988 s. 3, 16, 19, 21–22; HE 53/1988 s. 5, 9–10. Vastaava arvopaperimarkkinoiden kasvu oli maailmalla yleinen ilmiö. Ks. arvopaperimarkkinakaupan määrien kasvusta esim. Ruotsissa Afrell 1991 s. 17.

²⁶ HE 157/1988 s. 19–22.

Ensimmäisenä arvopaperimarkkinoita säätelevänä lakina tuli voimaan 1.11.1988 johdannaismarkkinoiden toimintaa säätelevä laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (optiokauppalaki, 772/1988). Laissa on säännökset luvanvaraisesta optiopörssitoiminnasta, johdannaiskaupankäynnistä sekä johdannaismarkkinoiden valvonnasta ja tietyistä rikosoikeudellisista sanktioista. Arvopaperimarkkinoita yleislakina säätelevä arvopaperimarkkinalaki (495/1989) puolestaan astui voimaan vajaa vuosi myöhemmin eli 1.8.1989. Tässä laissa on säännökset arvopapereiden markkinoinnista, liikkeeseenlaskusta sekä säännöllisestä, jatkuvasta ja liikkeeseenlaskun yhteydessä tapahtuvasta tiedonantovelvollisuudesta, arvopaperikaupasta ja -välityksestä, sisäpiiriläisistä, julkisesta ostotarjouksesta ja lunastusvelvollisuudesta sekä valvonta-, rangaistus- ja vahingonkorvausnormeja.

Johdannaismarkkinoiden luotettavalla toiminnalla katsottiin olevan yleistä merkitystä arvopaperimarkkinoita sekä rahamarkkinajärjestelmää kohtaan tunnettavan luottamuksen kannalta. Johdannaismarkkinat poikkeavat käteismarkkinoista siten, että johdannaismarkkinoihin liittyvän vipuvaikutuksen vuoksi sisäpiirintietoa voidaan käyttää hyväksi pienemmillä sijoituksilla kuin varsinaisilla arvopaperimarkkinoilla.²⁷ Sisäpiiriläisten väärinkäytösten estämiseksi optiokauppalakiin otettiin säännökset, joilla välittäjille ja meklareille asetettiin ilmoitusvelvollisuuksia omistusuusistaan niissä yhtiöissä, joita koskevat johdannaiset olivat kaupankäynnin kohteena. Yhtiöiden johtoon kuuluvilta henkilöiltä kaupankäynti omaa yhtiötä koskevilla johdannaisilla kiellettiin kokonaan. Kurssimanipulaation estämiseksi välittäjiltä kiellettiin myös sellaiset toimenpiteet, jotka oli tehty tarkoituksessa vaikuttaa johdannaisen kurssiin.²⁸ Lain vastainen menettely oli säädetty rangaistavaksi johdannaismarkkinarikoksena, joka tuli kyseeseen tahallisena tai törkeästä tuottamuksesta tehtynä. Ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönti tuli rangaistavaksi johdannaismarkkinarikkomuksena.²⁹

Arvopaperimarkkinalain esitöissä on sijoittajan suojaa ja markkinoiden luotettavuuden merkitystä käsitelty laajemmin. Markkinoiden luotettavan toiminnan ja sijoittajan suojan kannalta katsottiin olevan välttämätöntä, että markkinoilla on saatavissa riittävä ja luotettava informaatio arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista. Järkipäiset sijoituspäätökset ja luotettava hinnanmuodostus edellyttävät totuudenmukaisen ja ajankohtaisen tiedon

²⁷ HE 53/1988 s. 5, 6, 9–10.

²⁸ L kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988) 3:11, 3:12 ja 3:13. – Nämä säännökset on sittemmin osin muutettu ja osin kumottu kokonaan. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja kurssimanipulaatio myös johdannaisilla on kuitenkin edelleen säädetty rikoslaissa rangaistavaksi.

²⁹ L kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988) 5:3 ja 5:4.

saantia.³⁰ Arvopaperinvälittäjien toiminnan asianmukaisuudella, erityisesti hinnanmuodostuksen vääristymättömyydellä, todettiin olevan myös keskeinen merkitys markkinoiden luotettavalle toiminnalle ja sijoittajien suojan toteutumiselle.³¹ Samoista syistä myös sisäpiiriläisten toimintaa oli säädeltävä mm. ilmoitusvelvollisuuksien ja kaupankäyntirajoitusten muodossa.³² Arvopaperimarkkina-alaissa säädettyjen velvollisuuksien rikkomisesta oli lain 8 luvussa rangaistussäännökset, joista on kehittynyt nykyisin voimassa oleva rikoslain arvopaperimarkkinoita koskeva 51 luku. Arvopaperimarkkina-alaissa oli lisäksi jo tuolloin säädetty erityisestä vahingonkorvausvelvollisuudesta, kun taas menettämisseuraamusten osalta viitattiin RL 2:16:een.

2.3 Arvopaperimarkkinoiden eurooppalaisesta sääntelystä

2.3.1 Euroopan yhteisön piirissä tapahtunut kehitys

Euroopan talousyhteisön pyrkimykseen kuului yhteisten eurooppalaisten sisämarkkinoiden luominen myös pääomamarkkinoille. Tähän liittyen EY antoi 1970–1990-luvuilla useita direktiivejä, joiden tarkoituksena oli mahdollistaa tehokkaiden eurooppalaisten arvopaperimarkkinoiden synty. Olennainen edellytys eurooppalaisille arvopaperimarkkinoille oli se, että sijoittajien suoja oli tietyllä vähimmäistasolla jäsenvaltiosta riippumatta. Yhteismarkkinoita pyrittiin edistämään myös siten, että arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden ja kansallisten viranomaisten tekemät toimenpiteet on vastavuoroisesti tunnustettavissa eri jäsenmaissa, mikäli nämä toimenpiteet täyttävät direktiiveissä määrätyt vähimmäisvaatimukset. Yksittäisten jäsenvaltioiden sallittiin kuitenkin edelleen säätävän ankarampia säännöksiä, kunhan niiden avulla ei harjoiteta syrjintää.³³ EY:n direktiiveissä säädettiin mm. tietojenantovelvollisuudesta arvopapereiden liikkeeseenlaskun, pörssilistauksen ja tilinpäätöksen julkaisun yhteydessä samoin kuin pörssiyhtiön jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta³⁴, säännölliseen

³⁰ HE 157/1988 s. 24.

³¹ HE 157/1988 s. 37.

³² HE 157/1988 s. 45.

³³ KM 1991:48 s. 49.

³⁴ Listalleottodirektiivi (79/279/ETY), listalleottoesitedirektiivi (80/390/ETY), listalleottoesitteiden vastavuoroista tunnustamista koskeva direktiivi (87/345/ETY) sekä tarjousesitedirektiivi (89/298/ETY) ja direktiivi tarjousesitteiden vastavuoroista tunnustamista koskevaksi direktiiviksi (90/211/ETY).

tiedonantovelvollisuuteen liittyvästä velvollisuudesta julkaista puolivuotiskatsaus³⁵, velvollisuudesta julkaista merkittävistä omistusmuutoksista pörssiyhtiöissä³⁶ sekä sisäpiirin kaupankäynnistä³⁷.

Listalleottodirektiivin³⁸ tavoitteena oli menettelytapoja yhdenmukaistamalla parantaa sijoittajansuojaa eri maissa sekä toisaalta helpottaa toisesta jäsenvaltiosta olevien arvopaperien ottamista pörssilistalle. Direktiivissä ja sen liitteissä on määräykset siitä, mitä edellytyksiä arvopaperin liikkeeseenlaskijan ja myös itse liikkeeseenlaskettavan arvopaperin on täytettävä, jotta se voidaan ottaa noteerattavaksi viralliselle pörssilistalle. Liikkeeseenlaskijaa koskevat vaatimukset liittyivät mm. yhtiön vähimmäiskokoon ja riittävän pitkään toimintahistoriaan, kun taas listalle otettavan arvopaperin oli oltava mm. vapaasti luovutettavissa ja niiden omistus oli oltava riittävän hajautunutta. Edelleen liikkeeseenlaskijaa koski velvollisuus kohdella arvopaperin omistajia ja muita haltijoita yhdenvertaisesti sekä julkistaa kaikki sellaiset seikat, jotka voivat aiheuttaa olennaisia muutoksia osakkeen hintaan.³⁹

Listalleottoesitedirektiivi täydensi listalleottodirektiiviä ja ne valmisteltiinkin yhdessä. Listalleottoesitedirektiivillä yhtenäistettiin vaatimuksia, jotka koskevat pörssilistautumisen yhteydessä julkaistavaa esitettä. Yhdenmukaistamalla listalleottoesitteen sisältöä koskevia vaatimuksia pyrittiin lisäämään arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta sekä turvaamaan riittävän ja mahdollisimman puolueettoman tiedon antaminen sekä nykyisille että tuleville arvopapereiden haltijoille. Samalla direktiivillä pyrittiin edistämään yritysten mahdollisuuksia saada arvopapereitaan listattua toisten jäsenvaltioiden pörssilistoille ja toisaalta sijoittajien mahdollisuuksia saada yhdenvertaisesti tietoa toisissa jäsenvaltioissa listatuista arvopapereista.⁴⁰ Listalleottoesitedirektiivin liitteissä on varsin yksityiskohtaiset määräykset siitä, mitä tietoja esitteessä on kerrottava liikkeeseenlaskijan hallinnosta, liiketoiminnasta, taloudellisesta tilanteesta sekä tulevaisuudennäkymistä.⁴¹

Myöhemmin pääomien hankkimista toisista jäsenvaltioista helpotettiin vielä säätämällä erityinen listalleottoesitteiden vastavuoroista tunnustamista koskeva direktiivi⁴², jonka lähtökohtana on, että yhdessä jäsenvaltiossa hyväksytty listalleottoesite on hyväksyttävä toisessakin jäsenvaltiossa il-

³⁵ Puolivuotiskatsausdirektiivi (82/121/ETY).

³⁶ Liputusdirektiivi (88/627/ETY).

³⁷ Sisäpiiridirektiivi (89/592/ETY).

³⁸ Listalleottodirektiivi (79/279/ETY).

³⁹ Listalleottodirektiivi (79/279/ETY) ja sen liitteet, KM 1991:48 s. 71, 130–133.

⁴⁰ KM 1991:48 s. 103.

⁴¹ Listalleottoesitedirektiivi (80/390/ETY) ja sen liitteet.

⁴² Listalleottoesitteiden vastavuoroista tunnustamista koskeva direktiivi (87/345/ETY).

man, että kansallisilla viranomaisilla on oikeutta vaatia niihin uusia tietoja, poikkeuksena kuitenkin lähinnä kansallista tuloverojärjestelmää koskevat tiedot.⁴³ Listalleottoesitedirektiiviä täydentämään säädettiin vielä 1989 voimaan tullut tarjousesitedirektiivi⁴⁴, joka laajensi tiedonantovelvollisten arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden piiriä laajemmalle kuin pörssissä jo oleviin tai sinne aikoviin liikkeeseenlaskijoihin. Direktiiviä sovellettiin siitä riippumatta, haetaanko yleisölle tarjottuja arvopapereita myöhemmin pörssilistalle vai ei. Olennaista soveltamisessa oli, että tarjottaessa arvopapereita laajalti säännellyillä markkinoilla yleisölle on pyrittävä turvaamaan sijoittajien mahdollisuudet arvioida arvopapereihin liittyvät riskit. Sijoittajilla tuli olla mahdollisuus tehdä sijoituspäätöksensä mahdollisimman tietoisena asiaan vaikuttavista seikoista.⁴⁵ Direktiivissä ja sen liitteissä on varsin yksityiskohtaiset määräykset, mistä seikoista (mm. liikkeeseenlaskijan liiketoiminnasta, taloudesta, hallinnosta sekä tulevaisuudennäkymistä) tarjousesitteessä on mainittava. Myös tarjousesitteet otettiin vastavuoroisen tunnustamisen menettelyn piiriin erillisellä tätä koskevalla direktiivillä.⁴⁶

Puolivuotiskatsausdirektiivin⁴⁷ tarkoituksena oli edelleen parantaa sijoittajansuojaa sekä tehdä sijoittajien keskinäinen asema tasavertaisemmaksi säätämällä pörssiyhtiön säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta tilikausien aikana. Puolivuotiskatsausdirektiivi täydensi listalleottodirektiiviä, jossa oli määräykset vuosittaisen tilinpäätöksen julkaisuvelvollisuudesta. Pörssilistalla olevan yhtiön tuli antaa sekä lukuina että sanallisesti tietoja yhtiön toiminnasta ja tuloksesta puolen vuoden pituiselta katsastuskaudelta; julkaistavien lukujen tuli lähtökohtaisesti perustua kirjanpitoon. Selostuksen tuli sisältää kaikki sellaiset merkittävät tiedot, jotka ovat tarpeen sijoittajalle tämän tehdessä perusteltua arviota yhtiön toiminnan ja tuloksen kehityssuunnasta.⁴⁸

Vuonna 1988 voimaan tulleen liputusdirektiivin⁴⁹ avulla pyrittiin lisäämään erityisesti sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoihin sekä varmistamaan markkinoiden toimivuutta antamalla sijoittajille riittävät tiedot muista sijoittajista. Pörssiyhtiön tuli julkaista sen omistuksessa ta-

⁴³ KM 1991:48 s. 109–110.

⁴⁴ Tarjousesitedirektiivi (89/298/ETY).

⁴⁵ KM 1991:48 s. 113–114.

⁴⁶ Tarjousesitedirektiivi (89/298/ETY) ja sen liitteet; direktiivi tarjousesitteiden vastavuoroista tunnustamista koskevaksi direktiiviksi (90/211/ETY).

⁴⁷ Puolivuotiskatsausdirektiivi (82/121/ETY).

⁴⁸ KM 1991:48 s. 152–155.

⁴⁹ Liputusdirektiivi (88/627/ETY).

pahtuneet muutokset silloin, kun henkilön tai yhteisön omistusosuus joko suoraan tai välillisesti ylitti tai alitti tiettyjä⁵⁰ rajoja.⁵¹

EY:n arvopaperimarkkinoiden toimintaa säätelevistä direktiiveistä ehkä kiistanalaisin oli sisäpiiridirektiivi⁵², jonka valmistelu aloitettiin jo 1970-luvulla. Komission luonnos direktiiviksi valmistui vasta toukokuussa 1987 paljolti Saksan vastustuksen vuoksi, sillä Saksa ei halunnut jäsenmaita juridisesti sitovaa harmonisointia. Direktiivin taustalla vaikuttivat niin taloustieteellinen keskustelu kuin yhteiskunnalliset oikeudenmukaisuusnäkökohdat. 1960-luvulla käytiin taloustieteilijöiden piirissä keskustelua siitä, onko sisäpiiritiedon avulla tehdyn kaupankäynnin kieltevä lainsäädäntö ylipäättänsä tarpeellista. Sääntelyn vastustajien mukaan sisäpiiriläisen kanssa tehdyt kaupat eivät vahingoita sijoittajia, koska ulkopuolinen sijoittaja olisi tehnyt kaupat samaan hintaan ei-sisäpiiriläisenkin kanssa. Sääntelyn kannattajat puolestaan kiinnittivät huomiota mm. siihen, että sisäpiirintiedon hyväksikäytön salliminen voisi johtaa mm. siihen, että yritysjohto panttaa huonojen tietojen julkistamista. Sääntely ylläpitää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Myös markkinaosapuolten tasapuolisuutta ja kaupankäynnin reilua korostavien näkökantojen huomioon ottaminen puoltaa sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa.⁵³

Sisäpiiridirektiivin mallina toimivat käytännössä Englannin ja Ranskan lainsäädännöt, sillä näissä maissa oli kehittyneimmät kansalliset sisäpiirikauppaa koskevat lain tasoiset säännökset.⁵⁴ Sen sijaan esimerkiksi Saksassa sisäpiirikauppoja koskeva sääntely perustui aikaisemmin puhtaasti arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyyn.⁵⁵

Sisäpiiridirektiivi sisälsi määritelmiä mm. siitä, milloin tietoa on pidettävä sisäpiirintietona. Direktiivissä oli määräykset myös siitä, mihin henkilöpiiriin sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltä ulottuu. Edelleen direktiivissä oli määräyksiä valvontaviranomaisten toiminnasta sekä direktiivin alueellisesta soveltamisalasta. Säädosvalmistelun yhteydessä Euroopan parlamentissa esitettiin, että myös sisäpiirintiedon väärinkäytöstä seuraavat rangaistukset tulisi harmonisoida. Tämä jäi kuitenkin toteutumatta mahdollisten poliitisten ja juristien ongelmien vuoksi. Komissio lisäsi direktiiviin kuitenkin määräykset siitä, että säännösten rikkomisesta seuraavien sanktioiden tulee olla tuntuvia, mitä ilmaisua neuvosto taas lievensi. Lopullisessa direktiivissä

⁵⁰ Liputusrajat olivat 10 %, 20 %, 1/3, 50 % tai 2/3.

⁵¹ Liputusdirektiivi (88/627/ETY), KM 1991:48 s. 164–167.

⁵² Sisäpiiridirektiivi (89/592/ETY).

⁵³ Hopt 1990 s. 52–56.

⁵⁴ Hopt 1990 s. 72–73; Herrington – Glover 1994 s. 34.

⁵⁵ Hopt 1990 s. 72, 76–77; Heinsius 1994 s. 1–8.

jäsenvaltiot velvoitetaan säätämään direktiivin määräysten noudattamisen edistämiseksi ”riittävät” seuraamukset.⁵⁶

Näiden direktiivien sääntelyä tarkennettiin 1990-luvulla vielä joiltakin osin ja direktiivit on sittemmin 2000-luvulla kumottu kokonaan ja korvattu uusilla direktiiveillä⁵⁷. Niissä omaksutut mallit ovat kuitenkin edelleen pohjana arvopaperimarkkinoiden sääntelylle niin Suomessa kuin muualla EU:ssa. Ne myös osoittavat, mitkä seikat ovat nousseet sääntelyn kohteeksi pyrittäessä luomaan yhteiset eurooppalaiset pääomamarkkinat. Lisäksi niiden taustalla olevat tavoitteet – sijoittajien suojan parantaminen sekä toisaalta pääomien tehokas allokointi niitä tarvitseville elinkeinonharjoittajille – ovat edelleen merkityksellisiä myös nykyisiä direktiivejä tulkittaessa.

Nykyisin voimassaoleva arvopaperimarkkinoita ja arvopaperimarkkinari-koksia koskeva Suomen lainsäädäntö perustuu 2000-luvun alussa annettuihin uusiin EY-direktiiveihin⁵⁸, joilla korvattiin ja täydennettiin aikaisempia, 1980-luvulta peräisin olleita direktiivejä. Näiden direktiivien antamisen taustalla vaikuttivat useat seikat. Kodifointidirektiivi, joka koski arvopaperien ottamista pörssilistalle ja siihen liittyvää tiedonantovelvollisuutta, tuli voimaan vuonna 2001. Tämän direktiivin antamisen syynä oli pitkälti se, että 1980-luvulla annettuja direktiivejä oli muutettu vuosien kuluessa useasti, joten selkeyden ja järjeistämisen vuoksi vanhojen arvopapereiden liikkeeseenlaskua ja siihen liittyvää tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten läpikäynti ja kokoaminen yhteen direktiiviin oli tarpeen⁵⁹.

⁵⁶ Sisäpiiridirektiivi (89/592/ETY); Hopt 1990 s. 75. Sisäpiiridirektiivin 13 artiklan mukaan ”Jäsenvaltion on säädettävä tämän direktiivin nojalla annettujen säännösten rikkomisen seuraamuksista. Näiden seuraamusten on oltava riittävät, jotta ne edistävät näiden säännösten noudattamista.”

⁵⁷ Listalleottodirektiivi (79/279/ETY), listalleottoesitedirektiivi (80/390/ETY), listalleottoesitteiden vastavuoroista tunnustamista koskeva direktiivi (87/345/ETY), puolivuotiskatsausdirektiivi (82/121/ETY) ja liputusdirektiivi (88/627/ETY) on korvattu v. 2001 direktiivillä arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta. Tarjousesitedirektiivi (89/298/ETY) ja direktiivi tarjousesitteiden vastavuoroisesta tunnustamisesta (90/211/ETY) on korvattu v. 2003 direktiivillä arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta, josta käytetään yleisesti myös nimeä esitedirektiivi (2003/71/EY). Sisäpiiridirektiivi (89/592/ETY) on v. 2003 korvattu uudella markkinoiden väärinkäyttöä koskevalla direktiivillä (2003/6/EY). – Sijoituspalveluyritysten toimintaa säätelevä sijoituspalveludirektiivi (1993/22/ETY) on korvattu Rahoitusvälineiden markkinat-direktiivillä (MiFID, 2004/39/EY)

⁵⁸ Ns. kodifointidirektiivi 2001/34/EY, esitedirektiivi 2003/71/EY, markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003/6/EY sekä markkinoiden väärinkäyttödirektiivin nojalla annetut komission direktiivit (komission määritelmädirektiivi 2003/124/EY, komission sijoitusuusitusdirektiivi 2003/125/EY sekä komission kolmas direktiivi 2004/72/EY) ja komission takaisinostoasetus (EY) N:o 2273/2003.

⁵⁹ Kodifointidirektiivin 2001/34/EY johdantolause.

Kodifiointidirektiivi edusti sikäli vähimmäisharmonisointia, että se antaa mahdollisuuden jäsenvaltioille asettaa tiukempia edellytyksiä viralliselle listalle ottamiselle⁶⁰.

Rahoitusmarkkinat kansainvälistyivät edelleen voimakkaasti 1990-luvulla ja yritykset hankkivat rahoitusta yhä useammin osake- tai muiden arvopapereiden emissioilla. Nämä uusien arvopapereiden liikkeeseenlaskut olivat yhä useammin suunnattu kotimaan lisäksi myös muiden maiden rahoitusmarkkinoille. Hankittaessa pääomaa arvopaperimarkkinoilta keskeisessä asemassa ovat yrityksen antamat tiedot itsestään. Aikaisemmissa direktiiveissä noudatettu vähimmäisharmonisoinnin periaate yhdessä jäsenvaltioiden erilaisten direktiivitulkintojen sekä vastavuoroisen tunnustamisen osittainen puuttuminen aiheutti sen, etteivät yritykset pystyneet kuitenkaan käyttämään yhtä samansisältöistä esitettä hankkiessaan rahoitusta kansainvälisiltä arvopaperimarkkinoilta. Rajat ylittäviä arvopaperiemisioita oli tarpeen pyrkiä tehostamaan emissioiden kustannuksia alentavilla säännöillä, jotka edustivat aikaisemmasta poiketen maksimiharmonisointia. Toimilla pyrittiin edistämään erityisesti pienten ja keskisuurten sekä uusien yritysten mahdollisuuksia hankkia sijoituspääomaa kansainvälisiltä arvopaperimarkkinoilta. Samalla tavoitteena oli myös sijoittajansuojan parantaminen ottamalla huomioon mm. eri sijoittajaryhmien erilaiset tarpeet ja asiantuntemus.⁶¹ Vuonna 2003 annetulla esitedirektiivillä, joka koskee arvopapereiden liikkeeseenlaskun yhteydessä julkaistavassa listalleottoesitteessä annettavia tietoja, pyrittiin ratkaisemaan näitä ongelmia.

2.3.2 Euroopan neuvoston yleissopimus sisäpiirin kaupankäynnistä

Euroopan neuvoston yleissopimuksen ja EY:n sisäpiiridirektiivin keskeisimpänä erona voidaan pitää sitä, että sisäpiiridirektiivin tarkoituksena oli enemmänkin huolehtia siitä, että jäsenvaltiot laativat sisäpiirintiedon väärinkäytön sanktioivan substanssilainsäädännön, kun taas EN:n yleissopimuksessa painopiste on EN:n jäsenvaltioiden keskinäisen kansainvälisen yhteistyön järjestämisessä tilanteissa, joissa on kyse rajat ylittävästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Tällainen tilanne voi olla kyseessä esim. silloin, kun sisäpiirintietoa väärinkäyttänyt henkilö asuu muussa kuin varsinaisessa rikosentekopaikan eli arvopaperipörssin tai muun markkinapaikan sijaintimaassa.

EN:n yleissopimuksen solmimisen taustalla on mainittu sisäpiirin kielletyn kaupankäynnin haittaavan jäsenvaltioiden kansantaloutta ja niiden

⁶⁰ Kodifiointidirektiivi 2001/34/EY 8 art.

⁶¹ HE 38/2005 s. 5, 18, 21-22; Esitedirektiivin 2003/71/EY johdantolause kohdat 4, 10, 16.

arvopaperimarkkinoiden moitteetonta toimintaa. Edelleen se heikentää sijoittajien yhdenvertaisia mahdollisuuksia sekä markkinoiden luotettavuutta. Tapaukset, joissa sisäpiirintiedon väärinkäyttö muodostuu rajat ylittäväksi rikollisuudeksi, ovat osoittautuneet käytännössä vaikeiksi. Tällaisissa tilanteissa kansainvälistä yhteistyötä on ollut tarpeen parantaa.⁶² Sisäpiiridirektiivin ja yleissopimuksen tavoitteet ovat siten tältä osin yhtenevät ja esimerkiksi kielletyn sisäpiirikaupan määritelmät ovat toisiaan vastaavia⁶³. Yleissopimuksen lisäpöytäkirjan mukaan EY:n jäsenvaltioiden välillä sovelletaan ensisijaisesti EY:n sääntöjä eikä EN:n yleissopimusta. Suomen lainsäädännön kannalta keskeisimmät EN:n yleissopimuksen vaikutukset liittyivät kansainvälisen yhteistyön käytännön järjestämiseen ja erityisesti tässä tapauksessa pankkitarkastusviraston (nykyisen Rahoitustarkastuksen) roolin määrittelemiseen, sen sijaan varsinaiseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan materiaaliseen lainsäädäntöön yleissopimuksella ei ollut juurikaan merkitystä⁶⁴.

3 ARVOPAPERIMARKKINARIKOSTEN SYSTEMATIIKASTA

3.1 Rikoslain 51 luvun ja arvopaperimarkkinalain taustaa

Eurooppalaisen tavoitteen, yhtenäisten rahoituspalvelumarkkinoiden saavuttamisen, yksi vaihe oli markkinoiden väärinkäyttöä koskeva direktiivi⁶⁵, jolla kumottiin aikaisemmin voimassa ollut sisäpiiridirektiivi. Uuden direktiivin antamiseen päädyttiin siksi, että voimassa ollut EY:n lainsäädäntö ei riittänyt suojaamaan markkinoiden luotettavuutta, sillä markkinoiden manipuloinnista ei ollut minkäänlaisia EY:n säännöksiä. Jäsenvaltioiden omat säännöt olivat puolestaan huomattavasti toisistaan poikkeavia tai ne saattoivat tältä osin puuttua kokonaan. Näiden erojen todettiin johtavan kilpailun vääristymiseen rahoitusmarkkinoilla sekä estävän samoihin toimintaedellytyksiin perustuvien EU:n laajuisten rahoitusmarkkinoiden kehittymisen.⁶⁶ Rahoituksen yhtenäismarkkinat puolestaan ovat komis-

⁶² EN:n yleissopimuksen (SopS 83/1995) johdantolause; KM 1991:48 s. 213–214.

⁶³ KM 1991:48 s. 213, 226.

⁶⁴ KM 1991:48 s. 223–239.

⁶⁵ Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003/6/EY.

⁶⁶ Komission ehdotus markkinoiden väärinkäyttödirektiiviksi s. 3. (Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden mani-

sion mukaan Euroopan talouden kilpailukyvyn kannalta keskeinen tekijä, joka alentaa sekä pienten että suurten yritysten pääomakustannuksia ja mahdollistaa myös kuluttajille halvempia luottoja ja suurempia eläkkeitä. Arvopaperimarkkinoiden merkitys koko talouden kannalta on kasvanut koko ajan vaikuttaen mm. luottokantaan sekä lainojen vakuuksiin. Niiden häiriötön toiminta ja yleinen luottamus ovat komission mukaan kestävän talouskasvun ja vaurauden perusedellytyksiä. Markkinoiden väärinkäyttö pitää uudet sijoittajat poissa markkinoilta, millä voi olla vakavia seurauksia mm. talouskasvuun ja Euroopan talouspolitiikkaan. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivillä pyrittiin varmistamaan rahoitusmarkkinoiden luotettavuus Euroopassa yhteisten normien avulla.⁶⁷

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin säätämisen yhteydessä hyväksyttiin se periaate, että eurooppalaisia arvopaperimarkkinoita säädellään nelitasoisen mallin, ns. Lamfalussy-sääntelyprosessin avulla. Ensimmäisellä tasolla ovat laajoja yleisperiaatteita säätelevät neuvoston ja parlamentin direktiivit, toisella tasolla täytäntöönpanotoimia säätelevät teknisluontoiset ja yksityiskohtaisemmat komission direktiivit, kolmannella tasolla on valvontaviranomaisten yhteistyö yhtenäisten menettelytapojen ja käytäntöjen aikaansaamiseksi. Neljännellä tasolla on komission suorittama valvonta sen seuraamiseksi, että jäsenvaltiot ovat saattaneet EY-säädökset kansallisesti voimaan ja että niitä myös käytännössä noudatetaan. Siten sääntelyprosessista pyrittiin tekemään nopeampi, tehokkaampi ja avoimempi. Menettelyä käyttäen normit pysyvät paremmin markkinoiden ja niiden valvonnan kehityksen tasolla.⁶⁸

Käytännössä nelitasoinen malli ilmenee mm. siten, että yleisperiaatteita säätelevien markkinoiden väärinkäyttödirektiivin nojalla komissio antoi kolme täytäntöönpanodirektiiviä ja yhden täytäntöönpanoasetuksen⁶⁹. Komission määritelmädirektiivissä täsmennetään sisäpiirintiedon väärin-

puloinnista (markkinoiden väärinkäyttö), KOM(2001) 281 lopullinen, annettu 30.5.2001, EYVL C 240 E, 28.8.2001, s. 265.)

⁶⁷ Komission ehdotus markkinoiden väärinkäyttödirektiiviksi s. 2. Rahoituspalvelujen yhtenäismarkkinoiden tärkeyttä on korostettu myös markkinoiden väärinkäyttödirektiivin johdantolauseessa, jossa niiden on todettu olevan ”ratkaisevan tärkeitä yhteisön taloudelliselle kasvulle ja työpaikkojen luomiselle”. Direktiivin todettiin myös vastaavan huoleen siitä, miten terroritoiminnan rahoittamista voidaan torjua. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin johdantolauseen kohdat 1 ja 13. – Direktiivin johdantolauseeseen ja komission ehdotuksessa mainittuihin perusteluihin on syytä suhtautua ainakin joltain osin kriittisesti.

⁶⁸ HE 137/2004 s. 17; Häyrynen 2006 s. 20–22.

⁶⁹ Komission määritelmädirektiivi 2003/124/EY, komission sijoitussuositusdirektiivi 2003/125/EY, komission kolmas direktiivi 2004/72/EY, joka koskee mm. hyväksytyjä markkinakäytäntöjä, hyödykejohdannaisten sisäpiiritietoa ja johtohenkilöiden sekä epäillyttävien arvopaperikauppojen ilmoittamisvelvollisuutta, sekä komission takaisinostoasetus (EY) N:o 2273/2003.

käyttöön ja markkinoiden manipulointiin liittyviä termejä. Siinä kuvataan siis varsin yksityiskohtaisesti, millaisia tekoja on pidettävä esim. kurssin vääristämisenä ja millaista tietoa on pidettävä sisäpiirintietona. Määritelmädirektiivi on Suomessa pantu kansallisesti täytäntöön ottamalla direktiivin määritelmät arvopaperimarkkinalakiin.⁷⁰

Komission sijoitussuositusdirektiivi koskee tilanteita, jolloin esim. analytiikat antavat tutkimustietoonsa perustuen suosituksia tietyn arvopaperin ostamisesta ja myymisestä tai arvioita arvopaperin tulevasta hintakehityksestä. Direktiivillä pyritään siihen, että esitettävistä sijoitussuosituksista ilmenee mahdolliset sellaiset eturistiriidat, jotka voivat vaikuttaa sijoitussuosituksen objektiivisuuden arviointiin. Sijoitussuosituksista on myös käytävä ilmi se, mihin keskeisiin lähteisiin annettu sijoitussuositus perustuu ja milloin sijoitussuosituksessa puhutaan sen laatijan omasta mielipiteestä eikä eksaktista tosiasiaista.⁷¹ Sijoitussuositusdirektiivi on implementoitu Suomen lainsäädäntöön siten, että yleissäännökset on otettu AML:n 4:4.4:ään sekä 4:10:een ja laissa on delegoitu Rahoitustarkastukselle oikeus antaa tarkempia määräyksiä.

Komission kolmannessa direktiivissä annetaan määräyksiä hyväksytyistä markkinakäytännöistä, hyödykejohdannaisten sisäpiirintiedon määritelmästä sekä sisäpiiriluetelujen laatimisesta ja sisäpiiriläisten tekemien arvopaperikauppojen ilmoittamisesta. Markkinaosapuolille on tietyissä tapauksissa sallittu ryhtyä toimiin, jotka esim. parantavat markkinoiden likviditeettiä. Olennaista tällaisten toimien hyväksymisessä on se, että ko. toimet ovat läpinäkyviä, ts. markkinoilla tiedossa. Direktiivissä annetaan mm. määräyksiä siitä, miten toimien hyväksyttävyyttä arvioitaessa viranomaisten on meneteltävä.⁷² Hyödykejohdannaisten osalta direktiivissä on tarkennettu markkinoiden väärinkäyttödirektiivin sisäpiirintiedon määritelmää. Hyödykejohdannaisten osalta sisäpiirintietoa on sellainen johdannaiseen liittyvä tieto, joka tavanomukaisesti tai eri säädösten nojalla annetaan hyödykejohdannaismarkkinoilla toimiville henkilöille. Direktiivi ei edellytä tiedolla olevan hintavaikutusta päinvastoin kuin muita arvopapereita koskevalla sisäpiirintiedolla edellytetään.⁷³ Suomen arvopaperimarkkinalaissa ei hyödykejohdannaisten osalta ole tehty poikkeusta sisäpiirintiedon suhteen, vaan se on määritelty samalla tavoin kuin muissakin arvopapereissa⁷⁴.

⁷⁰ HE 137/2004 s. 22, AML 5 luku.

⁷¹ HE 137/2004 s. 23–26.

⁷² Komission kolmas direktiivi 2004/72/EY, johdantolause sekä artikkelit 2 ja 3.

⁷³ Komission kolmas direktiivi 2004/72/EY, artikla 4.

⁷⁴ AML 5:1.

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin ja sen nojalla annettujen komission direktiivien jälkeen säädetty keskeinen arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa tiedottamista koskeva direktiivi on avoimuusdirektiivi⁷⁵, joka koskee arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden säännöllistä tiedonantovelvollisuutta sekä liputusvelvollisuutta. Aikaisempiin EU-säädöksiin nähden merkittävin muutos oli se, että liikkeeseenlaskijat veloitettiin puolivuotiskatsauksen lisäksi antamaan tilikauden kolmelta ja yhdeksältä kuukaudelta osavuotinen johdon selvitys⁷⁶. Avoimuusdirektiivi edustaa vähimmäisharmonisointia, joten kansallisessa lainsäädännössä annettiin mahdollisuus säätää tätä tiukemmista vaatimuksista, jolloin liikkeeseenlaskijoiden, jotka jo kansallisen lainsäädännön nojalla julkaisivat neljännesvuosikatsauksia, ei tarvitse erikseen tehdä osavuotisia johdon selvityksiä⁷⁷. Kansallisen lainsäädännön tiukempien määräysten soveltamisalaa on kuitenkin rajoitettu ns. kotijäsenvaltio säännöksillä. Direktiivin mukaan liikkeeseenlaskijan kotijäsenvaltiota tiukempia toisen jäsenvaltion määräyksiä säännöllisestä tai jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta ei voida soveltaa siinä tapauksessa, että arvopapereita noteerataan tässä toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevalla markkinapaikalla. Säännöksen tarkoituksena on edesauttaa poistamaan esteitä arvopapereiden ottamiseksi kaupankäynnin kohteiksi toisissa jäsenvaltioissa⁷⁸. Avoimuusdirektiivissä edellytetään, että jäsenvaltiot sanktioivat omassa kansallisessa lainsäädännössään vähintään hallinnollisilla seuraamuksilla direktiivin säännösten vastaisen menettelyn. Seuraamusten on oltava tehokkaita, oikeasuhtaisia ja varoittavia.⁷⁹

EU-tasolla tapahtuva arvopaperimarkkinoiden sääntely on siis edelleen pitkälti vähimmäisharmonisointia, joka mahdollistaa jäsenvaltioille myös tiukemman sääntelyn kuin EU:n tasolla säädetyissä direktiiveissä edellytetään. Maksimiharmonisointia, josta poikkeavia säännöksiä jäsenvaltiot eivät voi antaa, on sovellettu arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä lähinnä listalleottoesitteessä julkaistaviin tietoihin. Jäsenvaltiot eivät voi määrätä,

⁷⁵ Avoimuusdirektiivi 2004/109/EY.

⁷⁶ Osavuotinen johdon selvitys on direktiivin määräysten mukaan suppeampi kuin puolivuotiskatsaus, jossa on julkaistava mm. lyhennetyt tilinpäätösasiakirjat, kun taas osavuotisessa johdon selvityksessä yksinkertaistaen riittävää on selvitys ajanjakson merkittävistä tapahtumista ja liiketoimista ja niiden vaikutuksesta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan sekä yleiskuvaus liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja kehityksestä. Avoimuusdirektiivi 2004/109/EY artiklat 5 ja 6.

⁷⁷ Avoimuusdirektiivi 2004/109/EY johdantolause kohta 16 ja 3 artikla. Suomessa oli jo aikaisemmin voimassa osavuosikatsausta koskeva AML:n 2:5, joka edellytti osavuosikatsauksessa julkaistavan tarkempia tietoja kuin avoimuusdirektiivin johdon osavuotisessa selvityksessä.

⁷⁸ Avoimuusdirektiivi 2004/109/EY johdantolause kohta 7 ja 3 artikla.

⁷⁹ Avoimuusdirektiivi 2004/109/EY 28 artikla.

että arvopaperin liikkeeseenlaskija antaa arvopapereiden liikkeeseenlaskun yhteydessä enempää tietoja kuin direktiivissä edellytetään⁸⁰. Rikoslain sääntöjä ei sen sijaan ole suoraan harmonisoitu. Jäsenvaltioille on jätetty varsin laaja harkintavalta sen suhteen, millä tavoin erilaisten rikosoikeudellisten tai muiden sanktioiden toteuttaminen tapahtuu. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi, esitedirektiivi ja avoimuusdirektiivi velvoittavat jäsenvaltioita ainoastaan säätämään tehokkaat, oikeasuhtaiset ja varoittavat sanktiot direktiivin tarkoituksen toteuttamiseksi. EU-tasolla on kuitenkin mahdollista yhdenmukaistaa hallinnollisia sanktioita, mitä mm. markkinoiden väärinkäyttödirektiivinkin kansallinen implementointi on Suomessa aiheuttanut. Tämän direktiivin johdosta Rahoitustarkastukselle säädettiin toimivalta määrätä itsenäisesti tai esittää markkinaoikeudelle määrättäväksi tietyissä tilanteissa hallinnollisia maksuseuraamuksia markkinoilla toimiville osapuolille⁸¹.

Suomessa EU-tason sääntely on implementoitu ottamalla tarvittavat määräykset arvopaperimarkkinalakiin, jossa on myös toisaalta delegoitu säädösvaltaa alemmalle tasolle; toisaalta kansallisille viranomaisille ja toisaalta myös EU:n komissiolle. Rikoslain normit kytkeytyvät arvopaperimarkkinalakiin siten, että rikoslaissa on kuvattu rangaistava menettely mutta viitattu määritelmien osalta arvopaperimarkkinalakiin⁸². Näin ollen rikoslain 51 luvun tunnusmerkistöjen sisältö tulee pitkälti arvopaperimarkkinalaista, jonka muuttuessa myös rangaistavan käyttäytymisen ala muuttuu. On kuitenkin huomattava, että rikoslain 51 luvussa esiintyy myös sellaisia tunnusmerkistökitejä, joita arvopaperimarkkinalaki ei tunne (esim. hyötymistarkoitus kurssin vääristämisessä). Kun arvopaperimarkkinalaki pitkälti pohjautuu EU-säädöksiin, on EU-tason sääntelyllä kuitenkin huomattava tulkintavaikutus⁸³ arvioitaessa sitä, onko tietty menettely rikosoikeudellisesti rangaistavaa vai ei. Tällöin on lainsoveltajan kiinnitettävä erityistä huomiota siihen, edustaako EU-sääntely maksimiharmonisointia vai onko kyseessä vähimmäisharmonisointia edustava EU-säännös. Esimerkiksi tilanteessa, jossa toisessa EU-jäsenvaltiossa kotipaikkaansa pitävä pörssi-yhtiö, jonka osakkeet on noteerattu myös Helsingin pörssissä, ei käsitykseni mukaan

⁸⁰ HE 38/2005 s. 21.

⁸¹ Laki rahoitustarkastuksesta 24b–26a § antavat rahoitustarkastukselle mahdollisuuden määrätä rikemaksun, julkisen huomautuksen, julkisen varoituksen tai esittää ankaramman seuraamusmaksun määräämistä, josta päättää markkinaoikeus. Julkinen huomautus ja julkinen varoitus kuuluivat Ratan toimivaltuuksiin jo ennen markkinoiden väärinkäyttödirektiiviäkin. Ks. HE 137/2004 s. 40–41. – Hallinnollisia sanktioita ja niihin liittyviä ongelmia käsittelee myöhemmin tässä artikkelissa.

⁸² Arvopaperimarkkinalain lisäksi rikoslaissa on viittauksia myös optiokauppalakiin.

⁸³ Eurooppaoikeuden vaikutuksesta kansallisen rikoslain soveltamisessa yleensä ja sen tulkintavaikutuksesta ks. Nuotio 2007 s. 394–397.

voi syyllistyä tiedottamisrikokseen Suomen rikoslain nojalla⁸⁴, jos tiedottaminen täyttää yhtiön kotijäsenvaltion asettamat avoimuusdirektiivin mukaiset vaatimukset.

3.2 Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön rikkomisen seuraamukset

3.2.1 Sanktioiden lajit

Arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön rikkomisesta seuraavat sanktiot voidaan jakaa hallinnollisiin ja rikosoikeudellisiin sanktioihin. Lisäksi itsesääntelynormien kuten Helsingin arvopaperipörssin sääntöjen nojalla erilaiset yhteisöjen omat kurinpitomenettelyt voivat olla mahdollisia. Näissä kurinpitomenettelyissä määrättävät sanktiot voivat olla julkisoikeudellisiin hallinnollisiin tai rikosoikeudellisiin seuraamuksiin verrattuna varsin ankaria⁸⁵.

Rikoslain arvopaperimarkkinakriminalisoinnit on sijoitettu RL 51 lukuun, jossa määrätään rangaistavaksi sisäpiirintiedon väärinkäyttö (RL 51:1) ja kurssin vääristäminen (RL 51:3) tavallisine ja törkeine tekemuotoineen sekä arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos (RL51:5). Näiden normien vastaisesta menettelystä voi myös oikeushenkilön rangaistusvastuu tulla kyseeseen (RL 51:8). Rikoslain rangaistusasteikot vaihtelevat sakko-rangaistuksesta enintään neljän vuoden pituisiin vankeusrangaistuksiin. Arvopaperimarkkina- ja optiokauppalaissa on omia rangaistussäännöksiä, jotka ovat pääasiallisesti luonteeltaan hallinnollisten määräysten rikkomisen varalta säädettyjä tehostekriminalisointeja. Kuitenkin myös tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin kriminalisoinnista on optiokauppalaissa erityissäännös⁸⁶, joka kuitenkin väistyy, mikäli teko tulee ankarammin

⁸⁴ Suomen rikoslain soveltamisala määräytyy RL 1 luvun mukaisesti. Suomen rikoslain soveltaminen on pitkälti kytköksissä lähinnä tekopaikkaan tai tekijän ja teon kohteen kansallisuuteen, sen sijaan esim. yhtiön muodollinen kotipaikka ei ole välttämättä yksinään ratkaiseva tekijä. Siten ulkomaalaisen yhtiön toimet Suomen arvopaperimarkkinoilla voivat tulla arvioitavaksi Suomen rikoslain nojalla.

⁸⁵ Esimerkiksi Helsingin arvopaperipörssin sääntöjen tai hyvien arvopaperikauppatapojen vastaisesta menettelystä pörssin kurinpitolausautakunta voi määrätä varoituksen tai kurinpitomaksun, jonka määrä on vähintään 10 000 euroa ja enintään 500 000 euroa. Kurinpitolausautakunta voi myös tehdä esityksen pörssille arvopaperin poistamiseksi pörssilistalta. Arvopaperipörssin säännöt, voimassa 15.2.2007 lukien, kohta 4.2. Kurinpitomenettely.

⁸⁶ Optiokauppalaki 5:4 (johdannaismarkkinarikkomus), joka velvoittaa ao. johdannaismarkkinoilla toimivat osapuolet ilmoittamaan poikkeuksellisista tai olennaisista rajoituksista sähköön tai maakaasun tuotannossa, siirrosta tai kulutuksessa.

rangaistavaksi jonkin muun normin perusteella. Näiden kahden erityislain rangaistusasteikot vaihtelevat sakkorangaistuksista enintään vuoden pituisiin vankeusrangaistuksiin.

Hallinnollisista seuraamuksista on määrätty Rahoitustarkastuksesta annetussa laissa. Lain 24b §:ssä säädetty rikemaksu, jonka määrää Rahoitustarkastus, on lähinnä luonteeltaan laissa asetettujen hallinnollisten määräysten tehostesanktio. Myös sijoitusrahaston omien sääntöjen vastaisesta menettelystä voidaan määrätä lain 24b §:n mukaan rikemaksu. Rikemaksun suuruus on oikeushenkilölle vähintään 500 ja enintään 10 000 euroa, kun taas yksityishenkilön kohdalla rikemaksu on vähintään 50 ja enintään 1 000 euroa. Rahoitustarkastus voi määrätä myös julkisen huomautuksen tai vakavamman julkisen varoituksen. Seuraamusmaksun, josta on säädetty lain 26a §:ssä, määrää markkinaoikeus rahoitustarkastuksen esityksestä. Se ei ole luonteeltaan itsenäinen seuraamus, vaan se voidaan määrätä rahoitustarkastuksen lain 25 §:n nojalla antaman julkisen varoituksen ohella. Seuraamusmaksu on tarkoitettu tilanteisiin, jotka ovat rikoslaissa säädettyjä kriminalisointeja lievempiä tapauksia tai joita ei tarkoituksenmukaisuussyistä ole tarpeen käsitellä rikosprosessissa⁸⁷. Seuraamusmaksun suuruus on oikeushenkilölle vähintään 500 ja enintään 200 000 euroa, kun taas yksityishenkilölle määrättävä maksu on vähintään 100 ja enintään 10 000 euroa.

3.2.2 Rikoslain kriminalisoinnit

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö (RL 51:1) ja törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö (RL 51:2)

Sisäpiirintiedon väärinkäyttönä (RL 51:1) rangaistaan teosta, jossa taloudellisen hyödyn hankkimistarkoituksessa käytetään hyväksi julkisilla markkinoilla noteerattuun arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa joko käymällä arvopaperilla itse omaan tai toisen lukuun kauppa tai neuvomalla jotakuta toista henkilöä tällaisen arvopaperin kaupassa. Rangaistavuuden edellytyksenä on tahallisuus tai törkeä huolimattomuus. Myös yritysasteelle jäänyt tahallinen teko on säädetty rangaistavaksi.

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä voidaan luonnehtia rangaistussäännökseksi, jolla pyritään estämään hyötyminen epäsymmetrisen informaation

⁸⁷ Häyrynen 2006 s. 364. – Muista seuraamuksista todettakoon se, että luvanvaraisen toiminnan ollessa kyseessä voi myös toimiluvan peruuttaminen tulla kyseeseen kuten esim. arvopaperipörssiltä, välittäjältä tai selvitys yhteisöltä. Rahoitustarkastus voi kieltää myös tiettyä henkilöä toimimasta valvonnan kohteena olevan oikeushenkilön johtotehtävissä. Myös arvopaperipörssin säännöissä on säädetty mahdollisuudesta poistaa pörssiosake tietyissä tapauksissa kokonaan listalta.

avulla, ts. kaupankäynti arvopapereilla niissä tilanteissa, joissa yhdellä markkinaosapuolella on muita osapuolia enemmän arvopaperiin liittyvää julkistamatonta tietoa.

Normaalitapauksessa sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttyminen edellyttää siis vähintään kolmen elementin täyttymistä: osto- tai myyntitoimeksiantoa, sisäpiirintietoa ja hyötymistarkoitusta, joka ilmenee tunnusmerkistössä kahdella eri tapaa ("hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä" sekä "käyttää --- sisäpiirintietoa hyväksi").

Sisäpiirintietoa on AML 5:1:n mukaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavilla ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. Sisäpiirintiedon määritelmää on täsmennetty komission määritelmädirektiivin 1 artiklassa⁸⁸.

Tapauksessa KKO 2006:110, joka on nykyisinkin voimassaolevan lainsäädännön kannalta relevantti prejudikaatti, on myös otettu kantaa sisäpiirintiedolta edellytettäviin vaatimuksiin. KKO:n mukaan tiedon täsmällisyyden kannalta olennaista on, että tieto koskee joitakin yksilöitävissä olevia tosiasioita tai olosuhteita, joiden ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus. Tiedon on lisäksi oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös olosuhteiden tai tapahtumien mahdollisesta vaikutuksesta arvopapereiden arvoihin.⁸⁹ Tiedon julkistamattomuuden kannalta olennaista on se, missä määrin markkinoilla jo oleva tieto vastaa väitettyä sisäpiirintietoa. KKO:n

⁸⁸ Komission määritelmädirektiivin 2003/124/EY 1 artiklan 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." Edelleen tiedon hintavaikutuksella tarkoitetaan "tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena".

⁸⁹ KKO 2006:110 kohdat 17 ja 18. Sisäpiirintiedolta edellytettävää täsmällisyyttä arvioitaessa KKO:n ratkaisussa on viitattu esitöihin (HE 137/2004 s. 60). Kyseinen HE 137/2004 s. 60 puolestaan perustuu tältä osin komission määritelmädirektiivin (2003/124/EY) 1 artiklan 1 kohtaan. Tapauksessa on kuitenkin ollut kyse tapahtumista, jotka ovat tapahtuneet ennen komission määritelmädirektiivin voimaansaattamista ja joihin on sovellettu tuolloin voimassa olleita rikossäännöksiä. Tällaista menettelyä, jossa vanhaa säännöstä tulkitaan uuden lainsäädännön esitöiden perusteella, voidaan pitää legaliteettiperiaatteen kannalta ongelmallisena. KKO:n perusteluista käy ilmi, ettei lain materiaalisessa sisällössä ole tosiasiallisesti tapahtunut tältä osin muutoksia, mistä johtuen menettely on tässä tapauksessa perusteltavissa. Ratkaisu heijastaa nähdäkseni tietyllä tapaa myös yleisellä tasolla EU-oikeuden tulkintavaikutusta kansallisen rikoslain soveltamisessa, jolloin ei välttämättä viitata suoraan eurooppalaiseen oikeusnormiin, mutta tulkinnassa päädytään kuitenkin tosiasiallisesti ottamaan huomioon EU-oikeuden säännökset.

mukaan ”jos sellainen osa sisäpiirintiedoksi katsottavasta tiedosta, joka todennäköisesti vaikuttaisi markkinoilla tehtäviin sijoituspäätöksiin, jää julkistamatta tai ei muutoin ole markkinoilla saatavissa, ei tieto ole julkistettu tai muutoin ollut saatavissa mainittujen lainkohtien tarkoittamalla tavalla”.⁹⁰ Sisäpiirintiedolta edellytettävästä arvovaikutuksesta KKO kiinnitti huomiota lain esitöissä⁹¹ olleeseen lausumaan, jonka mukaan muutoksen olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin, jolloin usein jo muutaman prosentin äkillinen muutos on olennainen. Tässä tapauksessa KKO totesi, että mikäli sisäpiirintiedon muodostanut Sampo Oyj:n suunnittelema 40 %:n osuuden hankinta Pohjola Oyj:n osakekannasta olisi toteutunut, olisi Pohjola Oyj:n osakekurssi todennäköisesti noussut huomattavasti. Tällaisissa kaupoissa osakkeesta nimittäin maksetaan usein ylihintaa eli preemiota. Siten jo pelkkää kaupan valmistelua koskevan tiedon on täytynyt olla omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon.⁹² Korkeimman oikeuden ratkaisusta on pääteltävissä, että kun suunniteltu lopputulos (= osakkeiden hankinta) toteutuessaan olisi *todennäköisesti* vaikuttanut huomattavasti arvopaperin arvoon, on tätä suunnitelmaa koskeva tieto *omiaan* vaikuttamaan arvopaperin arvoon, jolloin tiedon arvovaikutus täyttyy, vaikkei suunnitelma ikinä toteutuisikaan.

Korkein oikeus on ratkaisussaan KKO 2006:110 analysoinut myös hyötymistarkoituselementtiä. Tapauksessa nimittäin väitettiin, että vastaajana olleelta L:ltä puuttui hyötymistarkoitus, sillä hän olisi ilman sisäpiirintietoakin hankkinut syytteessä tarkoitettuja osakkeita. KKO jättää ratkaisussaan tämän seikan vaille merkitystä todeten, että on perusteltua katsoa sisäpiirintiedon lisännen näiden osakkeiden kiinnostavuutta sijoituskohteena sisäpiirintiedon arvovaikutuksen vuoksi. Näin ollen L oli siis toiminut hyötymistarkoituksessa.⁹³

Hyötymistarkoituksen rajalliseen merkitykseen arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöjen ja erityisesti kurssin vääristämisen soveltamisalaa rajaavana tekijänä on kiinnittänyt huomiota myös Knuts. Hänen mukaansa on lähes mahdotonta väittää, että tekijältä varsinkaan tahallisissa teoissa puuttui objektiivisesti arvioiden hyötymistarkoitus tekohetkellä, koska arvopaperimarkkinoiden luonteeseen kuuluu lähtökohtaisestikin voitontavoittelu. Kun arvopaperimarkkinoiden toimijat yrittävät saada voittoa niillä toimillaan, joita he markkinoilla tekevät, on kaikilla markkinoilla

⁹⁰ KKO 2006:110 kohta 22.

⁹¹ HE 254/1998 s. 35

⁹² KKO 2006:110 kohdat 30–33.

⁹³ KKO 2006:110 kohta 36.

tehdyillä toimilla hyötymistarkoituksella.⁹⁴ Sisäpiiriläisen kohdalla hyötymistarkoituksella toimii rangaistavuuden alaa supistavana tekijänä lähinnä niissä tilanteissa, joissa sisäpiiriläinen tekee transaktion toiseen suuntaan mitä järkevästi ajatteleva sijoittaja yleensä tekisi. Tällainen tilanne voi olla kyseessä esim. silloin, kun sisäpiiriläinen, jolla on tietoa osakkeen arvoa kohottavasta seikasta, myy osakkeensa ennen tiedon julkaisua. Motiivina tällaiseen toimintaan voi olla esim. sisäpiiriläisen akuutti likviditeettitarve, joka ei mahdollista jäädä odottamaan tiedon julkaisua ja tiedon kohottavaa vaikutusta kurssiin. Häyrysen mukaan hyötymistarkoituksella voi toimia rangaistusvastausta rajaavana tekijänä silloinkin, jos sekä myyjällä että ostajalla on sama sisäpiiritieto⁹⁵. Hyötymistarkoitusta ei ole myöskään silloin, jos arvopaperin kauppa perustuu esim. johdannais sopimukseen, jossa kaupan kohteena olevien arvopapereiden määrä ja hinta ovat jo etukäteen määrättyjä ennen kuin toinen osapuoli sai sisäpiirintietoa – tällöin on kuitenkin kiinnitettävä huomiota etukäteen annetun sitoumuksen tosiasialliseen laatuun⁹⁶. Hyötymistarkoituksen puuttumiselle on tosiasiaa annettava merkitystä rangaistusvastausta rajaavana tekijänä vain tietyissä poikkeustilanteissa.

Törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytön kriteerit liittyvät rikoksella tavoitellun taloudellisen hyödyn määrään, tekijän vastuulliseen asemaan, teon suunnitelmallisuuteen sekä teon kokonaisarvosteluun. Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö edellyttää luonnollisesti myös tahallisuutta. Törkeän tekemuodon täytyminen ei sen sijaan edellytä tiukempia kriteerejä hyötymistarkoituksesta tai sisäpiirintiedon luonteelta. Ei liene kuitenkaan pois suljettua, että myös näihin viimeksi mainittuihin tunnusmerkistötekijöihin saattaa yksittäistapauksessa liittyä sellaisia elementtejä, jotka johtavat siihen, että kokonaisarviointin kannalta tekoa käsitellään tavallisena eikä törkeänä rikoksena jonkin kvalifiointiperusteen täyttymisestä huolimatta.

⁹⁴ Knuts 2004 s. 584–585. Myös Häyrysen mukaan arvopaperikaupassa on lähes aina kyse hyötymistarkoituksesta. Häyrynen 2006 s. 145. – Kurssimanipulaatiotilanteissa hyötymistarkoituksella voisi puuttua lähinnä tilanteissa, joissa on levitetty väärää tai harhaanjohtavaa tietoa puhtaassa vahingoittamistarkoituksessa. Knuts 2004 s. 585.

⁹⁵ Häyrynen 2006 s. 148–149.

⁹⁶ Häyrynen 2006 s. 149–152. Ks. myös Joonan 2007 s. 134–138. – Joonan näyttäisi käyttävän turvasatama-käsitettä (Joonan s. 135) mm. Häyrysestä (Häyrynen 2006 s. 168–171), Kurenmaasta (Kurenmaa 2003 s. 175–185) ja RL 51:7:sta poikkeavalla laajentavalla tavalla. Joonan näyttää soveltavan turvasatamaoppia sellaisiinkin tilanteisiin, joihin sitä ei ole markkinoiden väärinkäyttödirektiivin ja komission takaisinostoasetuksen (Komission asetus 22.12.2003 (EY) N:o 2273/2003) perusteella tarkoitettu.

Kurssin vääristäminen (RL 51:3) ja törkeä kurssin vääristäminen (RL 51:4)

Kurssin vääristämisen (RL 51:3) tunnusmerkistö muodostuu näennäisesti kahdesta elementistä, hyötymistarkoituksesta ja kurssin vääristämisestä (”vääristää --- kurssia”). Tunnusmerkistö on kuitenkin monimutkaisempi kuin ensisilmäyksellä näyttää, sillä kurssin vääristämisen sisältö määräytyy AML 5:12:n perusteella. AML 5:12:ssa on luettelo poikkeuksineen siitä, millaisilla toimilla tarkoitetaan kurssin vääristämistä. Lisäksi AML 5:13:ssa on osin RL 51:7:ää vastaava rajoitussäännös tilanteista, joita ei kuitenkaan ole pidettävä kiellettyinä. AML 5:12:n luettelo kurssin vääristämistä tarkoittavista toimenpiteistä voidaan tiivistää siten, että kurssin vääristäminenä pidetään arvopaperia koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon levittämistä sekä sellaisia liiketoimia (osto- ja myyntitoimeksiantoja jne.), joilla aiheutetaan arvopaperin kurssin asettuminen keinotekoiselle, normaalista poikkeavalle tasolle tai jotka antavat väärää tietoa mm. arvopaperiin kohdistuvasta kysynnästä, tarjonnasta tai hinnasta. Siten vaikka RL 51:3 muistuttaakin seuraustunnusmerkkiä⁹⁷ (vääristää --- kurssia), tunnusmerkistön täytyminen ei kuitenkaan edellytä AML 5:12:n perusteella sitä, että joku markkinaosapuoli tulisi tosiasiallisesti johdetuksi harhaan, mikä aiheuttaisi kurssin vääristymisen⁹⁸. Kurssin vääristämistä voidaan siten pitää tekurikoksena, jossa rangaistavaa on tietty menettely sellaisenaan eikä seurauksen tosiasiallisen täyttymistä edellytetä. Kurssin vääristäminen on sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja tiedottamisrikoksesta poiketen rangaistavaa ainoastaan tahallisuutena⁹⁹. Kurssin vääristämisen tekijäjoukko on avoin kuten sisäpiirintiedon väärinkäytönkin. Yritysasteelle jäänyttä tekoa ei ole sisäpiirintiedon väärinkäytöstä poiketen säädetty rangaistavaksi, koska teko täyttyy jo silloin, kun tekijä ryhtyy täytäntöönpanotoimeen säännöksen edellyttämällä tavalla¹⁰⁰.

Kurssin vääristämistä voidaan luonnehtia tunnusmerkistöksi, jolla pyritään estämään hyötymistarkoituksessa tapahtuneiden väärin ja harhaanjohtavien tietojen levittäminen markkinoille, jotta arvopaperien hinnanmuodostus perustuisi oikeisiin tietoihin¹⁰¹. Kurssin vääristäminen poikkeaa kuitenkin

⁹⁷ Esimerkiksi RL 21:1:n tappo, jonka täytyminen edellyttää tahallista hengen riistämistä toiselta ihmiseltä, on formuloitu muotoon ”Joka tappaa toisen...”

⁹⁸ Knuts 2004 s. 567–570.

⁹⁹ Knuts on katsonut, että kurssin vääristämisessä tahallisuutta tulee arvioida olosuhtetahallisuuden kautta kaikkien tunnusmerkistön osatekijöiden kohdalla. Knuts 2004 s. 578–583.

¹⁰⁰ Häyrynen 2006 s. 222.

¹⁰¹ Vrt. Häyrynen 2006 s. 193. Myös Knuts kiinnittää huomiota siihen, että säännöksen takana on tarve suojella markkinaosapuolia harhaanjohtavalta informaatiolta. Knuts 2004

RL 51 luvun muista tunnusmerkistöistä sikäli, että kurssin vääristäminen ei rajoitu pelkästään tiedon levittämiseen, vaan sillä pyritään estämään laajemmaltikin ne toimet, joilla vaikutetaan epäasiallisesti arvopapereiden hinnanmuodostukseen. Siten kurssin vääristäminen voi tulla kyseeseen myös mm. harhaanjohtavilla osto- tai myyntitoimeksiannoilla tai muilla toimilla, joilla arvopaperin hintaa vääristetään. Kun sisäpiirintiedon väärinkäytössä rangaistavaa on epäsymmetrisen informaation hyväksikäyttäminen, voidaan kurssin vääristämisen nähdä sijoittuvan ajallisesti varhaisempaan vaiheeseen. Kurssin vääristämisen kriminalisoinnilla on tarkoitus estää tilanteet, joissa ainakin osa markkinoista toimii virheellisten tietojen perusteella. Keskeinen keino kurssimanipulaation estämiseksi onkin luotettavan informaation saattaminen markkinoille ripeästi¹⁰². ”Markkinat” on tässä yhteydessä ymmärrettävä laajasti ulottuen koskemaan paitsi markkinoilla kauppaa käyviä osapuolia, myös niitä tahoja, jotka voivat tehdä päätöksiä arvopaperien hintatason perusteella, kuten markkinaosapuolten velkojat tai listayhtiöiden luotonantajat. Häyrynen näkeekin kurssin vääristämisen suojeleobjektina arvopaperin aidon kysynnän ja tarjonnan turvaamisen sekä markkinoiden hinnanmuodostuksen luotettavuuden.¹⁰³

Kurssin vääristämisen tekotavat ovat varsin avoimia. Tämä on luonnollista, sillä kurssin vääristämiseen voidaan pyrkiä monilla eri tavoilla monissa eri yhteyksissä. Se voi ilmetä esim. arvopaperin kurssin keinotekoisena hetkellisenä nostamisena tai laskemisena tai myös keinotekoisena, pidempiaikaisena ylläpitämisenä tai tukemisena tietyllä tasolla. Kurssin vääristämistä helpottaa, mikäli sen kohteena on epälikvidi arvopaperi ja tekijällä on käytettävissään huomattavia resursseja.¹⁰⁴ Kurssin vääristämisen tunnusmerkistö on sen avoimuuden vuoksi ongelmallinen. Tämä on aiheuttanut myös kansainvälistä keskustelua siitä, miten kurssimanipulaatio tulisi oikeastaan määritellä¹⁰⁵.

AML:n 5:12.2:n kohdissa 1–3 kuvatut kurssin vääristämisen tekotavat ovat luonteeltaan sellaisia harhaanjohtavia liiketoimia, kuten osto- ja myyntitarjouksia sekä näennäiskauppoja, jotka antavat toisille markkinaosapuolille väärää informaatiota arvopaperien likviditeetistä tai hinnasta. Kyseiset toimet saattavat myös tosiasiaassa aiheuttaa sen, että kurssi vääristyy, mutta kurssin tosiasiallinen vääristyminen ei ole tunnusmerkistön täyttymisen

s. 568.

¹⁰² Ks. KM 1989:36 s. 282.

¹⁰³ Häyrynen 2006 s. 193.

¹⁰⁴ Häyrynen 2006 s. 200.

¹⁰⁵ Avgouleas 2005 s. 104–116.

edellytys¹⁰⁶. Ulkoisesti nämä markkinaosapuolia harhaanjohtavat toimet eivät välttämättä eroa normaalista kaupankäynnistä, vaan ne eroavat lähinnä toimien taustalla olevien motiivien perusteella sallituista menettelytavoista. Toimenpiteiden taustalla olevat todelliset olosuhteet salataan tai ne esitetään harhaanjohtavassa muodossa markkinoille.¹⁰⁷

Kurssin vääristäminen muuten kuin vääriä tai harhaanjohtavaa informaatiota levittämällä voi tapahtua hyvin monilla eri tavoilla, joita kuvaavat mm. seuraavat esimerkit: Kurssien likviditeettiin liittyvästä manipuloinnista voi olla kyse silloin, kun määräävässä asemassa oleva taho vaikuttaa arvopaperin kysyntään tai tarjontaan. Likviditeetin lisääntyminen voi lisätä kiinnostavuutta arvopaperiin sijoituskohteena ja siten vaikuttaa sen hintatasoon. Tietynä ajankohtana (esim. juuri ennen kaupankäyntipäivän päättymistä) tehdyt manipulatiiviset toimenpiteet voivat vaikuttaa mm. johdannaissopimusten tai eri indeksien arvoon niiden arvonlaskuhetkellä. Johdannaissopimukseen liittyvän vipuvaikutuksen vuoksi johdannaisen kohteena olevan arvopaperin hinnan manipulointi johtaa suhteellisesti erityisen suuriin voittoihin johdannaismarkkinoilla. Varainsiirtoveron välttämiseksi voidaan sisäisillä kaupoilla tai ”ylimääräiset osake-erät” ostamalla kurssitasoa manipuloida sellaiselle tasolle, joka mahdollistaa tietyn pörssin ulkopuolella sovitun arvopaperikaupan toteuttamisen normaalisti pörssissä, jolloin vältetään pörssin ulkopuolella tapahtuvasta arvopaperikaupasta seuraava varainsiirtoveron maksuvelvollisuus. Viimeksi mainittuja tapauksia on aikaisemmin esiintynyt myös Suomessa.¹⁰⁸

Kurssin vääristämisen AML 5:12.2:n 4-kohdassa määritellyllä tekotavalla, joka koskee väärän tai harhaanjohtavan tiedon levittämistä tai julkaisemista, voidaan pyrkiä saamaan tietojen kohteena olevan arvopaperin kurssi muuttumaan sellaiseen suuntaan, joka hyödyttää tiedonlevittäjän intressejä. Tiedon levittämisellä voi olla myös kurssitasoa ylläpitävä vaikutus. Arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai muun tiedottamisvelvollisen ollessa kyseessä kurssin vääristäminen voi tapahtua paitsi aktiivisen väärän tiedon levittämisellä myös aktiiviseen erehdyttämiseen rinnastettavalla salaamisella niissä tapauksissa, jolloin tiedottaminen siihen liittyvän harkitun salaamisen

¹⁰⁶ Knuts 2004 s. 567–570.

¹⁰⁷ Häyrynen 2006 s. 202. – Tekotapojen moninaisuus johtaa siihen, että myös rangaistavan käyttäytymisen alan määrittävät lainsäädännökset (tässä tapauksessa lähinnä AML 5:12) on hankala kirjoittaa legaliteettiperiaatteen edellyttämällä tarkkuudella. AML 5:12.2:n 1–3-kohdissa on kielletty liiketoimien lisäksi ”muut toimet” ja ”muu vilpillinen toimintatapa”. Nämä avoimet tunnusmerkistökijät korostavat vastaavasti hyötymistarkoituksen ja erityisesti harhaanjohtavuuden merkitystä rangaistavuuden alaa määrittävinä tekijöinä.

¹⁰⁸ Laajemmin kurssimanipulaation tekotavoista ks. Avgouleas 2005 s. 118–154 ja Häyrynen 2006 s. 200–211. Ks. myös KM 1989:36 s. 268–275.

johdosta on harhaanjohtavaa tai totuudenvastaista. Sinällään pelkkä tietojen salaaminen ilman, että samanaikaisesti tiedotetaan harhaanjohtavasti, ei sen sijaan täytä kurssin vääristämisen tunnusmerkistöä.¹⁰⁹

Arvopaperin liikkeeseenlaskija, kuten pörssiyhtiö voi haluta pitää oman osakkeensa hintatason korkealla ja vakaana varmistaakseen tulevaisuudessa tapahtuvan osakeannin menestyksen. Erityisesti valtaus- ja yrityskaupatilanteissa, joissa ostaja käyttää omia osakkeitaan maksuvälineenä, on erittäin merkityksellistä, mihin kurssiin ne noteerataan. Toteutuneesta systemaattisesta arvopaperin liikkeeseenlaskijan harjoittamasta kurssi-manipulaatiosta voidaan mainita esimerkkinä Ruotsin Fermenta-tapaus, jossa kasvuyhtiön johdossa ollut pääomistaja välitti virheellisiä tulostietoja ja ennusteita markkinoille tarkoituksenaan yrityksen kasvattaminen yritysostoin, jotka maksettiin yhtiön omilla osakkeilla.¹¹⁰ Väärinkäytökset ovat mahdollisia myös yhtiön johdon osakeperusteisiin kannustinjärjestelmiin liittyen silloin kun ne ovat riippuvaisia yhtiön osakkeen tai muun arvopaperin kurssikehityksestä. Johdon kannustinjärjestelmät voivat olla riippuvaisia tietyn kurssitason saavuttamisesta tai esim. osakeoptioiden myöntämisaikankohdasta voi vaikuttaa tiedottamiseen. Optioita tai osakkeita voidaan myös myydä sen jälkeen kun yhtiön osakkeen kurssi on saatu keinotekoisesti korkealle tasolle.¹¹¹

Hyötymistarkoituksen merkitys rangaistusvastuuta rajaavana tekijänä on varsin rajoitettu erityisesti silloin, jos henkilö on tahallaan pyrkinyt vääristämään arvopaperin kurssia. Arvopaperimarkkinoiden toimintaan sisäänrakennetun hyötymisfunktion johdosta tietty henkilö ryhtyessään kurssia vääristäviin toimenpiteisiin toimii hyötymistarkoituksessa. Rangaistavuuden kannalta voidaan pitää myös riittävänä sitä, että kurssin vääristäminen hyötymistarkoituksessa on ollut ainoastaan osasyynä menettelyyn.¹¹² Hyötymistarkoitus voi ilmetä paitsi manipulaation kohteena olleiden arvopapereiden ostoina tai myynteinä, myös osakkeilla maksettavan yrityskaupan yhteydessä vaihtosuhteen määrittelyssä tai yhtiön rahoitusjärjestelyissä¹¹³.

Tärkeän kurssin vääristämisen kvalifiointikriteereinä ovat laajamittainen taloudellinen vahinko tai se, että kurssin vääristäminen on ollut omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Lisäksi edellytetään kokonaistörkeysarvostelua. Laajamittaisella

¹⁰⁹ Häyrynen 2006 s. 211–215, HE 254/1998 s. 29.

¹¹⁰ KM 1989:36 s. 271, 273–275.

¹¹¹ Vrt. Haapaniemi 2006 s. 41–42 ja 50.

¹¹² Knuts 2004 s. 583–584, Häyrynen 2006 s. 218–219.

¹¹³ Häyrynen 2006 s. 217–218.

taloudellisella vahingolla tarkoitetaan manipulaatiosta välittömästi johtuvaa kurssimuutokseen sidottua tappiota, joka kohdistuu arvopaperin omistajiin joukkona ja on lisäksi kokonaisuudessaankin merkittävä. Luottamuksen heikkenemiseen liittyvällä kriteerillä puolestaan tarkoitetaan sitä, että kysymyksessä olevalla teolla on yleensä luottamusta huomattavasti heikentävä vaikutus. Sitä voidaan arvioida mm. siltä kannalta, miten teko vaikuttaisi arvopaperisäästäjien halukkuuteen jatkaa sijoittamista. Myös pitkäaikainen totuudenvastainen ja harhaanjohtava tiedottaminen siihen liittyvine arvopaperikauppoineen voi tekona täyttää kvalifiointikriteerin.¹¹⁴

Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos (RL 51:5)

Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos (RL 51:5) määrittelee kaksi erilaista kiellettyä menettelytapaa: totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen ja toisaalta sellaisen tiedon julkaisematta jättämisen, jonka arvopaperimarkkinalaki velvoittaa antamaan. Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen voi tapahtua arvopaperien ammattimaisen markkinoinnin tai hankkimisen (RL 51:5 1 kohta) sekä tiedottamisvelvollisuuden täyttämisen yhteydessä (RL 51:5 2 kohta), kun taas tietojen antamatta jättäminen itsenäisenä tekotapana liittyy pelkästään tiedottamisvelvollisuuteen (RL 51:5 2 kohta). Tiedottamisvelvollisuuden laiminlyöntiin liittyviltä tai totuudenvastaisilta tai harhaanjohtavilta tiedoilta edellytetään lisäksi, että ne ovat omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tekijäpiiri on periaatteessa avoin, mutta säännöksen sanamuoto kuitenkin rajoittaa tekijät niihin, jotka ammattimaisesti markkinoivat tai hankkivat arvopapereita ja arvopaperin liikkeeseenlaskijan palveluksessa tai toimielimissä oleviin henkilöihin, joilla on orgaani- tai palvelussuhteensa vuoksi tiedottamisvelvollisuus liikkeeseenlaskijan puolesta. Käytännössä rikostunnusmerkistö koskee siis tiettyjä markkinoilla ammattimaisesti toimivia henkilöitä. Tiedottamisrikos täyttyy paitsi tahallisena, myös törkeästä huolimattomuudesta tehtynä.

Tiedottamisrikoksella kuten kurssin vääristämistä koskevalla kriminaalisoinnillakin pyritään estämään epäsymmetrisen informaatiotilanteen syntyminen markkinoille.¹¹⁵ Kun tiedottamisrikosta koskeva sääntely koskee tosiasiaassa rajattua, ammattimaista henkilöpiiriä, joille on arvopaperimarkkinalaissa ja sen nojalla annetuissa säännöksissä asetettu melko yksityiskohtaisia toimimisvelvoitteita eri tilanteissa, on rangaistavuuden rajan asettaminen törkeään huolimattomuuteen perusteltua. Tiedottamisrikoksen 2-kohdan tekotavassa on kyse abstraktista vaarantamisrikoksesta,

¹¹⁴ HE 254/1998 s. 29–30.

¹¹⁵ Häyrynen 2006 s. 233.

jossa rangaistavuus on yleisesti sidottu siihen, oliko menettely omiaan aiheuttamaan vaaraa suojeluobjektille, ts. sijoittajien tasavertaiselle tiedonsaannille sekä arvopaperien hinnanmuodostuksen luotettavuudelle¹¹⁶.

Aktiiviseen tietojenantoon liittyvään tekotapaan sisältyy kaksi eri elementtiä, joilla rangaistavuuden alaa on määritelty, eli totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus. Totuudenvastaisilla tiedoilla tarkoitetaan vääriä tietoja, joiden todenperäisyys voidaan objektiivisin kriteerein tarkistaa. Väärä tieto voi liittyä liikkeeseenlaskijaan, arvopaperiin tai sen markkinointiin. Harhaanjohtava tieto voi sinällään olla totuudenmukainen, mutta puutteellisuutensa tai esittämistapansa takia se antaa vastaanottajalle virheellisen käsityksen. Se voi ilmetä esim. epäolennaisten seikkojen korostamisena, olennaisten seikkojen salaamisena tai jos annettu lausuma moniselitteisyytensä vuoksi on omiaan johtamaan harhaan. Arvopaperien markkinoinnissa annettu esite voi kokonaisuudessaankin antaa harhaanjohtavan vaikutelman ilman, että se sisältäisi yksittäisiä virheellisiä tietoja. Harhaanjohtavuuden arvioinnin yhteydessä voidaan kiinnittää huomiota myös tiedon lähteeseen: sijoittajat luottavat erityisesti liikkeeseenlaskijan ylimmän johdon antaman tiedon asianmukaisuuteen ja luotettavuuteen, joten ylimmän johdon antamien tietojen kohdalla harhaanjohtavuuskriteeri täyttynee helpommin kuin muista lähteistä peräisin olevan tiedon kohdalla. Harhaanjohtavuutta arvioitaessa kiinnitetäänkin enemmän huomiota tiedon vastaanottajan eli sijoitus päätöstä tekevän henkilön subjektiiviseen näkökulmaan.¹¹⁷

Tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin kriminalisointi perustuu siihen, että arvopaperimarkkina-laissa, erityisesti sen 2 luvussa on säännöksiä siitä, mitä tietoja arvopaperin liikkeeseenlaskijan on toiminnastaan annettava markkinoille. Tietojenantovelvollisuus voidaan jakaa AML:n 2 luvussa laajemmin säädelyyn säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen, jonka mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on mm. julkistettava tilinpäätöksensä ja osavuosikatsauksensa ja AML 2:7:n mukaiseen jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen, jonka mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava kaikki sellaiset päätökset ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Laiminlyöntikriminalisointi tulee itsenäisenä tekotapana yleensä kyseeseen nimenomaan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laiminlyönninä. Mikäli säännönmukaisen tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistetaan pörssitiedote, jossa jätetään kuitenkin ilmoittamatta arvovaikutuksen täyttäviä tietoja, voi tässä tilanteessa tulla

¹¹⁶ Häyrynen 2006 s. 233–234.

¹¹⁷ Häyrynen 2006 s. 241–243.

sovellettavaksi totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen aktiivista antamista koskeva kriminalisointi, jos salaaminen on harkittua¹¹⁸.

Tiedottamisrikoksen 2-kohdan tekotapaan, joka koskee nimenomaan rangaistavaa menettelyä tiedottamisvelvollisuuden yhteydessä, on asetettu 1-kohdasta poiketen lisäedellytykseksi vaatimus tiedon arvovaikutuksesta. Tämä ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon” -edellytys on yhteneväinen sisäpiirintiedolta edellytettävän arvovaikutuksen kanssa. Kysymys on tiedon merkittävydestä sijoittajan näkökulmasta arvioituna – käyttäisikö järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti tietoa yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena. Yksittäisen julkaisematta jätetyn seikan ei välttämättä yksinään tarvitse ylittää olennaisuuskynnystä, vaan olennaisuuskynnys voi ylittyä muiden, sinällään vähäisten yksittäisten seikkojen muodostaman yhteisvaikutuksen vuoksi.¹¹⁹

Tiedottamisrikoksesta ei ole säädetty erillistä törkeää tekomuotoa. Tiedottamisrikos on sinällään jo ankarammin rangaistu kuin RL 30:1:n markkinointirikos, jonka mukaan rangaistavaa on erilaisten hyödykkeiden ammattimaisessa markkinoinnissa kohderyhmän kannalta merkityksellisten totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien antaminen ja jonka maksimirangaistus on 1 vuosi vankeutta. Esitöissä tätä tiedottamisrikoksen ankarampaa rangaistustasoa suhteessa markkinointirikokseen on perusteltu sillä, että muusta markkinoinnista eroavana alueena arvopaperimarkkinat ovat alttiimpia niihin kohdistuvalle epäluottamukselle kuin markkinointi yleensä, ja epäluottamus voi aiheuttaa vakavia seurausvaikutuksia myös arvopaperimarkkinoiden ulkopuolella. Esimerkiksi laiminlyönti julkistaa seikka, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon (AML 2:7), voi merkittävästi heikentää markkinoita kohtaan tunnettavaa luottamusta. Luonteeltaan vakavimpina tiedottamisrikoksina voidaan pitää edellä mainitun luottamusta heikentävien tekojen lisäksi myös niitä, joissa rikokseen liittyy tietoinen pyrkimys huomattavan hyödyn tai henkilökohdaisen edun hankkimiseen. Tällöin on kuitenkin otettava huomioon se, että teko saattaa tulla arvioitavaksi myös kurssin vääristämisenä tai törkeänä kurssin vääristämisenä.¹²⁰

¹¹⁸ Vrt. HE 254/1998 s. 29, jonka mukaan kurssin vääristämisessä myös tietojen harkittu salaaminen voi täyttää totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen edellytykset. Ks. myös Häyrynen 2006 s. 241.

¹¹⁹ Häyrynen 2006 s. 269–273.

¹²⁰ HE 254/1998 s. 33.

3.2.3 *Erityislaeissa olevat kriminalisoinnit*

Arvopaperimarkkinalain rangaistussäännökset

Arvopaperimarkkinalain 8 luvussa on säädetty ne arvopaperimarkkinalain soveltamisalaa kuuluvat menettelyt, joiden rikkomisesta seuraa rangaistus. AML 8:1 on luonteeltaan viittaussäännös rikoslakiin koskien sisäpiirintiedon väärinkäyttöä, kurssin vääristämistä ja tiedottamisrikosta. Samoin AML 8:4 on viittaussäännös rikoslakiin (RL 38:1) salassapitovelvollisuuden rikkomisesta.

Luvattoman arvopaperikaupankäynnin järjestämisestä on rangaistussäännös AML 8:2:ssa. Arvopaperipörssitoiminta sekä muun julkisen kaupankäynnin järjestäminen arvopapereilla edellyttävät valtiovarainministeriön lupaa, ja sillä on myös tietyissä tilanteissa valta määrätä kaupankäynti keskeytettäväksi. Valtiovarainministeriön lupien ja määräysten vastaisen toiminnan lisäksi rangaistavaa on myös menettely, jossa arvopaperipörssi tai muu luonnollinen tai oikeushenkilö ryhtyy pörssilistalla järjestämään julkista kaupankäyntiä arvopapereilla vastoin arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemusta tai ottaa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperin, joka ei täytä arvopaperimarkkinalaissa ja sen nojalla annetuissa määräyksissä säädettyjä edellytyksiä kaupankäynnin kohteeksi ottamiselle. Arvopaperikauppojen selvitys, jossa hoidetaan arvopaperi- ja rahaliikenne ostajan ja myyjän välillä, edellyttää myös valtiovarainministeriön toimilupaa. AML 8:2a §:ssä on säädetty rangaistavaksi tällaisen selvitystoiminnan harjoittaminen ilman sellaista lupaa. AML 8:2:n ja AML 8:2a:n rikkominen edellyttävät tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta, ja niistä voidaan tuomita sakkoon tai enintään yhden vuoden pituiseen vankeusrangaistukseen.

Arvopaperimarkkinarikkomus (AML 8:3) koskee nykyään kaupankäyntimenettelyn, siis pörssi- tai muun julkisen kaupankäynnin järjestämisen, markkinointia antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai toimimalla muuten sopimattomalla tavalla. Arvopaperimarkkinarikkomus eroaa RL 51:5:ssa tarkoitettusta tiedottamisrikoksesta siten, että tiedottamisrikoksessa väärit tai harhaanjohtavat tiedot liittyvät itse arvopaperiin, kun arvopaperimarkkinarikkomuksessa tiedot koskevat kaupankäyntimenettelyä. Arvopaperimarkkinarikkomuksesta voi seurata sakkorangaistus, ja se on rangaistavaa tahallisesti tai huolimattomuudesta tehtynä.

Arvopaperimarkkinalain omat rangaistussäännökset eivät ole siis luonteeltaan sellaisia tekoja, joissa jouduttaisiin käytännössä pohtimaan rajanvetoa rikoslain 51 luvun säännösten soveltamiseen. Arvopaperimarkkinalaissa rangaistavaksi säädetyt teot eivät ole rikoslaisissa säädettyjen tekojen lievempiä tekumuotoja, vaan tunnusmerkistöjä (erityisesti AML 8:2 ja 8:2a)

voidaan pitää pikemminkin hallinnollisten määräysten tehostekriminalisointeina. Arvopaperimarkkinarikkomukseen (AML 8.3) puolestaan liittyy kuluttajansuojan näkökulma.

Optiokauppain rangaistussäännökset

Optiokauppain 5 luvun 3–5 §:ssä on rangaistussäännökset optiokauppain vastaisista menettelyistä. Optiokauppain 5:3.2:ssa on viittaukset kurssin vääristämistä ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeviin rikoslain säännöksiin ja optiokauppain 5:5:ssa on puolestaan viitattu rikoslakiin salassapitovelvollisuuden rikkomisen osalta.

Optiopörssitoiminta ja optiokauppojen selvitystoiminta edellyttävät myös valtiovarainministeriön lupaa. Johdannaismarkkinarikkoksena (OptiokauppaL 5:3.1) on rangaistu menettely, jossa optioyhteisön toimintaa harjoitetaan ilman lupaa tai silloin, kun kaupankäynti on ministeriön tai rahoitustarkastuksen määräyksellä keskeytetty. Rangaistavuus edellyttää tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Rangaistusasteikko on sakkoa tai enintään yksi vuosi vankeutta.

Johdannaismarkkinarikkomus (OptioL 5:4) koskee sähkö- ja maakaasujohdannaisiin liittyvän ilmoitusvelvollisuuden laiminlyöntiä. Sähkö- ja maakaasujohdannaisten ovat hyödykejohdannaisten, jolloin kaupankäynnin kohteena ovat näiden hyödykkeiden toimitussopimukset. Näiden sopimusten arvoon vaikuttavat olennaisesti tiedot itse hyödykkeiden tuotantoon, siirtoon ja kulutukseen liittyvistä muutoksista. Tästä syystä näiden hyödykejohdannaismarkkinoiden osapuolilla, joita ovat sähkön ja maakaasun tuottajat ja käyttäjät, on velvollisuus ilmoittaa muille markkinaosapuolille olennaisista rajoituksista näiden raaka-aineiden tuotannossa, siirrossa ja kulutuksessa (OptioL 3:11). Tällaiset muutokset, jotka täytyy ilmoittaa toisille markkinaosapuolille, voivat olla esimerkiksi suuren tuotantoyksikön tehon pudotukset tai suuren kulutusyksikön kuten paperitehtaan pysäytys. Ilmoitusvelvollisuudella pyritään estämään sellaisen tilanteen syntyminen, että jollakin markkinaosapuolella olisi sisäpiirintietoa toisiin osapuoliin nähden.¹²¹ Johdannaismarkkinarikkomus on rangaistava tahallisenä tai törkeästä huolimattomuudesta tehtynä ja rangaistukseksi voidaan tuomita sakkoa.

¹²¹ Vrt. HE 52/1997 s. 9–10. – HE 52/1997:n mukaan sähköön perustuvien johdannaissopimusten osalta sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltäminen on ongelmallinen, koska näitä sopimuksia koskeva sisäpiirintieto ei ole vielä täsmäntynyt eikä ole edes selvää se, voidaanko sisäpiirintietoa käyttää näillä markkinoilla hyväksi. HE 52/1997 s. 5. – Toisaalta HE:ssä puhutaan mm. siitä, että sisäpiirintiedon väärinkäytön mahdollistavat tapaukset, joissa kohde-etuuden hintaan liittyvä tieto ei ole kaikkien osapuolten käytettävissä. HE 52/1997 s. 6. – Sinällään AML 10:1.1:n nojalla sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja kurssin vääristäminen voivat tulla kyseeseen myös optiokauppalaissa säädettyjen johdannaisten kaupankäynnissä.

Johdannaismarkkinarikkomus muistuttaa muodoltaan RL 51:5:n tiedottamisrikosta. Johdannaismarkkinarikkomus on kuitenkin erillisenä rikoksena tarpeen siitä syystä, että arvopaperimarkkinalain jatkuvaa tiedottamisvelvollisuutta koskevat säännökset eivät sovellu AML 10:1.1:n mukaan optiokauppalain mukaisiin johdannaisiin.¹²² Johdannaismarkkinarikkomus voi nähdäkseni tuottaa tekijälleen tai muulle henkilölle samanlaista rikoshyötyä kuin RL 51:5:n tiedottamisrikos.

3.2.4 Hallinnolliset sanktiot

Rikemaksu

Rahoitustarkastuksesta annetun lain 24b §:n mukaan Rahoitustarkastus voi määrätä oikeushenkilölle 500–10 000 euron ja luonnolliselle henkilölle 50–1 000 euron rikemaksun tiettyjen laissa asetettujen velvoitteiden tai myös sijoitusrahaston ollessa kyseessä, sen omien sääntöjen vastaisesta varojen sijoittamisesta. Rikheet, joiden johdosta maksu voidaan määrätä, on lueteltu laissa tyhjentävästi. Ne koskevat mm. ilmoitusvelvollisuuden laiminlyöntiä arvopaperinvälittäjän (AML 4:7) tai sisäpiiriläisen tekemistä kaupoista (AML 5:4–5, sijoitusrahastolaki 99 §), sisäpiirirekisterin ylläpitämisen laiminlyöntiä (AML 5:7–11, sijoitusrahastolaki 100 §), arvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskevan vuosikoosteen julkistamisen laiminlyöntiä (AML 2:10c) sekä sijoitusrahastolain 11 luvussa tai rahaston omissa säännöissä määrättyjen sijoituskohteita koskevien rajoitusten rikkomista. Nämä rikheet ovat luonteeltaan sellaisia, ettei niiden ja nykyisten kriminalisoin-

¹²² Sen sijaan AML:n 2:1, jonka mukaan arvopapereiden *markkinoinnissa* ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai käyttää hyvän tavan vastaista menettelyä, soveltuu myös optiokauppalain mukaisiin johdannaisiin. Optiokauppalain mukaisiin johdannaisiin soveltuu siten myös RL 51:5:n 1- kohta. Voidaan kysyä, voisiko tämä säännös tulla sovellettavaksi OptioL 5:4:n nojalla (jonka mukaan johdannaisrikkomus ei tule kyseeseen, jos teosta on muualla laissa säädetty ankarampi rangaistus) myös sähkö- ja maakaasujohdannaisiin, joilla käyvät kauppaa ammattimaiset ostajat ja myyjät. Näiden johdannaisten on hankala nähdä olevan erityisten markkinointitoimenpiteiden kohteena lukuun ottamatta ehkä sitä mahdollisuutta, että totuudenvastaiset ja harhaanjohtavat tiedot saattaisivat koskea sitä, onko esim. johdannaispimuksen kohteena oleva sähkö ns. ”ekosähköä”, josta voitaisiin periä muuta sähköä korkeampi hinta.

Ottaen huomioon erityisesti pohjoismaisen sähköpörssin laajuuden ja sähkömarkkinoiden merkityksen koko kansantalouden kannalta voidaan kysyä, onko johdannaismarkkinarikkomuksen rangaistusasteikko oikeassa suhteessa arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen. On huomioitava, että tiedottamisrikokset koskevat kuitenkin lähtökohtaisesti yksittäistä pörssiyhtiötä, jonka osakevaihto voi olla varsin suppea, kun taas esim. sähköntuotantoa koskevilla muutoksilla on varsin suoraan vaikutus koko pohjoismaisiin sähkömarkkinoihin. Tässä työssä ei kuitenkaan ole mahdollisuutta paneutua tarkemmin hyödykejohdannaismarkkinoiden toimintaan, joten jätän ottamatta kantaa rangaistustasojen oikeasuhtaisuuteen.

tisäännösten välinen rajanveto tuota ongelmia. Ennen 1.7.2005 voimaan tullutta lain muutosta nämä teot olivat rikosoikeudellisesti rangaistavia arvopaperimarkkina- ja sijoitusrahastorikkomuksena.¹²³

Julkinen huomautus

Rahoitustarkastuksen määräämä julkinen huomautus (RataL 25 §) voidaan antaa tilanteissa, joissa Ratan valvonnan piirissä oleva tai muu markkinoilla toimiva oikeushenkilö menettelee rahoitusmarkkinoita koskevien säännösten ja määräysten vastaisesti. Valvottavan ollessa kyseessä myös toimiluvan vastaisesta menettelystä voi seurata julkinen huomautus.¹²⁴ RataL:n 25.2 §:n mukaan myös markkinoilla toimivalle luonnolliselle henkilölle, esim. meklarille voidaan antaa julkinen huomautus samoilla perusteilla kuin oikeushenkilölle. Rajanvetoa RL 51 luvun soveltamisalaan joudutaan käymään niissä tilanteissa, joissa henkilölle annetaan julkinen huomautus sellaisen menettelyn perusteella, joka kyllä rikkoo mm. AML:n markkinoiden väärinkäyttöä koskevia tai tietojen julkaisemista koskevia säännöksiä¹²⁵ mutta ei täytä RL 51 luvun tunnusmerkistöä. Hallituksen esityksen mukaan ratkaisevaa rajanvedossa hallinnollisten ja rikosoikeudellisten seuraamusten soveltamisalan määrittelyssä on se, että hallinnolliset

¹²³ HE 137/2004 s. 79-80. TaVM 4/2005:ssa esitettiin, että Rata julkaisisi ohjeellisen taulukon rikemaksun soveltamisesta. Tällainen taulukko onkin julkaistu internetissä, ks. <http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Sanktiot/Rikemaksu/rikemaksut.htm>, viittauspäivä 19.9.2007.

¹²⁴ RataL:n 25.1 § koskee nimenomaan oikeushenkilöitä, sillä Rahoitustarkastuksen valvottavia ovat oikeushenkilöt – pankit, pankkiiriliikkeet jne. Julkisen huomautuksen edellytyksenä on *oikeushenkilön* tahallinen tai huolimaton menettely. Tämä oikeushenkilön tahallisuutta koskeva sääntelytekniikka poikkeaa rikosoikeudellisesta tahallisuusarvioinnista, jossa tahallisuus koskee luonnollisia henkilöitä. RL 9 luvussa, jossa on säädetty oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytyksistä, oikeushenkilö ei ole tekijä. Oikeushenkilön rangaistusvastuu rakentuu sen varaan, että oikeushenkilön johdossa toiminut henkilö on osallisena rikoksen tekemiseen, sallinut rikoksen tekemisen tai oikeushenkilön toiminnassa ei ole noudatettu vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta rikoksen ehkäisemiseksi (RL 9:2). RataL:n esitöissä ei ole otettu kantaa siihen, onko julkista huomautusta ja varoitusta annettaessa arvioitava tahallisuuskysymyksiä rikoslain periaatteista poikkeavalla tavalla.

¹²⁵ RataL:n 25.3 §:n mukaan julkinen huomautus voidaan antaa myös muulle henkilölle, joka laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa säädetyllä tavalla arvopaperimarkkinain tai sen nojalla annettuja markkinoiden väärinkäyttöä, julkisen kaupankäynnin tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin kohteena olevan tai sen kohteeksi haetun arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista, arvopapereiden tarjoamiseen tai julkisen kaupankäynnin tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen liittyvää tiedonantovelvollisuutta, julkisia ostotarjouksia tai tarjousvelvollisuutta koskevia säännöksiä tai Euroopan yhteisöjen komission Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta antamia asetuksia. Luonnolliselle henkilölle julkinen huomautus voidaan antaa, jos tämä menettelee häntä henkilökohtaisesti velvoittavien säännösten tai määräysten vastaisesti.

seuraamukset eivät edellytä hyötymistarkoitusta kuten kurssin vääristäminen ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja toisaalta rikoslain säännösten soveltaminen edellyttää tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta, kun taas hallinnollisissa sanktioissa näitä tahallisuuteen tai huolimattomuuden asteeseen liittyviä vaatimuksia ei ole.¹²⁶

Rahoitustarkastus on antanut julkisen huomautuksen sisäpiirintiedon lainvastaisesta käytöstä 18.1.2008¹²⁷. Tapauksessa Aspo Oyj:n hallituksen jäsen A antoi 26.6.2007 toimeksiannon ostaa sijoitusyhtiölleen 5 000 kpl Aspo Oyj:n osakkeita n. puoli tuntia sen jälkeen, kun hallitus oli tehnyt päätöksen ostaa markkinahintaan yhtiön omia osakkeita enintään 400 000 kpl ja ennen kuin tieto tästä päätöksestä oli julkaistu markkinoilla; tiedon julkaiseminen tapahtui n. kaksi tuntia hallituksen kokouksen päättymisen jälkeen. Rahoitustarkastus katsoi, ettei sillä seikalla ollut merkitystä arvioitaessa A:n huolimattomuutta, että hän oli kysynyt yhtiön sisäpiirivastaavalta ennen kauppaa mahdollisesta esteellisyydestään, koska A:lla itsellään oli sisäpiirintietoa. Sisäpiirivastaava ei ilmeisesti ollut tietoinen hallituksen päätöksestä. Rahoitustarkastus katsoi, että kyse oli huolimattomuudesta.¹²⁸

– Oma kysymyksensä on se, mikä Rahoitustarkastuksen hallinnollisen päätöksen oikeusvoimavaikutus on mahdollisen konfiskaatioprosessin kanalta: Kun päätöksessä on todettu, että henkilö on käyttänyt sisäpiirintietoa, voinee olla mahdollista, että syyttäjä nostaa konfiskaatiokanteen. Tällöin nousee esiin kuitenkin kysymys siitä, onko tahallisuus tai huolimattomuus tunnusmerkistön osa vai ei¹²⁹ ja toisaalta se seikka, onko tätä kysymystä arvioitava samalla tavoin rikosprosessissa ja hallinnollisessa menettelyssä. Mikäli huolimattomuutta arvioidaan samalla tavoin, nousee oikeusvoimavaikutus korostetusti esille.

Rahoitustarkastus on antanut julkisen huomautuksen myös tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä, kun Elektrobitt Oyj laiminlöi tiedottaa markkinoille päätöksestään vetäytyä erään puhelintyyppin kumppanoidun

¹²⁶ HE 137/2004 s. 80–81. Knuts on kiinnittänyt huomiota siihen, että hyötymistarkoituksen merkitys hallinnollisten sanktioiden ja rikoslain soveltamisalaa määrittävänä tekijänä on käytännössä vähäinen, jolloin olennaista on tahallisuuden arviointi. Knuts 2004 s. 583–584.

¹²⁷ Ratan päätös 18.1.2008 Dnro 1/445/2008. Ratkaisuun ei ole haettu muutosta markkinaoikeudesta.

¹²⁸ Julkaistun ratkaisun perusteella Ratan näkemys siitä, että teko tapahtui huolimattomuudesta, voi olla kritiikille altis ainakin siinä tapauksessa, jos tarkoituksena on se, että hallinnollisissa sanktioissa huolimattomuutta, törkeää huolimattomuutta ja tahallisuutta arvioidaan yhteismitallisesti rikosoikeudellisen järjestelmän kanssa.

¹²⁹ Rautio on katsonut, että konfiskaatiovaateen hyväksymisen edellytyksenä on sekä subjektiivinen että objektiivinen syyksiluettavuus (Rautio 2006 s. 153–154).

valmistuksen liiketoimintamallista.¹³⁰ Tiedottaminen viivästyi yli kahden kuukauden ajan. Tiedon julkistamispäivän päätöskurssi oli 12,4 % alhaisempi kuin edellisen päivän päätöskurssi. Rahoitustarkastus piti yhtiön menettelyä ”vähintäänkin huolimattomana” ja katsoi, että päätöksestä olisi pitänyt ilmoittaa erillisellä pörssitiedotteella.¹³¹

Julkinen varoitus

Rahoitustarkastus voi määrätä RataL 26 §:n nojalla julkisen varoituksen niissä tilanteissa, joissa julkista huomautusta ei ole pidettävä riittävänä sanktiona. Julkisen huomautuksen ja julkisen varoituksen soveltamisala on muuten samanlainen. Rahoitustarkastus on 3.3.2008 antanut päätöksen¹³², jossa pörssiyhtiö Cencorp Oyj:lle annettiin julkinen varoitus tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä. Kyseisessä tapauksessa yhtiö antoi perusteettomasti liian positiivisia tulevaisuudennäkymiä ja myös yhtiön tilinpäätös ei antanut oikeaa ja riittävää kuvaa yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Päätöksen mukaan yhtiö antoi jatkuvasti ja toistuvasti huolimattomuudesta perusteettomia arvioita tulevaisuudennäkymistään, viivytteli perustellun tiedon antamista eikä myöskään sen kahden vuoden tilinpäätökset antaneet oikeaa ja riittävää kuvaa yhtiön tilanteesta vuosien 2005 ja 2006 konsernitalinpäätösten olennaisten virheiden johdosta, jolloin yhtiön menettely katsottiin niin moitittavaksi, ettei julkista huomautusta ollut pidettävä riittävänä seuraamuksena. Yhtiö oli kirjannut perusteetta n. 1,3–1,65 meur laskennallista verosaamista, mikä määrä verovelvoilla vähennettynä vastasi vuonna 2005 n. 24 % ja vuonna 2006 51 % yhtiön omasta pääomasta. Rahoitustarkastus kuitenkin katsoi, ettei asia antanut kokonaisuutena harkiten aihetta ankarampiin toimenpiteisiin.¹³³ – Myös tämän päätöksen vaikutus mahdollisen rikosprosessin kannalta voi olla mielenkiintoinen. Rahoitustarkastuksen päätöksessä kuvattu menettely saattaisi tulla arvioitavaksi¹³⁴ RL 30:9:n kirjanpitorikoksena tai mahdollisesti myös törkeänä kirjanpitorikoksena (RL 30:9a) summien suuruuden vuoksi¹³⁵. Rahoitustarkastuksella ei kuitenkaan sinällään ole toimivaltaa

¹³⁰ Ratan päätös 21.9.2007 Dnro 8/230/2007.

¹³¹ Ratan päätös 21.9.2007 Dnro 8/230/2007 s. 1, 5, 8.

¹³² Ratan päätös 3.3.2008 Dnro 4/445/2008.

¹³³ Ratan päätös 3.3.2008 Dnro 4/445/2008 s. 1–3, 12–14.

¹³⁴ Päätöksestä ei kuitenkaan käy tarkemmin ilmi yhtiön toiminnan laajuutta ja taseasemaa kuvaavat luvut, joten pelkästään päätöksen perusteella rikostunnusmerkistön täyttymistä on vaikea arvioida.

¹³⁵ Törkeän kirjanpitorikoksen tunnusmerkistön täyttymisestä ks. KKO 2008:32, jossa 120 000 mk:n summien katsottiin koskevan törkeässä kirjanpitorikoksessa tarkoitettuja suuria summia (erityisesti perustelujen kohdat 6–8)

määrätä sanktioita menettelystä, joka täyttää RL 30:9:n kriteerit, joten oikeusvoimavaikutusta ei tässä suhteessa ratkaisulla voi olla, vaan sillä voi olla merkitystä lähinnä todisteena. Oikeusvoimavaikutusta ei nähdäkseni ole silläkään perusteella, että ratkaisussa on otettu kantaa ainoastaan oikeushenkilön vastuuseen, joka ei RL 30:9:n kirjanpitorikoksessa voi edes teoriassa tulla kyseeseen, kun rangaistusvastuuta ei RL 30:13:ssa ole ulotettu koskemaan oikeushenkilöitä. Siten vaikka päätöksessä on todettu oikeushenkilön toimineen ”huolimattomasti”¹³⁶, voinee rikosvastuu yhtiön johdossa toimineita luonnollisia henkilöitä kohtaan kuitenkin tulla tarkasteltavaksi tuomioistuimessa myös tahallisen rikoksen osalta.

Seuraamusmaksu

Markkinaoikeus voi RataL 26a §:n perusteella määrätä Rahoitustarkastuksen esityksestä seuraamusmaksun, joka on julkisen huomautuksen oheisseuraamus. Seuraamusmaksua ei voida määrätä teosta, joka on rangaistavaa RL 51 luvun nojalla. Teot, joista seuraamusmaksu voidaan määrätä, poikkeavat kuitenkin RataL:n 25 ja 26 §:n soveltamisaloista. Seuraamusmaksun määräämisen edellytykset poikkeavat lisäksi jonkin verran oikeushenkilön ja luonnollisen henkilön kohdalla toisistaan. Lyhyesti voidaan todeta, että seuraamusmaksu voidaan määrätä mm. AML:n markkinointi- ja tiedonantovelvollisuuksien sekä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ja kurssin vääristämistä koskevien säännösten rikkomisesta.¹³⁷ Seuraamusmaksun määräämisen

¹³⁶ Ratan päätös 3.3.2008 Dnro 4/445/2008 s. 14.

¹³⁷ Seuraamusmaksun määräämisestä todetaan RataL:n 26a §:ssä. Sen mukaan mikäli valvottava ja muu rahoitusmarkkinoilla toimiva oikeushenkilö, joka tahallaan tai huolimattomuudesta

¹⁾ laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa tai arvopaperimarkkinalain 8 luvussa säädetyllä tavalla arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 b §:ää, 2 tai 6 luvun säännöksiä tai niiden nojalla annettuja säännöksiä arvopaperien markkinoinnista, liikkeeseenlaskusta, tarjoamisesta tai tiedonantovelvollisuudesta, taikka julkisista ostoparjousista tai tarjousvelvollisuudesta,

²⁾ laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa säädetyllä tavalla arvopaperimarkkinalain 5 luvun 2 tai 12 §:n säännöksiä taikka 15 §:n nojalla annettuja säännöksiä,

³⁾ laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa säädetyllä tavalla Euroopan yhteisöjen komission Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta antamia asetuksia, voidaan määrätä maksamaan julkisen varoituksen ohella seuraamusmaksu, jos menettely tai laiminlyönti on jatkuvaa, toistuvaa tai suunnitelmallista taikka muuten niin moitittavaa, ettei varoitusta yksin ole pidettävä riittävänä, eikä teko tai laiminlyönti kokonaisuutena arvioiden anna aiheutta ankarampiin toimenpiteisiin. Seuraamusmaksu voidaan määrätä maksettavaksi myös muulle henkilölle, joka laiminlyö tai rikkoo muulla kuin rikoslain 51 luvussa säädetyllä tavalla 1 momentissa tarkoitettuja arvopaperimarkkinalain tai sen nojalla annettuja sisäpiirintietoja, kurssin vääristämistä tai julkisen kaupankäynnin kohteena olevan tai sen kohteeksi haetun arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamista taikka arvopaperien tarjoamiseen ja julkisen kaupankäynnin

edellytyksenä on lisäksi oikeushenkilön osalta, että menettely on ollut jatkuvaa, toistuvaa tai suunnitelmallista tai muuten niin moitittavaa, ettei pelkkä varoitus ole riittävä seuraamus. Myös luonnollisen henkilön osalta seuraamusta määrättäessä on otettava huomioon menettelyn laatu, laajuus ja suunnitelmallisuus sekä teolla tavoiteltu hyöty ja aiheutettu vahinko.

Esitöissä seuraamusmaksun määräämisen edellytyksiä oikeushenkilölle on kuvattu tavoilla, jotka viittaavat oikeushenkilön rikosoikeudellisen rangaistusvastuun edellytyksiin. Seuraamusmaksua oikeushenkilölle määrättäessä tulisi kiinnittää huomiota mm. siihen, onko teko tehty oikeushenkilön puolesta tai hyväksi ja onko tekijä toiminut oikeushenkilön johdossa. Pääsääntöisesti seuraamusmaksu on tarkoitus määrätä vain oikeushenkilöille, maksun määräämisen luonnollisille henkilöille on tarkoitus olla poikkeuksellista. Seuraamusmaksun ja rikosoikeudellisten sanktioiden välinen suhde ratkeaa HE 137/2004:n mukaan samalla tavoin kuin julkisen huomautuksen ja rikosoikeudellisten seuraamusten välinen suhde: Erot ilmenevät lähinnä tahallisuuden asteessa sekä kurssin vääristämisen ja sisäpiirintiedon väärinkäytön kohdalla myös hyötymistarkoituksen ilmenemisenä. Seuraamusmaksua ei voida määrätä, jos asia on vireillä esitutkinnassa, syyteharkinnassa tai tuomioistuimessa rikosasiaan.¹³⁸

3.2.5 Hallinnollisten sanktioiden ja rikosoikeudellisten sanktioiden suhteesta

Häyrynen on antanut seuraamusmaksun ja rikosoikeudellisten sanktioiden välisen suhteen arvioinnissa merkitystä kokonaisarvioinnille, jossa otetaan huomioon teon haitallisuus mm. markkinoiden luotettavuutta kohtaan ja tekijän syyllisyyden aste sekä yleisen ja yksityisen edun vaatimukset. Suhteellisuusperiaatteen mukaisesti hallinnolliset seuraamukset tulevat kyseeseen silloin, kun rikkomusta on pidettävä vähäisenä. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuuksien laiminlyöntitilanteissa hallinnollinen seuraamus voi Häyrysen mukaan olla mahdollinen silloin, kun tarkoituksenmukaisuussyistä seuraamus on soveliaampi antaa oikeushenkilölle kuin yksittäisille luonnollisille henkilöille kuten hallituksen jäsenille näiden toiminnan vähäisen moitittavuuden vuoksi. Sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanteissa

tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen liittyvää tiedonantovelvollisuutta, julkisia ostotarjouksia tai tarjousvelvollisuutta koskevia säännöksiä tai Euroopan yhteisöjen komission Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta antamia asetuksia.

¹³⁸ HE 137/2004 s. 81- 82.

voitaisiin merkitystä antaa saadun hyödyn ja kaupan suuruuden lisäksi myös käytetyn tiedon olennaisuudelle.¹³⁹

Häyrysen analyysiä siitä, että hallinnollisten seuraamusten ja erityisesti seuraamusmaksun sekä rikosoikeudellisten sanktioiden välinen valinta tulisi tehdä sillä perusteella, onko tekoa kokonaisuutena arvioiden pidettävä niin vähäisenä, ettei rikosprosessiin ole aiheutta, voidaan pitää perusteltuna. Kun RL 51 luvun mukaisista teoista ei ole säädetty lievää tekomuotoa, joka saattaisi mahdollistaa mm. summaarisen rangaistusmääräysmenettelyn käyttämisen, on hallinnollisten seuraamusten käyttämiselle myös muita perusteita kuin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin asettamat velvoitteet. Nykyisten hallinnollisten sanktioiden sääntelytekniikkaa voidaan kuitenkin pitää epäonnistuneena. Rahoitustarkastuksesta annetun lain kirjoitustavan vuoksi hallinnollisten sanktioiden suhde rikosoikeusjärjestelmään ja rikosoikeuden piirissä noudatettuun käsitteistöön on epämääräinen ja sekava. Tämä korostuu erityisesti seuraamusmaksun kohdalla. On varsin hankala hahmottaa tilanteita, joissa ”huolimattoman oikeushenkilön” toiminta voisi olla ”suunnitelmallista” tai jolloin ”tahallisen oikeushenkilön” pitkäkestoisista toimintaa ei ainakin tutkittaisi poliisiin toimesta esim. RL 51:5:n tiedottamisrikoksena. Ottaen huomioon sen, että arvopaperimarkkinoilla tapahtuvat väärinkäytökset siirtyvät poliisiviranomaisten tutkittaviksi ja siten pois hallinnollisten sanktioiden piiristä siinä vaiheessa, kun ”syytä epäillä rikosta” -kynnys ylittyy, on vaarana hallinnollisen seuraamusmaksun jääminen käytännössä vaille merkitystä¹⁴⁰. Käytännössä rajanveto tulisi tehdä Häyrysen mainitseamalla tavalla kokonaisarvioinnin pohjalta eikä kiinnittäen huomiota yksittäisiin tekijöihin. Kokonaisarvioinnin tekeminen ei kuitenkaan ole helppoa, sillä siinä käytettävät kriteerit (mm. teon merkitys markkinoiden luotettavuudelle) ovat erittäin avoimia ja tulkinnanvaraisia. Rahoitustarkastuksen edellä selostetun kolmen päätöksen nojalla on vielä liian aikaista tehdä johtopäätöksiä siitä, millaiseksi hallinnollisten sanktioiden ja rikosprosessin käynnistämisen suhde muodostuu. Ratkaisujen perusteella on olemassa kuitenkin mahdollisuus, että kynnys seuraamusmaksun määräämiseen tai rikosprosessin käynnistämiseen asettuu jatkossa

¹³⁹ Häyrynen 2006 s. 367–369. – Hallinnolliset sanktiot voivat tulla kyseeseen myös niissä AML 10:1a:n mukaisissa johdannaisissa, joihin ei sovelleta viittaussäännösten puuttuessa RL 51-luvun säännöksiä (vrt. AML 10:1) mutta kylläkin esimerkiksi joitakin AML:n tiedonantovelvollisuutta, kurssin vääristämistä tai sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia säännöksiä.

¹⁴⁰ Myös Häyrynen on kiinnittänyt huomiota siihen, että käytännössä harvinaiseksi voivat jäädä ne tilanteet, joissa menettely ei täytä tai sen ei ole syytä epäillä täyttävän RL:n tunnusmerkistöjä, mutta tekoa on pidettävä niin moitittavana, ettei pelkkää julkista varoitusta voida pitää riittävänä seuraamuksena. Häyrynen 2006 s. 366.

hyvin korkealle¹⁴¹. Nähdäkseni tällöin voidaan perustellusti kysyä, täytyykö tällöin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 14 artiklassa asetettu vaatimus ”tehokkaista, oikeasuhtaisista ja varoittavista” toimenpiteistä käytännössä.

3.2.6 Rikoslain 51 luvun kriminalisointien keskinäisistä suhteista

Rikoslain 51 luvun rikosten keskinäisiä suhteita voidaan havainnollistaa seuraavalla esimerkillä: Pörssi-yhtiö päättää hankkia lisää varoja järjestämällä yleisöannin, jonka yhteydessä julkaistavassa pörssitiedotteessa ja antiesitteessä annetaan tahallisesti liian positiivisia tietoja toteutuneesta tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä, mikä aiheuttaa sen, että yhtiön osakekurssi nousee ja annissa osakkeet merkitään ennakkoon ilmoitetun merkintähinnan vaihteluvälin ylärajalla. Kysymys kuuluu: mitkä RL 51 luvun normit soveltuvat tilanteeseen ja onko joidenkin normien välillä sellainen lainkonkurrenssisuhde, joka syrjäyttää jonkin normin soveltamisen?

Lähtökohtaisesti tilanteeseen voisivat soveltua kaikki RL 51 luvun rikossäännökset. Kun teossa annetaan totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja, jotka ovat omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon, voidaan tekoa arvioida RL 51:5:n tiedottamisrikoksena. Kun totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja annetaan siinä yhteydessä, kun yhtiö hankkii itselleen lisää pääomaa, voidaan teon perustellusti katsoa tapahtuneen hyötymistarkoituksessa, jolloin myös RL 51:3:n kurssin vääristäminen voi tulla kyseeseen. Ja kun yhtiön johto on ollut tietoinen siitä, että julkisuuteen annetut tiedot eivät vastaa todellisuutta, on heillä ollut sisäpiirintietoa, jota on käytetty hyväksi arvopapereiden luovuttamisessa yhtiön laskiessa liikkeelle uusia osakkeita, joten myös RL 51:1:n sisäpiirintiedon väärinkäyttö saattaa täytyä. Ongelmattomana voitaneen pitää sisäpiirintiedon väärinkäytön suhdetta kurssin vääristämiseen ja tiedottamisrikokseen: sisäpiirintiedon väärinkäyttö edellyttää käytännössä jonkinlaista toteutunutta arvopaperikauppaa tai sen yritystä, kun taas kurssin vääristäminen ja tiedottamisrikos täytyvät jo aikaisemmin, vaikkakin kurssin vääristämisen hyötymistarkoitus usein ilmeneekin jonkinlaisen arvopaperikaupan muodossa. Siten yllä olevassa esimerkissä tekijän menettelyä tulee arvioida ”yksin teoin tehtynä” vähintään kahden tunnusmerkistön kautta. Ongelmallista kuvatussa tilanteessa on erityisesti kurssin vääristämisen ja tiedottamisrikoksen suhde: ovatko

¹⁴¹ Myös mm. Isonsa-Britanniassa kynnys viedä arvopaperimarkkinoilla tapahtuvia väärinkäytöksiä rikosprosessiin on noussut. Ison-Britannian järjestelmä poikkeaa Suomesta kuitenkin siten, että hallinnollisissa seuraamuksissa ei ole määrätty rahamääräistä ylärajaa. Avgouleas 2005 s. 310–312, 375–378, 383–387.

ko. normit sillä tavoin päällekkäisiä, että tekoa ei tarvitse arvioida erikseen tiedottamisrikoksena, mikäli kurssin vääristäminen täyttyy? Kysymystä on lyhyesti käsitelty HE 254/1998:ssa, jonka mukaan tietyissä tilanteissa kurssin vääristämistä koskevan RL 51:3:n soveltuessa voi olla tarpeetonta arvostella tekoa RL 51:5:n tiedottamisrikoksena¹⁴². Kuten kuvatusa esimerkistä ilmenee, voi teko tapahtua organisaation piirissä, jolloin tekoon osallisten tekijäkumppaneiden ja avunantajien osallisuusasemien erot voivat aiheuttaa sellaisia tilanteita, joissa voi olla perusteltua päätyä myös siihen näkökantaan, etteivät kurssin vääristäminen ja tiedottamisrikos ole lainkonkurrenssissa keskenään.¹⁴³

Olennaista tämän tutkimuksen kannalta on se, että kun arvioidaan taloudellisen hyödyn menettämistä tietyn arvopaperimarkkinarikoksen, kuten esim. tiedottamisrikoksen perusteella, on ymmärrettävä, että RL 51 luvun rikokset voivat tietyissä tilanteissa mennä päällekkäin. Hyödyn menettämistä koskevien oppien on tällöin oltava sellaisia, että ne muodostavat johdonmukaisen kokonaisuuden, joka ottaa huomioon paitsi yksittäisen rikosnimikkeen ”ydinalueen”, myös ne kohdat, joissa toimitaan tunnusmerkistöjen leikkauskohdissa.

4 HYÖDYN KONFISKOINNISTA YLEISESTI RIKOSOIKEUDESSA

4.1 Lainsäädännön kehitys Suomessa sekä konfiskaatiota koskeva kansainvälinen kehitys

Taloudellisen hyödyn konfiskoimista koskevat säännökset tulivat ensimmäistä kertaa voimaan Suomen rikoslaissa 1.7.1921, jolloin RL:n 2:16:ssa säädettiin rikoksen tuottaman hyödyn menettämisestä joko tekijältä itseltään tai siltä, jonka hyväksi rikoksentehtäjä toimi. Hyödyn konfiskointi oli pakollista ja saadun hyödyn määrä oli tuomioistuimen vapaasti harkittavissa ottaen huomioon koko rikollisen toiminnan laajuus. Hyödyn

¹⁴² HE 254/1998 s. 33.

¹⁴³ Kysymys kurssin vääristämisen ja tiedottamisrikoksen lainkonkurrenssista aktualisoitui 1.6.1999, jolloin astui voimaan arvopaperimarkkinarikoksia koskeva RL 51 luku. Aikaisemmin AML 8:2:n nojalla arvopaperimarkkinarikoksena rangaistu kurssimanipulaatio koski vain arvopaperinvälittäjiä, joten käytännössä tiedottamisesta vastanneet henkilöt eivät voineet syyllistyä kurssimanipulaatioon. – Tässä työssä ei ole mahdollisuutta analysoida syvällisemmin kurssin vääristämisen ja tiedottamisrikoksen mahdollista lainkonkurrenssia.

menettämistä koskevien säännösten puuttuminen koettiin lakia säädettyäessä ”tuntuvana aukkona”, koska tuolloin voimassa ollut rikoslaki ei muuten kyennyt estämään riittävän tehokkaasti rikoksenteijää hyötymästä taloudellisesti teostaan. Rikoksella hyötymistä oli yritetty aikaisemmin torjua määräämällä rikoksista välillä ”aivan suunnattoman suuret sakot”, mutta koska rikoksen tuottama taloudellinen hyöty saattoi nousta niin suureksi, että se ylitti korkeimmatkin käytettävissä olevat sakot, ei tämäkään keino aina auttanut. Lisäksi sakko oli luonteeltaan rangaistus, joka tuli määrätä kaikki teon olosuhteet huomioiden eikä pelkästään hyötyä tai aiheutettua vahinkoa arvioiden. Tuolloin voimassa olleen rikoslain mukaan vapautteen kohdistuvan rangaistuksen ohella ei voitu määrätä sakkorangaistusta, joten ”häpeällinen voitto” juuri törkeimmissä rikoksissa jäi usein ”aivan koskemattomana rikosten tekijäin haltuun”. Edelleen jo tuolloin havaittiin, että rikoksen tekijänä saattoi usein olla osakeyhtiön toimitusjohtaja, jonka tekemästä rikoksesta kertynyt hyöty jäi yhtiön hyväksi.¹⁴⁴ Taloudellisen hyödyn konfiskoimisen taustalla yli 85 vuotta sitten vaikuttaneet kriminaalipoliittiset näkemykset ovat nykyäänkin varsin relevantteja myös arvopaperimarkkinarikosten yhteydessä.

Kansainvälisen yhteistyön kohteena rikoksen tuottaman hyödyn menettäminen on ollut erityisesti huumausaine- ja rahanpesurikoksissa. YK:n huumausaineyleissopimuksen¹⁴⁵ mukaan sopimusvaltiot ”päättävät viedä laittomaan huumausainekauppaan sekaantuneilta henkilöiltä heidän rikollisesta toiminnastaan saamansa hyödyn ja siten poistaa sellaisen toiminnan pääasiallisen yllykkeen”. Myös Euroopan Neuvoston konfiskaatiosopimuksen¹⁴⁶ solmimisen taustalla on ollut pyrkimys torjua vakavaa kansainvälistä rikollisuutta tehostamalla rikoksen tuottaman hyödyn menettämistä. Sekä YK:n huumausaineyleissopimuksessa että EN:n rahanpesusopimuksessa on määritelmät rikoksen tuottamasta hyödystä, jotka poikkeavat jossain määrin Suomen RL 10:2:n soveltamiskäytännöstä siten, ettei näissä sopimuksissa ole erikseen mainittu rikoksella aikaansaadun säästön olevan sellaista hyötyä, joka voisi olla menettämisauraamuksen kohteena.¹⁴⁷

¹⁴⁴ HE 36/1920 s. 2 – Myös Ailio käyttää vielä v. 1964 ilmaisua ”häpeällinen hyöty”, mikä kuvaa hyvin hyötykonfiskaatioon liittyvää vahvaa moraalista latausta (Ailio 1964b s. 329).

¹⁴⁵ Wienin yleissopimus 20.12.1988 (SopS 44/1994)

¹⁴⁶ Rikoksen tuottaman hyödyn rahanpesua, etsintää, takavarikkoa ja menetetyksi tuomitsemista koskeva yleissopimus, Strasbourg 8.11.1990 (SopS 53/1994).

¹⁴⁷ YK:n yleissopimuksen 1 artiklan mukaan rikoksen ”tuotto” tarkoittaa kaikkea ”omaisuutta”, joka on saatu suoraan tai välillisesti huumausaine- tai rahanpesurikoksella. ”Omaisuus” on puolestaan määritelty kaikenlaiseksi aineelliseksi tai aineettomaksi varallisuudeksi. EN:n rahanpesusopimuksen 1 artiklan mukaan ”rikoksen tuottama hyöty” tarkoittaa rikoksen tuottamaa aineellista etuutta. Se voi olla mitä tahansa omaisuutta, joka on puolestaan mää-

Suomessa omaksuttu näkemys myös rikoksella saavutetun säästön kelpaamisesta konfiskaation kohteeksi ei ole kuitenkaan kansainvälisesti ottaen ainutlaatuinen; esimerkiksi myös Englannissa säästö voi olla menettämisseuraamuksen kohteena.¹⁴⁸

Myöhemmästä hyödyn konfiskointiin liittyvästä kansainvälisestä kehityksestä voidaan todeta vuonna 2004 Suomessa voimaan astuneen YK:n yleissopimuksen kansainvälisestä järjestäytyneestä rikollisuudesta¹⁴⁹. Yleissopimus velvoitti siihen liittyneet valtiot mm. kriminalisoimaan järjestäytyneeseen rikollisryhmään kuulumisen ja rahanpesun. EU:n neuvosto on tehnyt vuonna 2001 puitepäätöksen¹⁵⁰ mm. rikoksen tuottaman hyödyn menetyksi tuomitsemisesta, jonka mukaan jäsenvaltioiden on mm. ryhdyttävä tarpeellisiin toimiin rikoksen tuottamaa hyötyä vastaavan arvon konfiskoimiseksi niissä tapauksissa, joissa rikoksen tuottamaa suoraa hyötyä ei ole tavoitettu ja takavarikoitu. Edelleen EU:n neuvosto on tehnyt vuonna 2005 uuden puitepäätöksen¹⁵¹ konfiskaatiota koskien, jolla on tarkoitus puuttua erityisesti järjestäytyneeseen rikollisuuteen.

Rikoslain 2:16 säilyi muuttumattomana vuoteen 2002 asti, jolloin astui voimaan uudistettu RL:n 10 luku, johon koottiin aikaisemmin hajallaan olleet menettämisseuraamuksia koskevat normit. Merkittävimmät taloudellisen hyödyn menettämistä koskevat muutokset olivat vahingonkorvauksen ja taloudellisen hyödyn menettämisen välisen suhteen tarkempi sääntely sekä kokonaan uusi, RL 10:3:ssa säädetty ns. laajennettu hyödyn menettäminen. Nykyisin voimassa olevat RL 10:2:n hyödyn menettämistä koskevat peruseriaatteet vastaavat melko tarkoin aikaisempia RL 2:16:n määräyksiä.¹⁵²

ritelty samalla tavoin kuin YK:n yleissopimuksessa. – Välillisellä omaisuudella tarkoitetaan rikoksella saadun hyödyn tilalle tullutta surrogaattia.

¹⁴⁸ Rautio 2006 s. 158, Millington – Sutherland Williams 2003 s. 221–224.

¹⁴⁹ New Yorkin yleissopimus 15.11.2000 (SopS 20/2004).

¹⁵⁰ Neuvoston puitepäätös 2001/500/YOS rahanpesusta, rikoksentekovälineiden ja rikoksen tuottaman hyödyn tunnistamisesta, jäljittamisestä, jäädyttämisestä tai takavarikoimisesta ja menetetyksi tuomitsemisesta A:26.6.2001.

¹⁵¹ Neuvoston puitepäätös 2005/212/YOS rikoksen tuottaman hyödyn ja rikoksella saadun omaisuuden sekä rikoksentekovälineiden menetetyksi tuomitsemisesta A:24.2.2005.

¹⁵² HE 80/2000 s. 4; Viljanen 2002 s. 6–11.

4.2 Konfiskaatioseuraamusten luonteesta: rangaistus vai turvaamistoimi?

Kysymys menettämisseuraamusten oikeudellisesta luonteesta – onko menettämisseuraamusta pidettävä rangaistuksena vai turvaamistoimena – on ollut erityisesti vanhemmassa oikeustieteellisessä kirjallisuudessa mielenkiinnon kohteena. Ailio on väitöskirjassaan käsitellyt kysymystä monipuolisesti päätyen pitämään menettämisseuraamuksia pääsääntöisesti turvaamistoimina. Jotkin Ailion näkemyksensä tueksi esittämät argumentit ovat nykyäänkin relevantteja ja painavia, kun taas joidenkin argumenttien oikeudellinen merkitys on nykyään kyseenalainen. Menettämisseuraamuksen luonnetta turvaamistoimena puoltaa nykyäänkin mm. se, että konfiskointi voi kohdistua muihinkin henkilöihin kuin rikoksen tekijään. Rikoksen tekijä puolestaan voi joutua menettämään esim. rikoksella saamansa hyödyn silloinkin, kun hän on rangaistusvastuusta vapaa alaikäisyyden tai syynta-keettomuuden vuoksi. Ailion esittämistä argumenteista sen sijaan ei voida pitää relevanttina sitä näkemystä, jonka mukaan rangaistuksen kärsiminen on rikoksen sovittamista. Ailion mukaan menettämisseuraamuksen erottaa rangaistuksesta erityisesti menettämisseuraamuksen preventiivinen luonne eikä sillä ole tarkoitus aiheuttaa kärsimystä sen kohteeksi joutuneelle, vaikka sillä voikin olla myös kärsimystä tuottava vaikutus.¹⁵³ Kun nykyisin myös varsinaista rangaistusta perustellaan sen tulevaisuuteen suuntautuvalla yleis- että erityispreventiivisellä vaikutuksella, voidaan toisaalta kysyä, onko konfiskaatioseuraamuksella ja varsinaisella rangaistuksella sittenkään merkittävää ajatuksellista eroa.

Rautio toteaa, ettei konfiskaation oikeudellisen luonteen pohdiskelu ylipäättänsä ole kovinkaan hedelmällistä. Raution mukaan konfiskaatio on luonteeltaan preventiivinen turvaamistoimi. Rangaistuksesta sen erottaa lähinnä se, että konfiskaatioseuraamuksilla pyritään estämään rikos-tekijän fyysisiä mahdollisuuksia tehdä uusia rikoksia, kun taas rangaistuksen yleispreventiivisellä vaikutuksella pyritään vaikuttamaan potentiaalisen rikos-tekijän tahdontoimintaan. Toisaalta myös menettämisseuraamuk- sella on yleispreventiivinen ja rangaistuksella erityispreventiivinen vaikutus, mutta niitä ei varsinaisesti legitimoida näillä perusteilla.¹⁵⁴

Menettämisseuraamusten oikeudellisen luonteen ymmärtämisellä on nähdäkseni merkitystä siinä mielessä, että mikäli ne ymmärretään rangaistuksiksi eikä turvaamistoimiksi, on lainsoveltajan harkintavalta esimerkiksi menetettäväksi tuomittavan hyödyn määrän arvioimisessa

¹⁵³ Ailio 1964a s. 13–53

¹⁵⁴ Rautio 2006 s. 12

suurempi. Lainsoveltaja voisi tällöin tuomita sopivan suuruisen menettämisseuraamuksen laissa määrätyt kriteerit huomioon ottaen samalla tavoin kuin rangaistuksen määräämisessä toimitaan. Tällöin seuraamusharkinnassa ei tarvitsisi kiinnittää niin paljon huomiota siihen, muodostuuko menettämisseuraamuksesta varsinaisen sakko- tai vankeusrangaistuksen ohella lisärangaistus rikoksen tekijälle. Mikäli taas menettämisseuraamus ymmärretään turvaamistoimeksi, on lainsoveltajan pyrittävä ainakin ajatuksellisesti estämään se, ettei menettämisseuraamusta käytetä rangaistuksena, vaan konfiskaatiolla on pyrittävä pelkästään rikoksen tuottaman hyödyn tai muun laissa määritellyn konfiskoitavan omaisuuden saamiseen valtion haltuun. Rikoksen tekijälle määrätään sitten rangaistus erikseen RL 6 luvussa määrätyillä perusteilla.

Menettämisseuraamuksia koskevassa hallituksen esityksessä on otettu selkeästi kantaa konfiskaatiosäännösten oikeudelliseen luonteeseen ja todettu niiden olevan turvaamistoimia eikä niitä tule käyttää rangaistuksen luonteisena seuraamuksena¹⁵⁵. Käsitykseni mukaan tämä turvaamistomiluonne korostaa sitä, että rikoksen tuottamaa hyötyä konfiskoitaessa näytetty hyödyn määrä toimii lähtökohtaisesti sekä ylä- että alarajana sille, minkä suuruisena menettämisseuraamus tulee määrätä. Rikoslain 10:10:ssä mainituilla kohtuullisuuskriteereillä lainsoveltajalla on sitten tarvittaessa mahdollisuus alittaa se hyödyn määrä, joka rikosprosessissa on näytetty rikoksesta aiheutuneen. Sen sijaan RL 10:2.2:ssa oleva lausuma siitä, että rikoksesta saadun hyödyn määrä voidaan arvioida ottaen huomioon rikoksen laatu ja toiminnan laajuus sekä muut olosuhteet, on tarkoitukseltaan selvästikin prosessiekonominen. Arviointi tulee kyseeseen vain silloin, kun asiasta saatava näyttö on kunkin tapauksen erityisolosuhteet huomioiden liian vaikeasti hankittavissa eikä arvioinnissa sinällään tule ottaa kantaa rikoksen paheksuttavuuteen. Säännös on laadultaan samanlainen kuin OK 17:6, jonka mukaan tuomioistuin voi tarvittaessa arvioida vahingonkorvauksen määrän.¹⁵⁶

4.3 Konfiskaatioseuraamuksen määräämisen edellytyksistä ja tavoitteista

Menettämisseuraamuksen tuomitsemisen edellytyksenä voi olla RL 10:1:n mukaan mikä tahansa laissa määrätty rikos. Rikoksen tuottaman

¹⁵⁵ HE 80/2000 s. 15.

¹⁵⁶ Rautio on suhtautunut torjuvasti ajatukseen, että tuomioistuin arvioisi hyödyn suuremmaksi kuin mitä syyttäjät on vaatinut. Rautio 2006 s. 136–140.

hyödyn menettäminen puolestaan edellyttää sitä, että rikos on tuottanut taloudellista hyötyä, joka voi olla esim. rikoksella anastettua omaisuutta tai rikoksen tekemisestä saatu palkkio. Myös saavutettu kustannussäästö mukaan lukien investoinnin viivästymisen aiheuttama korkohyöty voi olla rikoksen tuottamaa hyötyä esim. ympäristörikoksissa, joissa elinkeinonharjoittaja on laiminlyönyt tarpeelliset ympäristönsuojelutoimet. Rikoksen ja hyödyn välillä edellytetään syy-yhteyttä, jotta hyöty voitaisiin määrätä menetettäväksi.¹⁵⁷

Oikeustieteessä on koettu ongelmaksi se, miten rikoksella saavutetun taloudellisen hyödyn syy-yhteyttä varsinaiseen rikokseen tulisi arvioida. Tämä kysymys heijastuu myös rikoksella saadun hyödyn määrän laskemisen lähtökohtien arviointiin. Pekka Viljanen on esittänyt näkemyksen, jonka mukaan rikoshyötynä tulisi tuomita menetetyksi se lisähyöty, joka on saatu sillä, että on valittu rikollinen vaihtoehto laillisen sijasta¹⁵⁸.

Oikeustaloustieteessä rikosoikeudellisen seuraamusjärjestelmän nähdään toimivan kannustimena lain noudattamiseen. Keskeinen ajatus on, että mitä korkeammaksi rikoksesta seuraava rangaistus tulee suhteessa rikoksesta saatuun hyötyyn, sitä vähemmän rikoksia tehdään. Mikäli rikoksesta seuraava hyöty on suurempi kuin siitä maksettava hinta (eli rangaistus ja/tai muu seuraamus), rationaalinen rikosentekijä syyllistyy rikokseen. Kokonaan toinen asia sitten on, missä määrin rikoksen tekeminen on rationaalisen pohdinnan tulos. Esimerkiksi väkivaltarikoksissa rikosta ei monestikaan tehdä rationaalisen harkinnan tuloksena.¹⁵⁹

Arvopaperimarkkinarikoksissa niiden luonteen vuoksi rikoksen tekijöiksi valikoituu usein ihmisiä, jotka osaavat arvioida paitsi yleisiä sijoitustoimintaan liittyviä riskejä myös rikoksen tekemisellä saavutettavia hyötyjä suhteessa kiinnijäämisriskiin ja mahdollisiin rikoksen seuraamuksiin. Siten arvopaperimarkkinarikoksissa voi monia muita rikoksia helpommin perustellusti hyväksyä sen lähtökohdan, että rikoksen tekeminen on rationaalisen pohdinnan tulos. Näin ollen jos laittomien toimintojen nettotuotto nousee suuremmaksi kuin laillisten vaihtoehtojen nettotuotto, henkilö päätyy rikosentekijäksi. Harkitessaan rikoksen tekemistä henkilö on valintatilanteessa, jossa hän arvioi keskenään rikoksella saavutettavaa tuottoa suhteessa kiinnijäämisriskiin ja rangaistuksen taloudelliseen arvoon.¹⁶⁰

¹⁵⁷ Rautio 2006 s. 152–164.

¹⁵⁸ Viljanen 1989 s. 527–528.

¹⁵⁹ Määttä – Pihlajamäki 2003 s. 49–51. Avgouleas (Avgouleas 2005) on teoksessaan käsitellyt laajasti hyötyjen ja sanktioiden sekä muiden negatiivisten seuraamusten suhdetta arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön kannalta.

¹⁶⁰ Määttä – Pihlajamäki 2003 s. 63–64.

Valintaa siitä, kannattaako rikoksen tekeminen vai ei, on kuvattu Gary S. Beckerin 1968 esittämän yhtälön avulla:

$$EU = pU(Y-f) + (1-p)U(Y), \text{ jossa}$$

EU = odotettu hyöty
 p = kiinnijäämistodennäköisyys
 f = rangaistuksen taloudellinen arvo ja
 Y = rikoksella saavutettava tuotto¹⁶¹

Tilannetta voidaan selvittää esimerkillä, jossa oikeushenkilön puolesta toimivat henkilöt harkitsevat, kannattaako sellaisen rikoksen tekeminen, jossa on korkea kiinnijäämisriski. Oikeushenkilön rangaistusvastuu toteutetaan yhteisösakolla, joka on RL 9:5:n mukaan enintään 850 000 euroa. Yhtälön mukaan esimerkiksi kiinnijäämisriskin¹⁶² ollessa 99 %, rikoksen tekeminen on kannattavaa, jos siitä saatava hyöty ylittää 841 500 euroa. – Esimerkki osoittaa, että ennakoitaessa erittäin korkeaa kiinnijäämisriskiä, jossa määrätään maksimirangaistus, tosiasiallinen preventiivinen vaikutus rakentuu pitkälti henkilökohtaisen rangaistusvastuun ja hyötykonfiskaation varaan. Esimerkkilaskelmassa ei oteta huomioon sitä, että rikokseen syyllistyneille luonnollisille henkilöille saattaa myös seurata erillinen rangaistus. Esimerkki ei myöskään ota huomioon niitä muita tosiasiallisia seuraamuksia, joita rikoksesta saattaa aiheutua, kuten mahdollisen negatiivisen julkisuuden liiketoiminnalle aiheuttamia haittoja. Toisaalta näiden muiden tosiasiallisten seuraamusten merkitykseen on syytä suhtautua varauksellisesti, sillä esim. negatiivinen julkisuus voi olla hyvin lyhytaikaista eikä sillä välttämättä ole mitään mitattavaa vaikutusta esimerkiksi yrityksen liikevaihtoon.

Esimerkki toisaalta korostaa myös sitä, millainen merkitys rikoksen tuottaman hyödyn menettämässäänöksillä on sellaisissa rikoksissa, jotka ovat omiaan tuottamaan suuria taloudellisia voittoja. Arvopaperimarkkinarikoksissa pelkällä rikoksesta seuraavalla rangaistuksella ei välttämättä ole riittävää yleispreventiivistä vaikutusta, kun oikeushenkilön rangaistusvastuun yläraja on 850 000 euroa ja luonnollisille henkilöille arvopaperimarkkinarikoksista on oikeuskäytännössä tuomittu Suomessa enintään ehdollinen vankeusrangaistus. Vertailun vuoksi todettakoon, että lokakuussa 2006 Outokumpu Oyj myi pörssilistauksen yhteydessä 80 % tytäryhtiönsä Outokumpu Technology Oyj:n osakekannasta saaden myynnistä n. 450 000 000 euroa ja myyntivoiton ollessa n. 330 000 000 euroa¹⁶³. Tämä tuo mielestäni varsin hyvin esiin arvopaperimarkkinoilla

¹⁶¹ Becker 1968 s. 203–204. Becker mallintaa artikkelissaan myös laajemmin optimaalisia toimintatapoja laittoman toiminnan ehkäisemiseksi. Määttä – Pihlajamäki 2003 s. 64.

¹⁶² Kiinnijäämisriskillä tarkoitetaan sitä todennäköisyyttä, joka johtaa rikoksen paljastumisen, esitutkinnan ja syyteharkinnan jälkeen langettavaan tuomioon.

¹⁶³ Outokumpu Oyj:n lehdistöiedotteet: Outokumpu Oyj:n osavuositiedotus 23.10.2006, Outokumpu Technology Oyj:n osakemyynti ja listautuminen 25.9.2006. www.outokumpu.com, viitaspäivä 19.12.2006.

liikkuvien pääomien suuruuden suhteessa rikosoikeudellisiin rangaistuksiin. Nämä pääomat ovat niin suuria, ettei oikeushenkilön rangaistusvastuulla ole rationaalisen rikoksenteikijän kannalta kovinkaan suurta merkitystä rikoksentekopäätöstä tehtäessä.

Kuten aikaisemmin on todettu, rikoksen tuottamaan hyötyyn kohdistuva konfiskaatio ymmärretään turvaamistoimeksi, joka pidetään erillään varsinaisesta rangaistuksesta ja jolla ei aiheuteta rikoksen tekijälle ylimääräistä taloudellista menetystä. Kun rikoksentekotilanne nähdään valintatilanteena, jossa potentiaalinen rikoksenteikijä puntaroi rikoksen hyötyjä ja haittoja suhteessa kiinnijäämisriskiin, voidaan hyötykonfiskaatio nähdä tässä tilanteessa elementtinä, joka poistaa potentiaaliselta rikoksenteikijältä hyötymismotiivin. Hyötykonfiskaation tarkoituksena on saattaa potentiaalinen rikoksenteikijä valintatilanteessa siihen asemaan, että hän joutuu tosiasias-
sa pohtimaan erityisesti rangaistuksen haitallista merkitystä. Hyödyn menettäminen voidaan nähdä keinona, jolla lainsäätäjä pyrkii tekemään rikoksen päättämistilanteessa lain noudattamisen ja sen rikkomisen keskenään indifferenteiksi¹⁶⁴ vaihtoehdoiksi. Varsinainen rangaistus sitten on se elementti, joka valintatilanteessa ohjaa potentiaalisen rikoksenteikijän noudattamaan lakia. Hyödyn menettäminen toimii preventiivisessä tarkoituksessa, koska potentiaalinen rikoksenteikijä ei pääse punnitsemaan, kannattaako hänen ottaa kiinnijäämisriskin vuoksi epävarma rangaistus ja varma rikoshyöty, vaan rikoksen tekijän on aina arvioitava myös sitä, että mahdollisessa kiinnijäämistilanteessa rikos ei myöskään muodostu taloudellisesti kannattavaksi.

Elinkeinoelämän rikoksissa hyötykonfiskaation merkitys yleispreventiivisenä tekijänä voi olla merkittävä. Hyötykonfiskaatiolla estetään se, ettei rikollisella tavalla toimiva yritys saa kilpailuetua muihin yrityksiin verrattuna. Mikäli hyötykonfiskaation mahdollisuutta ei olisi, saattaisi vaarana olla se, että muut yritykset joutuvat seuraamaan rikollisen menettelytavan valinnutta yritystä turvatakseen oman toimintansa. Lakia rikkova yritys voi vahvistua lakia seuraavien yritysten kustannuksella ilman konfiskaatiomahdollisuutta.¹⁶⁵ Arvopaperimarkkinoilla tilannetta voidaan kuvata niin, että ilman hyötykonfiskaatiomahdollisuutta yrityksille voi tulla kiusaus

¹⁶⁴ Ilmaisia ”indifferentti” käytetään kansantaloustieteessä vakiintuneesti kuvaamaan tilanteita, joissa esim. kuluttaja saa tarpeensa tyydytettyä yhtä hyvin valitsemalla tuotteen A tuotteen B sijasta tai päinvastoin. Kuluttajalle ei siis ole merkitystä, kumman tuotteen hän ostaa, jolloin hän on indifferentti näiden kahden vaihtoehdon välillä. Varian 1996 s. 34.

¹⁶⁵ Määttä – Rautio 1999 s. 114.

antaa itsestään liian positiivinen kuva sijoituskohteena niiden kerätessä ensimarkkinoilta pääomia.

Valintatilanne-ajattelutapa palautuu aina yksittäiseen rikostunnusmerkistöön. Kunkin rikoksen tunnusmerkistökiteijöistä käy ilmi se kielletty menettely, joka määrää valintatilanteen arvioimisajankohdan. Taloudellisen hyödyn arvioimista koskevassa oikeustieteellisessä keskustelussa on pohdittu sitä, milloin menettäväksi on tuomittava ns. bruttohyöty ja milloin nettohyöty¹⁶⁶. Kysymys on kulminoitunut erityisesti tapausten KKO 1999:89 ja KKO 2004:73 johdosta. Nuutila kritisoi KKO:n 1999:89 ratkaisua siitä syystä, että tapauksessa KKO tuomitsi kokonaan valtiolle vastaajan hallusta löydettyt rahat 69 900 mk, jotka olivat kätkettyinä keittiön hellan alla olevaan halkopinoon muovipussissa, eikä asiassa vähennetty mahdollisia huumausaineiden hankintaan tai valmistamiseen liittyneitä kuluja. Nuutilan mukaan KKO:n ratkaisu merkitsisi, että hyötykonfiskaatiota määrättäessä joudutaan arvioimaan ”mala in se” -rikokset eli sellaisenaan pahat teot ”mala prohibita” -tyyppisistä, moraalisesti värittömistä rikoksista. Tällaisia ”mala in se” -rikoksia ovat Nuutilan mukaan mm. huumausainerikokset kun taas ”mala prohibita” -rikoksia ovat esim. luvaton elinkeinon harjoittaminen.¹⁶⁷ Esitetystä kritiikistä huolimatta KKO on jatkanut ratkaisussa 1999:89 omaksuttua linjaa myös tapauksessa KKO 2004:73, jossa kyseessä oli lääkerikos. Hyödyn menettämisestä tilanteessa, jossa on ollut kyse pitkäaikaisesta huumeiden myynnistä, jossa uusien huume-erien rahoittaminen on tapahtunut edellisten huume-erien myynnillä, on KKO ottanut kantaa ratkaisussaan KKO 2007:1¹⁶⁸.

Mikäli rikoshyödyn menettämisen arvioinnissa otetaan lähtökohdaksi se valintatilanne, jossa potentiaalinen rikosentekijä on ennen jotain tiettyä rikostunnusmerkistön täyttävää tekoa, on edellä kuvattu keskustelu ”mala in se” ja ”mala prohibita” -rikoksista sekä brutto- ja nettoperiaatteen soveltamisesta osin tarpeetonta.

Esimerkiksi RL 50:1:n mukaisessa huumausainerikoksessa on erikseen määrätty rangaistavaksi yhtäältä pelkkä huumausaineen hallussapito ja toisaalta sen myyminen. Esimerkiksi voidaan ottaa tilanne, jossa henkilö A, joka ei itse käytä huumausaineita, on hankkinut 100 grammaa

¹⁶⁶ Nuutila 1999 s. 67–72, Rautio 2006 s. 158–160, ks. myös HE 80/2000 s. 21.

¹⁶⁷ Nuutila 1999 s. 70–71. Vrt. myös Rautio 2006 s. 158–160.

¹⁶⁸ Ratkaisussa KKO 2007:1 hyötyä määrättäessä huumausaineiden myyntihintojen yhteismäärästä ei vähennetty niiden ostohintoja. Kun aikaisempien huumausaine-erien hankinnasta saatuja varoja oli käytetty uusien huumausaine-erien ostoon, menettämisseuraamuksen kertautumisen estämiseksi arvioitiin huumausainerikosta kokonaisuutena, jolloin kokonaishyödyn määräksi arvioitiin pienempi summa kuin yksittäisten myyntien yhteisarvo oli.

amfetamiinia tietyllä rahasummalla. Tämä menettely täyttää jo huumausainerikoksen tunnusmerkistön. Henkilö ei myöskään voi laillisesti millään tavoin hyödyntää ko. huumausainetta. Tällöin hän voi valita, tyytyykö hän vain jatkossakin pitämään ko. huumausainetta hallussaan esimerkiksi vaatekaapin ylähyllyllä jännittävänä muistona, jossa se ei aiheuta kenellekään terveysvaaraa, vai myykö hän sen eteenpäin, jolloin hän saisi paitsi sijoittamansa rahasumman takaisin myös mahdollista myyntivoittoa lisäten siten aikaisempaan tilanteeseen verrattuna huumausaineista ihmisten terveydelle aiheutuvaa vaaraa. A:n myynnistä saama taloudellinen hyöty on se, että hänen hallussaan ollut laitton omaisuus eli huumausaine muuttuu ainakin ulkoisesti laillisen näköiseksi käteiseksi rahaksi, joka rahamäärä sisältää paitsi myyntivoiton myös huumausaineen hankintahinnan; ts. huumausaineeseen sitoutunut pääoma vapautuu likvidiin muotoon ja lisäksi tulee vielä myyntivoittoa.

Kysymys siitä, millainen itse asiassa on se valintatilanne, jossa vertailua laittoman ja laillisen vaihtoehdon välillä tehdään, määräytyy kunkin rikostunnusmerkistön mukaan. Jokainen rikostunnusmerkistö määrittelee ne teot, joissa suojeluobjektia loukataan tai vaarannetaan. Kysymystä ei siis tule mielestäni arvioida motivaatiotilanteen jatkumisen kautta, jolloin voitaisiin päätyä siihen, että esim. huumausainerikoksissa sallittaisiin vähentää huumausaineen ostohinta myyntihinnasta, koska huumausaineiden hankkimisen alkuperäisenä tarkoituksenakin oli niiden myynti edelleen käyttäjille.¹⁶⁹

5 ARVOPAPERIMARKKINARIKOKSISSA MENETETTÄVÄ HYÖTY

5.1 Rikoksen ja hyödyn välisestä kausaalisuudesta erityisesti arvopaperimarkkinarikoksissa

Rikoslain 10:2:n mukaan ”Rikoksen tuottama taloudellinen hyöty on tuomittava valtiolle menetetyksi.” Rikoksen ja hyödyn välillä on siis oltava kausaalisuhde, mutta aina ei ole kuitenkaan ongelmatonta se, milloin

¹⁶⁹ Valintatilanteen tuoman lisähyöty-ajattelutavan hyötykonfiskaatiotilanteissa kehittänyt Viljanen on kuitenkin kritisoinut KKO:n tapaa tuomita menetettäväksi kaikki huumausaineen myynnistä saadut varat vähentämättä ostohintaa. Jos rikosentekijä tavoittelee tietyn suuruisia hyötyä, hän ei voi jättää huomioimatta rikoksen tekemisestä aiheutuvia kustannuksia. Viljasen argumentoinnista lääke- ja huumausainerikoksissa tuomittavan hyödyn menettämisestä ks. Viljanen 2007 s. 90–92, 107–122.

rikoksen ja tietyn taloudellisen edun välillä on sellainen kausaalisuhde, että etu voidaan tuomita rikoshyötynä menetetyksi valtiolle.

Ailion varsin laajan määritelmän mukaan rikoksen tuottamana hyötynä on pidettävä sitä hyötyä, joka ”tosiasiallisesti on saatu rikoksella” ja jonka ”rikos on välittömästi tuottanut”.¹⁷⁰ Ailio perustaa näkemyksensä Honkasaloon, joka on 1940-luvun lopulla käsitellyt rikoksen ja rikoshyödyn välistä kausaalisuhdetta edellä mainittua Ailionkin käyttämää määritelmää yksityiskohtaisemmin.

Honkasalon mukaan mikäli rikoshyödyn muodostavat tallella olevat esineet, kohdistuu menettämisseuraamus ensisijaisesti niihin. Mikäli esineet on muutettu rahaksi, menettämisen kohteeksi muodostuu omaisuusesineiden arvo. Silloin jos esine on muuttunut toiseksi esineeksi, ei rikoshyötynä tuomita menetetyksi tätä uutta esinettä, koska uuden esineen ja rikoksen välinen kausaaliyhteys on liian etäinen. Tällöin menetetyksi tuomitaan se hinta, jonka hyödyn saaja esineestä sai luovuttaessaan esineen edelleen, vaikka se olisikin esineen käypää arvoa suurempi hinta.¹⁷¹ Kuitenkin mikäli omaisuuden arvo on kohonnut sellaisen toiminnan johdosta, jota ei voida pitää rikollisena, ei toiminnasta aiheutuvien kustannusten vähentämiseen tulisi olla estettä. Tällöin kausaalisuhde omaisuuden arvon kohoamisen ja rikoksen välillä on jälleen liian kaukainen. Toisaalta kausaalisuhde hyödynsaajan ja rikoksen välillä ei ole liian etäinen silloin, kun rikokseen osallinen tuomitaan yhteisvastuullisesti muiden osallisten kanssa menettämään se hyöty rikoksesta, johon he ovat osallisia, vaikka kunkin yksittäisen henkilön saama hyöty olisikin tätä alempi.¹⁷²

Rikoksen tuottaman hyödyn ja rikoksella aiheutetun vahingon välillä ei sen sijaan tarvitse välttämättä olla minkäänlaista kausaalisuhdetta keskenään. Tyypillisiä tilanteita, joissa tällainen kausaalisuhde puuttuu teon ja vahingon väliltä on rikoksentakijälle maksettavan palkkion tai virkamiehelle annetun

¹⁷⁰ Ailio 1964a s. 130.

¹⁷¹ Honkasalo 1948 s. 117–118. – Vrt. kuitenkin Honkasalon esimerkki mt. s. 131–132, jossa C osallistuttuaan 30 000 mk:n arvoisen jalokiven anastusrikokseen ja myytyään jalokiven edelleen 15 000 mk:n hinnasta tuomitaan menettämään rikoksen tuottamana hyötynä 30 000 mk. Honkasalon näkemys on siis vastaajalle epäedullinen, kun myynnistä saatu ylihintaa tuomitaan menetetyksi mutta vastaavasti alihintaa ei huomioida, vaan silloin tuomitaan menetetyksi esineen käypä arvo.

¹⁷² Honkasalo 1948 s. 118–119 ja 130. Vrt. myös Ailio 1964a s. 134–136. – Vrt. HE 80/2000 s. 21, jonka mukaan rikoksen tuottamana hyötynä on tuomittava menetetyksi myös sellainen tuotto, joka on vaikeuksitta selvitettävissä, kuten pankkitilillä olevan rahan korkotulo tai valuuttakurssin muuttumisesta johtuva hyödyn arvon nousu. Periaatteellinen muutos suhtautumisessa välillisen tuoton konfiskointiin, joka perustuu lainmuutoksen yhteydessä laadittuihin esitöihin eikä varsinaisen säädöstehtävän muutokseen on saanut oikeustieteellisessä keskustelussa myös kritiikkiä osakseen. Ks. käydystä keskustelusta Rautio 2006 s. 163 alaviitteineen.

lahjuksen konfiskointi.¹⁷³ Sinällään itse syy-yhteyden arvioinnissa ei ole merkittäviä eroja rikosoikeuden ja vahingonkorvausoikeuden välillä.¹⁷⁴

Syy-yhteyden määrittely on havaittu erityisen ongelmalliseksi kysymykseksi arvopaperimarkkinoita koskevassa vahingonkorvausoikeudellisessa tutkimuksessa. Sitä vastoin tuottamuskysymyksiä on Rudanko pitänyt ongelmattomampina, sillä korvausvastuu perustuu usein AML:n kriminalisoituihin sanktioitujen sääntöjen rikkomiseen. Vahingonkorvauskysymykset tulevat kyseeseen lähinnä arvopaperin liikkeeseenlaskijan, välittäjän tai muun vastaavan toimijan sekä sijoittajan välisessä oikeussuhteessa; sen sijaan sijoittajien keskinäisissä oikeussuhteissa vahingonkorvauskysymysten esiin nouseminen on hyvin poikkeuksellista. Arvopaperimarkkinoihin liittyvä erityispiirre muihin vahingonkorvaustapauksiin on markkinariskiin kuuluvien tappioiden ja korvattavien vahinkojen erottamisongelma. Arvopaperimarkkinoilla kurssikehitys on riippuvainen useista epävarmoista ja jopa irrationaalisista tekijöistä, joiden vaikutusmekanismeja voi olla mahdoton selvittää. Tällöin jonkin yksittäisen tekijän osuutta on usein hankala pelkistää lukuisien vaikutusmekanismien yhteisestä kokonaisuudesta. Rudangon mukaan syy-yhteysedellytyksen sovittamiseksi arvopaperimarkkinoiden olosuhteisiin perinteisen vahingonkorvausoikeuden kategorioille joudutaankin antamaan aivan uudenlainen sisältö.¹⁷⁵

¹⁷³ Honkasalo 1948 s. 125–126. Pohjoismaisessa kirjallisuudessa on tosin esitetty kantoja, joiden mukaan palkkion tuomitseminen menetetyksi edellyttäisi, että se on annettu tai luvattu antaa ennen rikoksen tekemistä. Rautio 2006 s. 161 alaviite 58. Rautio viittaa Matningsdaliin (Matningsdal 1987 s. 180), jonka mukaan Tanskassa ja Ruotsissa on hyväksytty palkkion konfiskointi rikoksen tuottamana hyötynä.

¹⁷⁴ Rikosoikeudellisesta syy-yhteydestä ks. mm. Nuutila 1996 s. 196–222 ja Jareborg 2001 s. 149–164. Syy-yhteyden arvioinnista vahingonkorvausoikeudessa ks. Hemmo 2005 s. 109–142. Rikosoikeudessa rangaistusvastuuta rajoittavana seikkana tulee yleensä kyseeseen tahallisuus, kun taas vahingonkorvausoikeudessa korvausvastuuta rajoittavana tekijänä ovat adekvaattisuus- eli ennakoitavuusvaatimus sekä normin suojatarkoitus. Konfiskaatioseuraamusten kannalta vastuun rajautumisen määrittely voi olla käytännössä vaikeaa, koska konfiskaatioseuraamuksen määrääminen ei ole sidottu syyksiluettavuuteen. Esimerkiksi henkilö, joka on saanut rikoksesta välittömästi hyötyä, menettää saamansa hyödyn vaikkei rikoksentehtäjän ja hyödynsaajan välillä ole mitään yhteisymmärrystä tai että hän olisi edes tietoinen saamansa hyödyn rikollisesta alkuperästä. Tietoisuus rikollisesta alkuperästä saattaa johtaa itsenäisen kätkemis- tai rahanpesurikoksen täyttymiseen. Ks. RL 10:1-3, 6 ja 8 sekä Honkasalo 1948 s. 129.

¹⁷⁵ Rudanko 1998 s. 369–371 ja 379–380. – Kun talousrikosjutuissa tahallisuuden toteennäyttämisen nousee usein kiistan kohteeksi, Rudangon kanta siitä, etteivät tuottamuskysymykset ole arvopaperimarkkinoihin liittyvissä vahingonkorvausjutuissa ongelmallisia, on hieman yllättävä. Myös Ratan kurinpitopäätökset 18.1.2008 (Dnro 1/445/2008) ja 3.3.2008 (Dnro 4/445/2008), joissa on katsottu tekojen tapahtuneen huolimattomuudesta, viittaavat siihen, ettei huolimattomuuden arviointi käytännössä tapahdu kovin ongelmattomasti. Korva on katsonut, että käytännössä tuottamuksen täyttymiseen riittää se, että liikkeeseenlaskija on menetellyt esim. AML 2:7:n vastaisesti jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta täyttäänsään, vaikka

Syy-yhteyskysymystä arvopaperimarkkinoilla voidaan tarkastella vahinkoriskin kasvamisen näkökulmasta. Tällöin kysytään, mikä osa menettelystä kuuluu sellaiseen markkinarisktiin, joka ei sinänsä itsessään ole vastuun peruste, mutta jonka kasvattaminen voi johtaa vastuuseen. Kysymys vahinkoriskin kasvamisesta ei vahingonkorvausoikeudellisessa mielessä ole kuitenkaan ongelmallinen silloin, kun tiedonantovelvollisuuksia on rikottu, jolloin arvopaperimarkkinoilla on tiedonantohäiriö. Tällöin ei ole kyseessä normaaliin ”perusrisktiin”, kuten yhtiön omistus pohjan muutoksiin liittyvä seikka.¹⁷⁶

Arvopaperiin liittyvään tiedonantohäiriöön perustuvan vahingonkorvausvastuun erityisongelmana on Rudangon mukaan informaatioluottamuksen merkitys kausaliteetin osana. Tällöin on kysymys siitä, edellytetäänkö korvausvastuun täyttymisen kannalta sitä, että sijoittaja on tehnyt tosiasiallisesti päätöksensä virheelliseen informaatioon luottaen. Käytännössä tällaista luottamusta on usein vaikea tai jopa mahdoton osoittaa, ja toisaalta yksittäistapauksessa olosuhteet saattavat viitata siihen suuntaan, että sijoittaja olisi tehnyt samanlaisen sijoituspäätöksen oikeasta informaatiosta tietoisenaikin. Kysymys on tällöin ns. ”would have purchased anyway”-argumentista.¹⁷⁷

Yhdysvalloissa kehitetyn markkinavilppiteorian (Fraud-on-the-Market-Theory) mukaan sijoittajan ei ole tarvinnut oikeudenkäynnissä näyttää toteen luottamuksen informaatioon olleen sijoituspäätöksen perustana ja siten vahingonkorvauksen edellytyksenä. Teoriassa informaatioluottamus korvataan olettamuksella, jonka mukaan sijoittajat luottavat markkinoiden oikeaan hinnanmuodostuskykyyn. Tätä voidaan perustella sillä, että eräiden taloustieteellisten teorioiden¹⁷⁸ mukaan avoimilla, kehittyneillä ja tehokkailla markkinoilla markkinahinnat heijastavat kaikkea saatavilla

tuottamuksen arviointi onkin pidettävä erillään teon tai laiminlyönnin oikeudenvastaisuuden arvioinnista. Korva 2004 s. 443.

¹⁷⁶ Rudanko 1998 s. 369–370.

¹⁷⁷ Rudanko 1998 s. 371–372. – Arvopaperimarkkinoihin liittyvissä rikoksissa ”would have purchased anyway”-tyyppinen argumentti voi käsitykseni mukaan saada merkitystä lähinnä sellaisissa petokseen rinnastettavissa tapauksissa, joissa kurssin vääristämisen avulla omia osakkeita käytetään vaihdon välineenä yrityskaupassa, jossa ostajana on pörssi-yhtiö ja ostettavana on listaamaton yritys, jolloin myyjä on yksilöitävässä. Mikäli kurssitasoltaan vääristettyjä osakkeita saaneet henkilöt ilmoittavat, ettei vääristämisellä ollut merkitystä transaktion kannalta, ei petosrikos voi tulla kyseeseen. Kurssin vääristäminen sen sijaan voi täytyä tästä huolimatta itsenäisenä rikoksena.

¹⁷⁸ Tehokkaiden pääomamarkkinoiden teoria (efficient capital market hypothesis, ECMH) ja investointikäyttäytymisen markkinamalli (market model for investment behaviour). – Arvopaperimarkkinoita koskevista taloustieteellisistä teorioista laajemmin ja mm. ECMH:ta kohtaan muiden taloustieteellisten teorioiden kannattajien taholta esitetystä kritiikistä ks. Avgouleas 2005 s. 45–63. Knuts on todennut ECMH:ta kohtaan esitetystä kritiikistä,

olevaa informaatiota eikä sijoittaja tarvitse päätöksensä tueksi muuta tietoa kuin tiedon häiriöttömästä kurssikehityksestä. Tällöin on ylipäättänsä tarpeetonta kysyä, luottiko sijoittaja virheelliseen informaatioon tai tiesikö hän edes siitä. Sijoittajan ei voida missään vaiheessa olettaa hyväksyneen muuta kuin oikean hinnanmuodostuksen markkinoilla, jolloin sijoittajan luottamus kohdistuu markkinoiden toimintaan. Tällä perusteella ”would have purchased anyway” -argumentilla ei olisi merkitystä vahingonkorvausoikeudellisissa tapauksissa. Korvausvastuun kannalta olennaista on, että vahingonkärsijä pystyy näyttämään virheellisen tiedon olevan hinta-vaikutteista markkinoilla.¹⁷⁹

Jotta vahingonkorvaus voisi Rudangon mukaan täyttää roolinsa arvopaperimarkkinoilla, tulee kausaliteettiopissa painottaa riskin lisääntymis-, suojantarkoitus- ja erityisesti luottamuselementtejä. Kun säännösten tarkoituksena on markkinoiden luotettavuuden ja sijoittajansuojan ylläpitäminen, normien rikkominen vaarantaa näiden tarkoitusten toteutumista. Sijoittajat toimivat markkinoilla sillä edellytyksellä, että normeista ilmeneviä oikeudenmukaisuussääntöjä noudatetaan. Luottamuselementti tulee ymmärtää sijoittajien kollektiivisen intressin eikä yksittäisen sijoittajan näkökulmasta.¹⁸⁰ Myös Korva on katsonut, että informaatiohäiriötilanteessa syy-yhteyden täyttymiseen informaation ja vahingon välillä on riittävä se, että sijoittaja toimii markkinoilla luottaen siihen, että arvopaperin liikkeeseenlaskija täyttää asetetut velvollisuudet ja että informaatiohäiriöllä on vaikutus arvopaperin kurssikehitykseen. Edelleen Korvan mukaan näyttökynnystä ei tule asettaa liian korkeaksi vahingonkärsijän näyttömahdollisuuksiin nähden.¹⁸¹

Syyttäjän näyttötaakka arvopaperimarkkinarikoksissa näyttää olevan ainakin teoriassa samankaltainen kuin markkinavilppiteorian mukaisen vahingonkärsijän näyttötaakka vahingonkorvauksen edellytysten täyttymisestä¹⁸². Kun arvopaperimarkkinarikokset eivät edellytä tiedon vaikut-

että kun toisten teorioiden kannattajien lähtökohdat ovat erilaiset, ovat myös lopputulokset erilaiset: ”Två sinsemellan ojämförbara helheter jämförs.” Knuts 2007 s. 51–55.

¹⁷⁹ Rudanko 1998 s. 377–379, Samuelsson 1991 s. 188–189 ja 313–314. – Markkinavilppiteorian omaksumista myös Isoon-Britanniaan on esittänyt Avgouleas perustellen sen hyödyllisyyttä mm. markkinoiden väärinkäyttöä ehkäisevänä vaikutuksensa vuoksi. (Avgouleas 2005 s. 477–492.) Markkinavilppiteorian ja sijoittajalta edellytetyn näytön suhteen ei kehitys Yhdysvalloissakaan ole ollut suoraviivaista kuten Avgouleas (Avgouleas 2005 s. 477–483) ja Knuts (Knuts 2007 s. 42–67) osoittavat.

¹⁸⁰ Rudanko 1998 s. 372, Samuelsson 1991 s. 188–189 ja 313–314.

¹⁸¹ Korva 2004 s. 450. Laajemmin vahingon määrittämiseltä edellytettävästä syy-yhteydestä ks. Korva 2004 s. 444–450.

¹⁸² Toisin kuitenkin Korkka 2007 s. 36–37, joka on katsonut AML 9:2:n syy-yhteyden olevan ”kevyempi” kuin RL 10 luvun edellyttämä syy-yhteys. Korvan mukaan jos arvopaperimarkkinoilla omaksutaan vahingonkorvausjutuissa markkinavilppiteorian mukainen syy-yhteysajattelu ja sitä vastaava näyttötaakka, joka on alhaisempi kuin muuten vahingon-

tavan tosiasiallisesti kurssiin, vaan riittävää on se, että tieto ”on omiaan” vaikuttamaan kurssiin, tulee syyttäjän kyetä osoittamaan, että tieto on luonteeltaan sellaista, jonka järkevä sijoittaja ottaisi huomioon sijoituspää-
töstä tehdessään¹⁸³. Siten rikosjutun käsittelyn yhteydessä käsitellään hyvin pitkälti samanlaisia syyksiluettavuutta koskevia kausaalisuuskysymyksiä kuin vahingonkorvausjutun yhteydessä käsitellään vahingonkorvausvastuun syntyperusteen osalta. Toisaalta vaikka rangaistavan käyttäytymisen ja vahingonkorvauksen perustana olevat kausaalikysymykset olisivat konkreettisessa yksittäistapauksessakin hyvin samankaltaisia, rikoksen tuottama hyöty ja vahingonkorvaus eivät välttämättä ole määrän osalta vastaavuus-
suhteessa toisiinsa. Rikoshyödyn ja vahingonkorvauksen määrien arviointi poikkeavat usein toisistaan yksinkertaisesti siitä syystä, että sijoittajat toimivat virheellisen informaation varassa niin kauan kuin oikeaa tietoa ei ole julkistettu. Tällöin markkinoilla toimii siis vilpittömässä mielessä olevia sijoittajia, jotka saavat perusteettomasti hyötyä jonkin henkilön rikollisen menettelyn johdosta, ja niitä sijoittajia, jotka vastaavasti kärsivät vahinkoa. Kaikki vahinkoa kärsineet sijoittajat eivät ole sisäpiiriläisen tai kursseja manipuloineen toimijan vastapuolena arvopaperikaupoissa.

Rudangon ja Korvan mukaan sijoittajan kärsimää vahinkoa on informaatiohäiriö- ja sisäpiirikauppatilanteissa ns. ”oikean” ja häiriövaikutteisen hintatason välinen erotus. Ongelmallista on tällöin häiriön vaikutuksen pelkistäminen erilaisista markkinoilla esiintyvistä vaikutusmekanismeista sekä toisaalta se, mikä on oikea ajankohta vahingon määrittämiselle. Vahingon konkretisoituminen eli se, milloin vahinkoa voidaan pitää riittävillä perusteilla lopullisena vahinkona, on vaikeaa arvioida arvopaperimarkkinoilla, joilla kurssit muuttuvat jatkuvasti. Rudanko katsoo, että korvauksen kannalta ratkaisevan ajankohdan määrittelyssä lähtökohdaksi voidaan ottaa vaatimuksen esittämispäivän markkinakurssi. Toisaalta huomiota voidaan kiinnittää myös siihen, ryhtyikö vahingonkärsijä toimiin vahinkonsa minimoimiseksi reagoimalla kurssimuutoksiin. Tätä vahingonkärsijän toimintavelvollisuutta on korostanut Korva, jonka näkemyksen mukaan kun kaikilla on yleinen velvollisuus minimoida vahinkoja, ei sijoittajakaan

korvausjutuissa edellytetty syy-yhteysvaatimus, ei rikosoikeudessa kuitenkaan voi ilman nimenomaisen säännöksen tukea arvopaperimarkkinarikoksissa poiketa rikosoikeudessa yleisesti sovellettavista kriteereistä. – Kuitenkin Korvan näkemys on tässä suhteessa kriitikkille altis siitä syystä, että syy-yhteysongelmat aktualisoituvat arvopaperimarkkinoilla juuri markkinoiden ”kasvottomuuden” johdosta; tietyllä arvopaperikaupalla ei ole useinkaan selkeää vastapuolta, jolloin on hankalaa arvioida tietyn menettelyn syy-yhteyttä jonkun yksittäisen henkilön kärsimään tappioon. Sitä vastoin ”kasvottomuusongelmaa” ei ole siinä tilanteessa, kun arvioidaan tekijän oman menettelyn tuottamaa hyötyä hänelle itselleen.

¹⁸³ Ks. Komission määritelmädirektiivi (2003/124/EY) 1 art. 2 kohta. Syyttäjältä vaadittu näyttö voi tosin käytännössä vaihdella tapauksesta riippuen huomattavasti.

saa jäädä toimeettomana odottamaan tappion muodostumista.¹⁸⁴ Vahingon määrän eli arvopaperin arvon osalta Rudanko kiinnittää huomiota siihen, että tehokkailla markkinoilla arvopaperin kurssikehitys on paras mittari vahingon määrän määrittämiseen. Toisaalta vahingon määrän täsmentämiseen voidaan käyttää portfolioteoriaa, jossa käytetään myös hyväksi vertailua arvopaperin hintakehityksen ja yleisen markkinakehityksen välillä.¹⁸⁵

Arvopaperimarkkinarikosten ja erityisesti kurssin vääristämisen osalta Knuts on todennut, ettei ns. ”oikean kurssin” määrittely ole mahdollista tilanteessa, jossa kurssi on vääristynyt markkinoiden manipulaation vuoksi. Arvopaperilla on nimittäin vain yksi faktinen kurssi tietyllä hetkellä, joka muodostuu markkinoilla kulloinkin olevan kysynnän ja tarjonnan kautta. Tällöin on mahdotonta määrittää se taso, jolla ”oikea kurssi” olisi.¹⁸⁶

Arvopaperimarkkinarikoksissa menetettäväksi tuomittavan hyödyn selvittämiseksi on kehitetty eri markkinavalvontaviranomaisten toimesta erilaisia matemaattisia malleja. Näiden mallien kehitystyö on tapahtunut pitkälti Yhdysvalloissa, joten niiden taustalähtökohtien ymmärtäminen edellyttää myös yhdysvaltalaisen sääntely-ympäristön tuntemista.

5.2 Hyödyn menettämisessä kehitetyt ekonometriset mallit

USA:ssa arvopaperimarkkinalakien vastaisesta menettelystä koitunut hyöty voidaan määrätä menetetyksi (disgorgement order) sekä luonteeltaan hallinnollisissa että rikosprosesseissa ratkaistavien juttujen yhteydessä. Menettäväksi määrättävän hyödyn rahamäärän ja lainvastaisen teon välillä täytyy olla kausaaliyhteys, sillä menettämisseuraamus rajoittuu ainoastaan siihen määrään¹⁸⁷, jonka vastaaja on saanut hyötynä menettelystään.¹⁸⁸

¹⁸⁴ Rudanko 1998 s. 380–381, 383, 387. Vahingon minimoinnin osalta Rudanko toteaa, että mahdollisen vahingon laskuperusteena käytetään sitä tapahtumakehitystä, jossa vahinko jää pienimmäksi. Suurempaan vahinkoon johtava tapahtumainkulku huomioidaan silloin, kun vahinkojen minimoimiseen tähtäävässä huolellisessa etukäteisharkinnassa on ollut riittävät perusteet jättää noudattamatta toista vaihtoehtoa, joka myöhemmin osoittautuu pienempään vahinkoon johtavaksi. Rudanko 1998 s. 380–381. Korva 2004 s. 447.

¹⁸⁵ Rudanko 1998 s. 207–208 ja 383–386

¹⁸⁶ Knuts 2004 s. 567. – Knuts esittää näkemyksensä kurssimanipulaatiotapauksissa, mutta Knutsin näkökohdat voidaan ymmärtää koskevan myös muita tilanteita, joissa arvopaperin kurssi on informaatiohäiriön vuoksi poikennut siitä, mitä se olisi ilman informaatiohäiriötä.

¹⁸⁷ Suomalaisesta järjestelmästä poiketen menetettävä määrä sisältää paitsi hyötynä saadun pääoman, myös sille laskettavan kohtuullisen koron. Sarbanes-Oxley Report s. 3.

¹⁸⁸ Sarbanes-Oxley Report s. 2–3. Menettämisseuraamuksesta (disgorgement order) on säännöksiä useissa arvopaperimarkkinoita säätelevissä laeissa, joissa määritellään mm. missä tilanteissa menettämisseuraamus voidaan määrätä ja mihin menetetyksi määrättyjä varoja saa käyttää sekä menettämisseuraamukseen liittyvistä prosessuaalisista kysymyk-

Tuomioistuimet eivät ole edellyttäneet rahoitusmarkkinoita valvovaa viranomaista (Security Exchange Commission, SEC) määrittelemään tarkkaa summaa vastaajan saamasta hyödystä, vaan SEC:llä on todistustaakka siitä, että se pystyy osoittamaan järkevän (”reasonable”) arvion voitoista, jotka ovat aiheutuneet vastaajan laittomasta teosta. Kun SEC on täyttänyt tämän vaatimuksen, vastaajalla on todistustaakka osoittaa, että menetettävän summan tulisi olla alhaisempi. Vastaajilta itseltään voidaan siis edellyttää laskelmia tai muuta selvitystä siitä, mitä hyötyä he ovat hankkineet paitsi ennen varsinaista rikosprosessia myös siinä vaiheessa, kun SEC vasta pyrkii määrittelemään saadun hyödyn määrää. Niin kauan kuin vaadittava hyöty on järkevä, vastaajalla säilyy riski siitä aiheutuvasta epävarmuudesta, että summaa ei ole tarkoin määrätty. Mikäli hyöty määrätään menetetyksi ja se saadaan perittyä vastaajalta, SEC voi myöhemmin palauttaa tuomitun hyödyn vahinkoa kärsineille sijoittajille. Tästä syystä oikeuskäytännössä on toisinaan pidetty tätä menettämisseuraamusta (disgorgement order) luonteeltaan restitutiivisena vahingonkorvauksena, mikä on kuitenkin virheellinen käsitys. Vahingonkorvauksella pyritään korvaamaan sijoittajien vahingot, jotka voivat olla erityisesti petostyyppisissä teoissa suuremmat kuin saatu hyöty, kun taas tämä menettämisseuraamus on tarkoitettu ainoastaan rikoksentehtäjän saaman hyödyn poisottamiseen. Menettämisseuraamuksen tarkoituksena on ylläpitää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoita ja niiden läpinäkyvyyttä kohtaan sekä ehkäistä tulevia rikkomuksia tekemällä väärinkäytökset kannattamattomiksi.¹⁸⁹

Disgorgement order -tyyppinen menettämisseuraamus voi koskea kaitentyyppistä hyötyä, joka arvopaperimarkkinalakien rikkomisella saadaan. Siten sisäpiirikaupoissa kurssierona saadun hyödyn lisäksi menettämisaatimuksen kohteena on ollut esim. Tyco-tapauksessa¹⁹⁰ myös kaikki johdon saamat palkat petollisen menettelyn alkamisesta lähtien, johdon saamat luotot siltä osin kuin niitä ei ollut maksettu vielä takaisin yhtiölle

sistä. Ks. esim. Securites Act 1933 Sec. 8A, 20; Securites Exchange Act 1934 Sec. 20A, 21, 21B, 21C; Investment Company Act 1940 Sec. 9; Investment Advisers Act 1940 Sec. 203; Sarbanes-Oxley Act 2002 Sec. 308.

¹⁸⁹ Sarbanes-Oxley Report s. 3–4, 19–20. Yhdysvalloissa myös yksityisten ajamalla vahingonkorvauskanteilla on merkittävä rooli sijoittajien suojan toteuttamisessa, sillä viranomaisten rajalliset resurssit mahdollistavat puuttumisen ainoastaan vakavimpiin tapauksiin. Sarbanes-Oxley Report s. 20.

¹⁹⁰ Pörssi-yhtiö Tycon pääjohtaja Dennis Kozlowski ja muuta johtoa syyllistyivät petokseen (fraud) osakkeenomistajia kohtaan käyttämällä yhtiön varoja väärin, kun Tyco mm. rahoitti miljoonilla dollareilla heidän ylellistä elämäntapaansa. Johto hankki omaan käyttöönsä yhtiön varoilla mm. loistojahteja, taidetta sekä kalliita huoneistoja. Sarbanes-Oxley Report s. 8–9.

sekä johdon yhtiöltä saamien alihintaisten luottojen ja markkinakorkojen välinen korkoero.¹⁹¹

Sisäpiirikaupoissa tuomioistuimet tavallisesti määrittelevät laittoman hyödyn ottamalla huomioon kurssieron osakekaupan tekohetken ja sen hetken välillä, kun kohtuullinen aika tiedon julkaisusta on kulunut. Prosessissa saattaa nousta sitten argumentoinnin kohteeksi se, mikä kulloinkin käsiteltävässä yksittäisessä tapauksessa on ”kohtuullinen aika tiedon julkaisusta”, joka huomioidaan menettämisseuraamusta laskettaessa. Yleisesti ottaen myöskään rikoksen valmistelusta aiheutuneita kustannuksia ei ole hyväksytty vähennyskelpoisiksi, vaikka myös toisenlaisia tapauksia esiintyy oikeuskäytännössä.¹⁹²

Rikoksella saadun hyödyn ja mahdollisen muun hyödyn erottaminen voi usein olla ongelmallista. Tästä syystä oikeuskäytännössä on esiintynyt tapauksia, joissa tuomioistuimet ovat katsoneet, että rikoksen tuottamana hyötynä voidaan tuomita menetetyksi kaikki se hyöty, jonka vastaaja on hankkinut sinä aikana kun hän on rikkonut lakia. Toisissa tapauksissa on toisaalta vaadittu tiukempaa kausaalisuhdetta rikoksen ja hyödyn välillä; hyödyn pitää olla rikollisesta menettelystä aiheutunutta.¹⁹³

Yhdysvaltain lainsäädännössä¹⁹⁴ on sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvä erityissäännös hyödyn laskemisesta. Säännöksen mukaan hankittu voitto tai vältetty tappio on myynti- tai ostohinnan ja sen arvon välinen

¹⁹¹ Sarbanes-Oxley Report s. 8–9. Tyco-tapaus on poikanut laajan joukon oikeudenkäyjtejä, jotka ovat osin edelleen kesken. SEC:n lisäksi ovat sijoittajat nostaneet ryhmäkanteita yhtiötä vastaan. SEC sopi yhtiötä vastaan ajamansa kanteen, jonka lopputuloksena Tyco maksoi 50 miljoonaa USD sakkoa sekä 1 USD:n symbolisen menettämisseuraamuksen. Suuri osa sijoittajien ajamista ryhmäkanteista on myös sovittu, yhtiö sitoutui maksamaan n. 3 miljardia dollaria sijoittajille sekä osuuden yhtiön tulevaisuudessa saamista vahingonkorvauksista, joita entiseltä johdolta peritään. Yhtiöllä on edelleen vireillä kanteita johtoa vastaan samoin kuin SEC:llä. (SEC Litigation release No. 19657 / April 17, 2006 – <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19657.htm>; Tycon lehdistötiedote 15.5.2007 – <http://www.tyco.com/livesite/Page/Tyco/Who+We+Are/Press+Center/Press+Releases+Details/??&DCRID=1952138796>; Tyco Trial: Jurist Legal News & Research -uutispalvelu, University of Pittsburgh, School of Law – <http://jurist.law.pitt.edu/currentawareness/tyco.php>) – kaikkien näiden internet-linkkien viittauspäivä 27.9.2007.

¹⁹² Sarbanes-Oxley Report s. 18. – Raportti on laadittu sen selvittämiseksi, miten menettämisseuraamuksia (disgorgement order) ja hallinnollisia sanktioita (civil penalties) on sovellettu 8.4.1997 ja 30.7.2002 välisenä aikana. Kaiken kaikkiaan tapauksia, joissa menettämisseuraamus tai hallinnollinen sanktio oli määrätty, oli 2 613 kappaletta. Raportissa otettiin tarkemman tarkastelun kohteeksi satunnaisotannalla 168 tapautta. Sarbanes-Oxley Report Appendix A s. 1-2.

¹⁹³ Sarbanes-Oxley Report s. 24. Raportin mukaan SEC pyrkii aktiivisesti laajentamaan menettämisseuraamuksen käyttöalaa mm. siihen suuntaan, että rikoksen aikana ansaitut palkat määrätään menetetyiksi. Tällainen tilanne aktualisoitui esim. Tyco-tapauksessa. Sarbanes-Oxley Report s. 8–9, 24.

¹⁹⁴ Security Exchange Act Sec. 21A(f).

erotus, joka arvopaperilla oli kohtuullisen ajan kuluttua ei-julkisen tiedon julkaisemisesta¹⁹⁵. Kuitenkin tämän metodin ongelmana on se, jos arvopaperia ei lainkaan myydä tai se myydään vasta pitkän ajan kuluttua tiedon julkaisemisen jälkeen, jolloin yhteys saadun hyödyn ja tiedon julkaisemisen välillä häviää. Tämän ongelman poistamiseksi on kehitetty ns. *potential deterministic disgorgement* -malli, jossa hyödyn määrä on tiedon julkaisemisen jälkeisen hinnan ja sisäpiiriläisen ennen tiedon julkaisua käyttämän painotetun osto- tai myyntikeskihinnan välinen ero.¹⁹⁶

Kuitenkin myös *potential deterministic disgorgement* -malliin liittyy käytännön ongelmia: Mikäli sijoitus on tehty pitkä aika ennen sisäpiirintiedon julkaisemista, arvopaperin arvoon ovat voineet vaikuttaa huomattavassa määrin myös muut seikat kuin sisäpiirintieto. SEC on kehittänyt näiden muiden seikkojen eliminoimiseksi mallin, jossa verrataan sisäpiirikaupan kohteena olleen arvopaperin hintakehitystä vertailuindeksin tuottoon. Kyseisessä *potential econometric disgorgement* -mallissa määritellään sisäpiirintiedon väärinkäytön kohteena olleelle arvopaperille relevantti vertailuryhmä, josta muodostetun indeksin muutosta verrataan kaupan-käynnin kohteena olevan osakkeen hintakehitykseen.¹⁹⁷

Potential economic disgorgement -malli on käytännössä esimerkki ”event studies”-tyyppisestä tutkimusmetodista, joka on prof. Faman Yhdysvalloissa 1969 kehittämä tapa tarkastella tietyn tapahtuman vaikutusta arvopaperin arvoon.¹⁹⁸ Käytännössä *potential economic disgorgement* -mallin soveltaminen yksittäistapaukseen on monivaiheinen tehtävä. Mallia sovellettaessa määritellään mm. onko sisäpiirintieto ollut arvopaperin hintakehityksen kannalta merkittävää, ts. onko sisäpiirintiedon hyväksikäytöllä saatu tuottoa tavanomaiseen kurssikehitykseen verrattuna. Määrittely tapahtuu useimmiten vertaamalla keskenään arvopaperin kurssikehitystä 20 päivän ajanjaksolta sisäpiirintiedon julkaisuaikana¹⁹⁹, 120 päivän ajanjaksolta ennen tiedon julkaisuun liittyvää sisäpiirintiedon ajanjaksoa sekä samoilta ajanjaksoilta

¹⁹⁵ Alkuperäiskielellä Security Exchange Act Sec. 21A(f) kuuluu: For purposes of this section, “profit gained” or “loss avoided” is the difference between the purchase or sale price of the security and the value of that security as measured by the trading price of the security a reasonable period after public dissemination of the nonpublic information.

¹⁹⁶ Minenna s. 11.

¹⁹⁷ Minenna s. 11. Vrt. myös Rudangon näkemys, jonka mukaan portfolioteorian kehittämiä työvälineitä voidaan käyttää vahingon suuruuden määrittämiseen. Portfolioteoria käyttää myös hyväkseen tietoa markkinoiden yleisen kurssikehityksen ja yksittäisen osakkeen kurssikehityksen välisestä suhteesta. Rudanko 1998 s. 207–208 ja 383–384.

¹⁹⁸ Avgouleas 2005 s. 53–54, alaviite 175.”Event studies” -metodin käyttökelpoisuudesta sijoittajan kärsimän vahingon määrittämisestä ks. Avgouleas 2005 s. 492–494.

¹⁹⁹ Ajanjakso on siis 10 päivää ennen sisäpiirintiedon julkaisua ja 10 päivää sisäpiirintiedon julkaisun jälkeen. Ks. Minenna s. 16–17.

relevantin vertailuindeksin kehitystä sen selvittämiseksi, onko väitetyllä sisäpiirintiedolla hankittu epänormaalia tuottoa. Varsinainen sisäpiirintiedon tuottama taloudellinen hyöty voidaan laskea sitten kertomalla edellä mainitulla tavalla laskettu yksittäisen arvopaperin suhteellinen epänormaali tuotto sisäpiirin kaupan kohteena olleiden arvopapereiden määrällä.²⁰⁰

Minennan mukaan edellä esitettyä SEC:n käyttämää mallia ei voida soveltaa sellaisenaan markkinoille, joilla noteerattuihin osakkeisiin liittyy epälikvidiyyttä ja kausittaista vaihtelua. Ongelmallista on myös se, jos markkinoilla on paljon yhtiöitä, jotka ovat olleet vasta lyhyen aikaa noteerattuina pörssilistalla.²⁰¹ Tästä syystä SEC:n käyttämää mallia on Italiassa edelleen kehitetty pidentämällä mm. sisäpiirintiedon julkaisemista edeltävän vertailuajanjakson pituutta 120 päivästä 600 päivään sekä käyttämällä vertailuindekseinä Italian pörssin yleisindeksiä sekä relevantteja Italian ja Euroopan toimialaindeksejä.²⁰² Tämä ei kuitenkaan Minennan mukaan poista malliin liittyviä tiettyjä rakenteellisia heikkouksia. Peruskysymys on se, voidaanko ja kuinka paljon arvopaperin tulevaa kurssikehitystä arvioida historiallisen kurssikehityksen perusteella. Lyhyen aikaa noteerattujen yhtiöiden kohdalla ongelmallista on se, että mallin käyttäminen edellyttää mm. riittävän pitkää historiallista kurssikehitystä. Toisaalta kauan noteerattujen yhtiöiden kurssikehitykseen voi sisältyä sellaisia kertaluontoisia muutoksia, joiden vaikutus täytyy yrittää eliminoida pois. Ongelmallista voi olla myös relevantin vertailuindeksin määrittely.²⁰³

Minenna ja Italian rahoitusmarkkinoita valvova viranomainen CONSOB ovat kehittäneet kokonaan uuden mallin hyödyn laskemiseksi käyttäen hyväksi todennäköisyyslaskennan metodeja. Tämän *potential probabilistic disgorgement* -mallin peruslähtökohdat poikkeavat aikaisemmista malleista siten, että siinä pyritään määrittelemään *sisäpiirintiedon arvoa* kullekin sisäpiiriläiselle erikseen. Mallissa määritellään sisäpiiriläisen

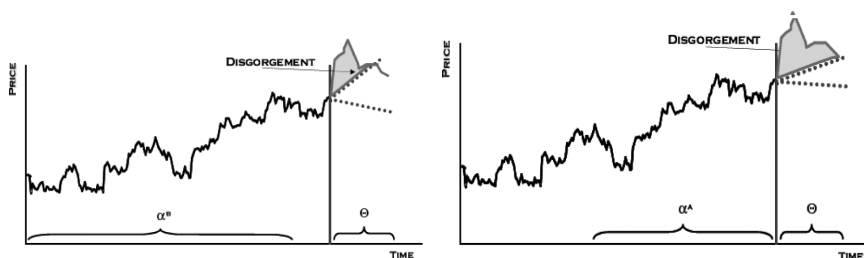
²⁰⁰ Minenna s. 12–17. Minennan artikkelissa on esitetty mallin soveltamisessa käytettävät yksityiskohtaiset laskentakaavat.

²⁰¹ Minenna s. 17. Minennan mukaan tämä tilanne kuvaa Italian arvopaperimarkkinoita. Vastaavia ongelmia on esiintynyt ja esiintyy edelleen myös Suomen arvopaperimarkkinoilla.

²⁰² Minenna s. 17–19.

²⁰³ Laajemmin malliin liittyvistä ongelmista Minenna s. 19–20. – Relevantin vertailuindeksin määrittely on noussut ongelmaksi myös Suomessa erityisesti ns. TJ Group Oyj:n oikeudenkäynnissä Helsingin HO:n tuomio 5.7.2007 (R06/790) s. 171. Vertailuindekseissä (esim. toimialaindeksi) yhden yksittäisen yhtiön painoarvo voi nousta sen suhteellisen suuren markkina-arvon vuoksi hallitsevaksi, jolloin vertailuindeksi kuvaa pikemminkin yksittäisen yhtiön kuin tietyn toimialan kurssikehitystä.

”kaupankäyntistrategia”²⁰⁴ sillä perusteella, miten hän kävi arvopapereilla kauppaa sen jälkeen kun hän sai haltuunsa sisäpiirintietoa mutta ennen kuin tieto julkaistiin. Eri sisäpiiriläisillä voi olla erilainen ”strategia” ja sisäpiirintiedolla erilainen arvo riippuen mm. siitä, miten lähellä tiedon julkaisuajankohtaa he ovat saaneet käyttöönsä sisäpiirintietoa. Malli siis määrittelee rikoksella saadun hyödyn erilaiseksi riippuen siitä, onko kyseessä esim. sellainen liikkeeseenlaskijan palveluksessa oleva henkilö, jolla on suora pääsy olennaiseen sisäpiirintietoon, tai satunnainen ulkopuolinen vihjeensaaja. Mallissa sisäpiiriläisen tekemien kauppajen hintakehityksestä päätellään vaihteluväli, mikä arvopaperilla olisi ollut, mikäli sisäpiirintietoa ei olisi ollut lainkaan olemassa. Konkreettinen sisäpiiriläisen saama hyöty on tämän arvioitun hintakehityksen ja toteutuneen hintakehityksen välinen erotus.²⁰⁵



Kuvalähde: Minenna s. 24–25.

Vasemmanpuoleisessa kuvassa näkyy sisäpiiriläisen saama hyöty, joka on suurempi kuin oikealla olevan vihjeensaajan.

Hyödyn laskennan kannalta merkityksellisiä ajanjaksoja ovat siis ne ajanjaksot, jolloin sisäpiiriläinen ostaa osakkeita (Minennan mukaan tyypillisesti 5–15 päivää ennen tiedon julkaisua) ja markkinoiden likviditeetistä riippuen yleensä 1–2 päivää tiedon julkaisun jälkeen, jolloin kurssi ehtii

²⁰⁴ ”Kaupankäyntistrategialla” tarkoitetaan tässä yhteydessä sitä, että sisäpiiriläinen määrittää arvopaperiin liittyvät toimensa sinä ajanjaksona, kun hän käy sisäpiirikauppaa. Näiden sisäpiirikauppojen perusteella määritellään sitten se hintaväli, jonka sisäpiiriläinen arvioi arvopaperilla olevan tiedon julkaisemisajankohdan jälkeen, mikäli tietoa ei lainkaan olisi ollut olemassa. Minenna s. 21–23.

²⁰⁵ Minenna s. 19–25. – Menettävää hyötyä tulee siinä tapauksessa, että sisäpiiriläinen tekee transaktion sinä aikana, kun toteutunut hintakehitys ei sisälly siihen arvioituun hintakehitykseen, joka arvopaperilla olisi ollut ilman sisäpiirintietoa. Arvioitun hintakehityksen vaihteluväli laajenee, mitä pidempi aika kuluu sisäpiirintiedon julkaisemisesta.

reagoida muutokseen²⁰⁶. Markkinoille on tyypillistä, että ne ”ylireagoivat” usein uuteen tietoon, jolloin hinta tasaantuu vasta jonkin ajan kuluttua tiedon julkaisusta.²⁰⁷

Potential probabilistic disgorgement -mallin kanssa samankaltainen, joskin huomattavasti yksinkertaistettu ajattelumalli, jossa pyritään eliminoimaan muiden seikkojen kuin sisäpiirintiedon vaikutus osakekurssiin, on menettely, jossa hyöty lasketaan välittömästi tiedon julkistamista edeltäneen arvopaperin kurssin ja tiedon julkistamisen jälkeen vakiintuneen kurssitasan tai realisointihinnan erotuksena.²⁰⁸

Italiassa kehitetyn potential probabilistic disgorgement -mallin merkittävä poikkeaminen aikaisemmista malleista on sikäli mielenkiintoista, että Italia EU-jäsenmaana on implementoinut omaan kansalliseen lainsäädäntöönsä arvopaperimarkkinoita koskevat direktiivit.²⁰⁹

Potential probabilistic disgorgement -mallia voidaan kritisoida moneltakin kannalta. Se lähtee olettamuksesta, että sisäpiiriläinen on rationaalinen sijoittaja, joka pyrkii optimoimaan oman hyötynsä ja jolla on myös tosiasialliset mahdollisuudet tähän hyödyn maksimoimiseen²¹⁰. Kuitenkaan sisäpiiriläinen ei voi välttämättä valita optimaalista kaupankäyntiajankohtaa resurssien puutteen vuoksi tai muusta syystä²¹¹. Sisäpiiriläisellä voi kulua jonkin aikaa esim. arvopapereiden hankintaan tarvittavan rahoituksen järjestämiseen tai hän ei välttämättä halua käydä kauppaa esim. kaksi viikkoa ennen osavuosikatsauksen julkistamista välttääkseen epäilyksenalaiseksi joutumista. Tosiasiassa siis kaupankäyntiajankohta, joka vaikuttaa sitten hyödyn määrän laskentaperusteisiin, voi määräytyä muilla perusteilla kuin maksimaalisen rahamääräisen myyntivoiton tavoittelemisen näkökulmasta. Tällöin malli ei mittaa tiedon arvoa sisäpiiriläiselle oikein.

²⁰⁶ Minenna s. 21, 25–26. Tiedon julkaisun jälkeinen ajanjakso voi siis likviditeetistä riippuen olla myös pitempi kuin 1–2 päivää. Kuitenkin mikäli sisäpiiriläinen tekee vastakkaisen transaktion (esim. myy osakkeensa kurssiin positiivisesti vaikuttaneen sisäpiirintiedon julkaisun jälkeen), laskennan kannalta relevanttia on vain ajanjakso tiedon julkaisusta myyntiin saakka. Minenna s. 21 alaviitteinen (erit. alaviitteet 29–30).

²⁰⁷ Avgouleas 2005 s. 498 alaviite 248.

²⁰⁸ Kurenmaa 2003 s. 269. – Tätä mallia on sovellettu HHO:n ratkaisemassa Nordic Aluminium -tapauksessa.

²⁰⁹ V:n 1989 sisäpiiridirektiivin implementoinnista Italiassa ks. Solimena 1994 s. 79–89. Uudemmassa sääntelytilanteesta Italiassa ks. Alexander 2007 s. 69–71 ja 103–104.

²¹⁰ Tämä edellyttää mm. sitä, että sisäpiiriläinen ei ole vaikuttavassa asemassa arvopaperin hintakehityksen suhteen vaan hän joutuu sopeutumaan osakemarkkinoiden hintatasoon. Muussa tapauksessa kyseessä voisi olla kurssin vääristäminen. Minenna s. 21 alaviitteinen (erityisesti alav. 31).

²¹¹ Vrt. Minenna s. 22, jonka mukaan ”The more precise the information the trader possesses the more likely he will choose an time period which will allow him to implement an optimal trading strategy.”

Jossain määrin ongelmallisena mallin kannalta voidaan pitää myös sitä, että se ei kykene ottamaan huomioon tiedon täsmeytymistä ajan kuluessa. Malli lähtee siitä oletuksesta, että mitä aikaisemmin kauppaa tehdään, sitä parempi informaatio sisäpiiriläisellä on ja sitä suuremman hyödyn hän hankkii²¹². Kuitenkin voidaan ajatella tilanne, jossa sisäpiiriläinen antaa jatkuvan osto- tai myyntitoteutuksen jo ennen kuin hänellä on sisäpiirintietoa eikä ajattele mattomuuttaan lopeta kaupankäyntiä heti, kun hänellä on sellaista tietoa, joka voidaan luokitella jo sisäpiirintiedoksi (esim. tieto valmisteilla olevasta yritysjärjestelystä). Toisaalta myöhemmin toista kautta vihjeensaaja saa varman tiedon (esim. yritysjärjestelyn toteutumisesta), mistä syystä tämä ryhtyy käymään kauppaa arvopaperilla. Hyöty lasketaan tällöin eri tavoin. Tämä ei välttämättä ole ongelma silloin, jos tällä mallilla lasketun rikoksen tuottaman hyödyn määrä kyetään rangaistusta määrättäessä pitämään erillään muistakin teon moitittavuutta osoittavista seikoista kuten tahallisuudesta. Kuitenkin esim. törkeässä sisäpiirintiedon väärinkäytössä taloudellisen hyödyn määrä toimii yhtenä kvalifointiperusteena ja se otetaan yleensä muutenkin huomioon yhtenä seikkana rangaistusarvioinnissa, joten käytännössäkin mallin soveltaminen tuottaa myös muita kuin varsinaisen hyödyn määrän arviointiin liittyviä ongelmia.

Potential probabilistic disgorgement -malli jättää myös tietyllä tapaa ottamatta huomioon sisäpiirintiedon arvon itsessään, kun se määrittelee saadun hyödyn sisäpiiriläisen ennen tiedon julkaisua tekemien kauppojen perusteella arvioidun normaalin hintakehityksen ja tiedon julkaisemisen jälkeen toteutuneen hintakehityksen erotuksena²¹³, vaikka mallilla pyritäänkin laskemaan nimenomaan sisäpiirintiedon arvoa sisäpiiriläiselle. Esimerkiksi tilanteessa, jossa sisäpiiriläinen ja myöhemmin myös vihjeensaaja myyvät osakkeensa tietoisena yhtiön välittömästi uhkaavasta konkurssi- tai maksukyvyttömyystilasta, josta markkinoilla ei ollut lainkaan tietoa²¹⁴, on osakkeen arvo tiedon julkistamisen jälkeen lähellä nollaa. Kun hyödyn menettämisen perusteena käytetään kunkin sisäpiiriläisen kohdalla erikseen arvioitua hintakehitystä, joka perustuu ennen tiedon julkaisua kunkin sisäpiiriläisen omiin sisäpiirikauppoihin, ei menetelmä ole rationaalinen silloin, kun osakkeen tiedetään jo ennalta olevan tiedon julkaisun jälkeen käytännössä arvoton. Tällaisessa tapauksessa on kyse ”pelastakoon rahansa ken voi” -tilanteesta, jossa oikeudenmukaisuuteen liittyvät näkökohdat huomioon ottaen ei voida pitää hyväksyttävänä sitä,

²¹² Minenna s. 22–24, 26.

²¹³ Minenna s. 23.

²¹⁴ Konkurssi ei voi pörssiyhtiössä käytännössä koskaan tulla toimivalle johdolle yllätyksenä, joten esimerkitapauksessa yhtiön johto syyllistyneenä myös tiedottamisrikokseen.

että lakia rikkovat sisäpiiriläiset pääsevät irtautumaan osakkeesta ennen muita lakia noudattavia sisäpiiriläisiä.

5.3 Hyödyn menettäminen arvopaperimarkkinarikoksissa Ruotsissa

Ruotsissa tuli voimaan 1.7.2005 laki markkinoiden väärinkäytöstä (*lagen om marknadsmissbruk*, 2005:377²¹⁵), joka perustuu EU:n markkinoiden väärinkäyttödirektiiviin. Ruotsissa oli ollut kuitenkin myös aikaisemmin arvopaperimarkkinoilla tapahtuvia väärinkäytöksiä kriminalisoivaa lainsäädäntöä, joten tällä uudella lailla saatettiin voimaan lähinnä uusin eurooppalainen kehitys. Laissa on rangaistussäännökset mm. sisäpiirin kaupankäynnistä, sisäpiirintiedon levittämisestä sekä kurssimanipulaatiosta. Edelleen lain 15 §:ssä on menettämisseuraamusta koskevat säännökset, joiden mukaan laissa tarkoitettujen rikosten tuottama hyöty on tuomittava menetetyksi valtiolle, ellei se ole ilmeisen kohtuutonta.²¹⁶

Ruotsin arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön valmistelussa otettiin 1980–1990-lukujen taitteessa huomioon Euroopan integraatio pitkälti samalla tavalla kuin Suomessakin: oma kansallinen lainsäädäntö sopeutettiin vastaamaan EY:n säädöksiä, erityisesti EY:n sisäpiiridirektiiviä.²¹⁷ Ruotsissa tuli 1.2.1991²¹⁸ voimaan sisäpiirikauppoja koskeva *insiderlag* (1990:1342), jonka 4 §:ssä oli kielletty sisäpiirikaupankäynti, 21 §:ssä oli määrätty rangaistus seuraamukset 4 §:n rikkomisesta ja 23 §:ssä oli menettämisseuraamussäännökset. Laki poikkeaa esim. suomalaisesta sisäpiirin kaupankäyntikiellosta sääntelytekniikaltaan sikäli, että lain 4 §:ssä määritellään aluksi tekijäpiiriä ja tiedon merkityksellisyyttä kurssimuodostuksen kannalta ja sen jälkeen todetaan, ettei arvopaperilla saa käydä kauppaa ennen kuin tieto on tullut julkiseksi. Lain 7 §:ssä on säädetty poikkeukset, jolloin kauppaa kuitenkin saa käydä, kuten esim. kaupan perustuminen pakottavaan lainsäädännökseen tai ennalta asetettuun optioon²¹⁹. Lähtökohtana on siis sisäpiiriläisen totaalinen kaupankäyntikielto, josta on säädetty laissa vain tietyt poikkeukset.

²¹⁵ Lain 2005:377 virallinen nimi on ”lagen om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument”.

²¹⁶ Samuelsson 2005 s. 33 ja 318. Ruotsin lainsäädäntöhistoriasta Samuelsson 2005 s. 37–62 ja Prop. 1990/91:42 s. 30–38.

²¹⁷ Prop. 1990/91:42 s. 35–38.

²¹⁸ Samuelsson 2005 s. 45.

²¹⁹ Nämä 7 §:ssä määrätty poikkeukset pyrittiin Suomessa säädösteknisesti hoitamaan asettamalla rangaistavuuden edellytykseksi hyötymistarkoitus.

Insiderlag ei määrännyt erikseen kurssimanipulaatiota rangaistavaksi, vaikka arvopaperimarkkinoiden sääntelyä 1980-luvun lopulla pohtinut komitea päätyikin tätä esittämään. Syynä tähän oli toisaalta se, että tuossa vaiheessa todettiin lakiin olevan vaikea kirjoittaa riittävän tarkkarajaista kriminalisointisäännöstä. Toisaalta Ruotsin lainsäädännössä oli jo aikaisemmin olemassa rikoskaaren (Brottsbalken, BrB) 9 luvun 9 §:n petollista toimintaa koskeva svindleri-säännös, joka yleisellä tasolla kriminalisoi sellaista harhaanjohtavien tietojen levittämisen, joiden tarkoituksena on vaikuttaa hyödykkeen, mm. arvopaperin hintaan.²²⁰ Kurssimanipulaatio kiellettiin erikseen 1.1.1997 voimaan tulleella rahoitusvälineiden kauppaa koskevan lain muutoksella²²¹. Säännös oli toissijainen suhteessa BrB:n petosta ja petollista toimintaa koskevaan svindleri-säännökseen eikä sen perusteella voitu määrätä rikoksen tuottamaa hyötyä menetettäväksi. Syynä siihen, ettei hyödyn menettäminen tullut kurssimanipulaation seuraamuksena tuossa vaiheessa kyseeseen, oli se, että kurssimanipulaation motiivina voi olla niin erilaisia syitä, jolloin siitä saatu hyöty voi olla vaikeasti mitattavissa.²²²

Sisäpiirikauppaa ja kurssimanipulaatiota koskevat säännökset yhdistettiin samaan lakiin 1.1.2001, jolloin tuli voimaan *insiderstrafflagen* (2000:1086). Tuossa yhteydessä ei kuitenkaan vielä ulotettu menettämisseuraamuksia koskemaan kurssimanipulaatiota, vaikka tätä esitettiin. Menettämisseuraamukset laajenivat koskemaan kurssimanipulaatiota 1.7.2005, jolloin astui voimaan markkinoiden väärinkäyttöä koskeva laki. Samassa yhteydessä menettämisseuraamusten tuomitsematta jättämisen edellytyksiä kiristettiin vastaamaan rikoslain yleistä linjaa. Hyöty voitiin jatkossa enää jättää määräämättä menetetyiksi vain niissä tapauksissa, joissa menettämisseuraamus olisi *ilmeisen kohtuutonta* (uppenbart oskäligt) aikaisemman ”pelkän” kohtuuttomuuden sijaan.²²³

Menettämisseuraamuksen ei ole Ruotsissakaan tarkoitus muodostaa kahdenkertaista rangaistusta. Siten menettämisseuraamukseen tuomitse-

²²⁰ Prop. 1990/91:42 s. 74–75.

²²¹ Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument. 1.1.1997 voimaan astuneen muutoksen SFS-numero 1996:1019.

²²² Samuelsson 2005 s. 56; Prop. 2004/05:142 s. 73.

²²³ Samuelsson 2005 s. 33, 58–62, 318, 325–327; Prop. 2004/05:142 s. 73. – Ruotsin menettämisseuraamuksia koskevaa lainsäädäntöä, mm. BrB:n 36 lukua, uudistettiin 1.7.2005 voimaan tulleella lainsäädännöllä (SFS 2005:283). Tällöin mm. BrB:n 36:1:n mukaan menettämisseuraamus voidaan jättää tuomitsematta, jos se on ilmeisen kohtuutonta. Menettämisseuraamusten uudistamisen taustalla vaikuttivat mm. EN:n konfiskaatiosopimus sekä EU:n puitepäätökset rahanpesusta ja rikoksella saadun hyödyn menettämisestä, mitkä säädökset osaltaan aiheuttivat tarpeen tehostaa menettämisseuraamuksia. Prop. 2004/05:135 s. 69, 71.

minen samalla kun vastaajalle määrätään vahingonkorvausvelvollisuus asianomistajaa kohtaan voi muodostua kohtuuttomaksi. Yleensä arvioitaessa sitä, onko menettämisseuraamuksen määrääminen ilmeisen kohtuutonta, voidaan kiinnittää huomiota samoihin seikkoihin kuin rangaistuksen tuomitsematta jättämisen yhteydessä. Tällöin merkitystä voidaan antaa esimerkiksi erittäin vaikealle sairaudelle. Sitä vastoin se seikka, että hyödynsaaja on menettämisseuraamuksen tuomitsemishetkellä täysin varaton, ei ole peruste jättää menettämisseuraamusta tuomitsematta.²²⁴ Kohtuullistamissäännöksen soveltamisedellytyksien täyttymistä aikaisemman lievemmän lain aikana kuvaavat seuraavat tapaukset:

Ruotsin korkeimman oikeuden (HD) ratkaisemassa tapauksessa *Transatlantic* (NJA 1994 s. 404 / NJA 1994:73 10.6.1994) hallituksen puheenjohtaja C, joka oli aikaisemmin toiminut yhtiön toimitusjohtajana, hankki 14.6.1988 välillisesti *Transmark Rederi* (TR) AB:n kautta omistamansa yhtiön S AB:n omistukseen *Transatlanticin* osakkeita 80 000 kpl á 100 kr. Samanaikaisesti hän kuitenkin kävi neuvotteluja yhteistoiminnasta erään toisen yhtiön kanssa, joka halusi lopulta 11.8.1988 tehdä julkisen ostotarjouksen *Transatlantic* AB:n osakkeista á 120 kr. C:n osakeoston vaikuttimena oli ainakin osittain aikaisemmin tehdyt sopimukset, joiden mukaan C:llä oli etuosto-oikeus kaupan kohteena olleeseen 80 000 kpl:n osake-erään ja pyrkimys C:n määräysvallan turvaamiseen *Transatlantic* AB:ssa, eikä niinkään tarkoitus tehdä osakekaupoilla voittoa. S AB:n osakekanta oli sittemmin myyty pois TR AB:lta yhtiölle, joka ei ollut C:n kontrollissa. Kauppaan oli kuitenkin liittynyt ehto, että mikäli S AB joutuu myöhemmin korvaamaan rikoksella saatua hyötyä, jää määrä TR AB:n vahingoksi. Syyttäjät vaati mm. C:tä ja S AB:tä yhteisvastuullisesti menettämään rikoksella saadun 1,6 miljoonan kruunun hyödyn; määrä oli laskettu tarjoushinnan 120 kruunua ja osakkeiden hankintahinnan 100 kruunua erotuksena. HD katsoi, että C:tä ei tullut tuomita yhteisvastuullisesti menettämään hyötyä valtiolle, vaan menettämisseuraamus tulee kohdistaa yksinomaan S AB:hen. Edelleen HD katsoi, ettei ole kohtuutonta määrätä S AB:lle vaadittua 1,6 miljoonan kruunun menettämisseuraamusta.²²⁵

²²⁴ Samuelsson 2005 s. 326–327.

²²⁵ NJA 1994 s. 404 / (NJA 1994:73), Samuelsson 2005 s. 68–74. – Tapauksessa vastaajat eivät sinänsä olleet tuoneet mitään muuta erityistä perustetta hyödyn menettämistä koskevan kohtuuttomuusväitteensä tueksi. Asiassa oli ratkaistavana myös kysymys siitä, onko kauppa tapahtunut laissa tarkoitettulla tavalla arvopaperimarkkinoilla, miltä osin kyseessä on äänestysratkaisu 3–2. Jutussa analysoitiin lisäksi mm. törkeän tekemuodon täyttymisedellytyksiä. Käräjäoikeus oli tuominut C:n ehdolliseen vankeuteen törkeästä arvopaperimarkkinalain rikkomisesta, kun taas HD katsoi, ettei teko kuitenkaan täytä törkeän tekemuodon kriteereitä, mistä syystä syyte C:tä kohtaan hylättiin vanhentuneena. Hovioikeus oli hylännyt syyteen katsoen, että teko on ollut merkityksetön yleisön arvopaperimarkkinoita kohtaan tunteman luottamuksen kannalta osakekaupan erikoisluonteen johdosta.

Sitä vastoin menettämisseuraamusta ei tuomittu tapauksessa Export AB Norden (Götan hovioikeus B 320/90, 3.5.1991), jossa yhtiön hallituksen puheenjohtaja D antoi 1.9.1987 toimeksiannon myydä 50 000 kpl henkilökohtaisesti ja 105 000 kpl henkilökohtaisen yhtiönsä kautta omistamistaan Export AB Nordenin osakkeista. Yhtiön hallitus kutsuttiin 22.9.1987 koolle kokoukseen, joka pidettiin 1.10.1987. Kokouskutsussa kerrottiin kokouksessa käsiteltävän mm. yhtiön osavuositilasta. Annettu osakkeiden myyntimääräys toteutui siten, että 23.9.1987 myytiin edellä mainitut 105 000 osaketta ja 1.10.1987 edellä mainitut 50 000 osaketta. Kokouksessa käsiteltävä materiaali lähetettiin hallituksen jäsenille 25.9.1987. Osavuositilasto julkaistiin 12.10.1987, mistä ilmeni tuloksen heikkeneminen per 31.8.1987 ja se, että koko vuoden tulos tulisi puolittumaan, mistä syystä kurssi laski. Syyttäjä vaati myyntivoiton menettämistä valtiolle 23.9.1987 myydyistä osakkeista.

Käräjäoikeus totesi, että D:n olisi saatuaan kokouskutsu pitänyt pikimmiten selvittää, millaisen osavuositilaston odotetaan olevan sekä ottaa selvää siitä, oliko osakkeet jo myyty. D oli siten rikkonut huolimattomuudestaan arvopaperimarkkinalain säännöksiä, koska ei ollut peruuttanut myyntitoimeksiantoaan. Käräjäoikeus tuomitsi D:n 50 päiväsakkoon mutta hylkäsi kuitenkin konfiskaatiovaatimuksen. Hovioikeudessa käsittelyn kohteena oli ainoastaan konfiskaatiovaatimus, jonka myös HO hylkäsi todeten sen olevan kohtuuton ottaen huomioon, että myynti tapahtui jo seuraavana päivänä sen jälkeen kun kokouskutsu oli lähetetty hallituksen jäsenille, ja toisaalta sen vuoksi, että itse kokousmateriaali lähetettiin vasta 25.9.1987.²²⁶

Ruotsissa rikoksen katsotaan tuottavan taloudellista hyötyä (utbyte av brott), jos rikoksentehtäjä (tai joku muu sellainen, jolta hyöty voidaan tuomita menetettäväksi) on rikoksen perusteella päässyt parempaan taloudelliseen asemaan kuin tilanne olisi ollut, mikäli rikosta ei olisi tapahtunut. Esimerkiksi sisäpiiririkoksen tuottamaa hyötyä on tyypillisesti osto- tai myyntihetken ja tiedon julkaisupäivän välinen kurssierotus. Tapauksissa, joissa tiedon julkistaminen on tapahtunut lähellä pörssin sulkemisaikaa eikä kurssi siten ole ehtinyt reagoida, voidaan hyödyn määrää arvioida seuraavan päivän kurssin perusteella. Vaikka kurssin muuttumiseen vaikuttaisivat myös muut syyt kuin sisäpiirintieto, erityisesti tilanteissa, joissa sisäpiirintiedon julkaiseminen viivästyy, (kuten markkinoiden yleinen muuttuminen jonkin poliittisen päätöksen johdosta), ei tällä ole merkitystä menettämisseuraamuksen tuomitsemisen ja tuomittavan määrän laskemisen kannalta. Lähtökohtaisesti koko kurssimuutos on tuomittava menetetyksi, sillä sisäpiiriläisellä ei olisi ollut mahdollisuutta päästä osalliseksi arvo-

²²⁶ Samuelsson 2005 s. 66–68. Tapausselostesta käy lisäksi ilmi, että D oli aikaisemmin keuhkolla 1987 sairastunut aivoverenvuotoon.

paperin kurssimuutoksesta, mikäli hän olisi noudattanut lakia.²²⁷ Lisäksi menetetyksi määrätään rikoshyödyille kertynyt tuotto. Sen sijaan mikäli rikoshyödyn arvo on laskenut, ei tätä lueta rikosentekijälle hyväksi.²²⁸

Ruotsissa rikoksen tuottamasta hyödystä ei lähtökohtaisesti vähennetä myyntivoitosta aiheutuneita veroja. Tämä johtuu siitä, että rikoksella saatu hyöty ei ole verotettavaa tuloa. Kuitenkin Pinkerton-tapauksessa käräjäoikeus, jonka tuomio jäi tältä osin lainvoimaiseksi, hyväksyi myyntivoittoveron vähentämisen mm. sillä perusteella, että maksettujen verojen takaisinsääminen valtiolta voisi olla jossain määrin epävarmaa. Samassa ratkaisussa hyväksyttiin rikoksen tuottamasta hyödystä vähennyskelpoiseksi myös kaupankäyntikulut kuten välityspalkkiot. Periaatteellisena lähtökohtana hyödyn menettämisessä on ns. nettometodi, jossa sallitaan sellaisten kustannusten vähennys, jotka eivät ole hyvän tavan vastaisia. Usein kuitenkin käytännössä tyydytään vähentämään kustannukset pyörityksenomaisesti menettämisseuraamuksen kohtuullista määrää arvioitaessa.²²⁹

Edellä mainitut periaatteet on kehitetty jo 1980-luvulla ja niitä on oikeuskäytännössä sovellettu 1980–1990-luvuilla aikana, jolloin sisäpiirintiedon väärinkäytösäänös kielsi tiettyjä laissa mainittuja poikkeustapauksia lukuun ottamatta kaiken kaupankäynnin sellaisella arvopaperilla, jota

²²⁷ Svean hovioikeuden ratkaisemassa Pinkerton-tapauksessa (B 1461-01, 20.6.2002) henkilö DH hankki äitinsä MN:n lukuun 15.2.1999 Pinkertonin osakkeita saatuaan haltuunsa yhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa. DH myi osakkeet 19.2.1999 saaden 5 000 euron myyntivoiton. Sisäpiirintieto julkaistiin 22.2.1999 eli DH siis myi osakkeet ennen kuin tieto oli tullut julkiseksi. Tukholman käräjäoikeuden tuomiossa, joka jäi DH:n ja MN:n menettämiskaatumuksen osalta lainvoimaiseksi, katsottiin, ettei myyntivoitolla ollut yhteyttä rikokseen, mistä syystä syyttäjän menettämiskaatumus hylättiin. Ratkaisua on kritisoitu oikeuskirjallisuudessa, sillä myyntivoittoa ei olisi syntynyt, mikäli lakia olisi noudatettu ja DH ei olisi käynyt osakkeilla siten kauppaa. Lisäksi arvopaperimarkkinoiden toimintatavat huomioon ottaen on syytä olettaa, että saatu myyntivoitto oli yhteydessä sisäpiirintietoon, sillä Pinkertonin osakkeen kysyntä kasvoi merkittävästi ennen sisäpiirintiedon julkaisemista. Vaikka MN olisikin tehnyt vielä suuremman myyntivoiton odottaessaan tiedon julkaisemista, voidaan silti jo tässä vaiheessa hankittu myyntivoitto kytkeä rikokseen. – Tapauksessa sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja kurssimanipulaatiosta oli syytettyä kaikkiaan 28 henkilöä, joista osa hankki osakkeita vielä 19.2.1999, mikä on osaltaan vaikuttanut osakkeen kysyntään. Samuelsson 2005 s. 89–108 (erityisesti s. 91, 104, 106–107) ja 322–323.

²²⁸ Prop. 1990/91:42 s. 104–106; Samuelsson 2005 s. 320–321. – Hyötynä on menetetty tuomittavaksi tiedon julkaisupäivän päätöskurssin ja osto- tai myyntihetken välinen kursierotus tapauksissa Clock, Elekta ja Åhusglass (käräjäoikeuden tuomioita, jotka jäivät lainvoimaisiksi). Sitä vastoin tapauksissa Atle ja Pinkerton tästä poikettiin (Atlen tapaus on Svean hovioikeuden ratkaisema, Pinkerton jäi tältä osin käräjäoikeuden tuomion varaan). Ks. rikoksen tuottaman hyödyn laskenta-ajankohdasta silloin, kun ennen positiivisesti kurssiin vaikuttavan tiedon julkaisemista ostettuja osakkeita ei myydä kurssin kohoamisen jälkeen ennen oikeudenkäyntiä tapausta Pinkerton (Gunilla KN:n osalta). Ruotsalaista oikeuskäytäntöä on laajasti selostanut Samuelsson 2005 s. 63–117.

²²⁹ Samuelsson 2005 s. 327. Tapausten Åhusglass ja Pinkerton selostukset: Samuelsson 2005 s. 84–85 ja 89–115, erityisesti s. 85 ja 104.

koskevaa sisäpiirintietoa henkilöllä oli. Huolimatta siitä, että markkinoiden väärinkäyttöä koskevan lain 2 §:ssä sisäpiirintiedon väärinkäytönkielto on kirjoitettu teknisesti aikaisemmasta laista hieman poikkeavalla tavalla, ei hyödyn menettämistä koskevissa laskentatavoissa ole tapahtunut muutoksia. Syynä tähän on se, että sisäpiirintiedon hallussapidon katsotaan edelleen merkitsevän käytännössä kieltoa käydä arvopaperikauppaa niin kauan kuin tietoa ei ole julkistettu.²³⁰ Ruotsissa oli markkinoiden väärinkäyttödirektiivin kansallisen implementoinnin yhteydessä esillä myös vaihtoehto, jonka mukaan rangaistavan käyttäytymisen alan rajoittamiskeinona käytettäisiin direktiivin mallin mukaisesti hyötymistarkoitusta, mutta tätä ratkaisua ei kuitenkaan omaksuttu. Ruotsissa siis pitäydettiin vanhassa järjestelmässä, jonka mukaan pääsääntöisesti kaikki sisäpiiriläisen kaupankäynti on kielletty niin kauan kuin tietoa ei ole julkaistu, vaikka syynä kaupankäyntiin olisikin ollut jokin muu seikka kuin sisäpiirintieto.²³¹

Ruotsissa ei ole julkaistuja ratkaisuja²³², joissa kurssimanipulaatiosta olisi tuomittu rikoshyötyä menetetyksi, sillä julkaistu oikeuskäytäntö on vanhan lain ajalta, jolloin kurssimanipulaatiosta ei ollut mahdollista tuomita menettämisseuraamusta²³³. Menettämisseuraamuksen määräämismahdollisuutta oli jo aikaisemminkin pidetty asiallisesti perusteltuna. Kurssimanipulaation taustalla voi olla kuitenkin niin monia erilaisia tarkoitusperiä, että hyödyn mittaamiseen liittyvät ongelmat voivat tästä syystä olla ylivoimaisen vaikeita.

²³⁰ Vrt. Prop. 1990/91:42 s. 105 ja Samuelsson 2005 s. 217–224 ja 320–325. – Markkinoiden väärinkäyttöä koskevan lain 2 §:n mukaan “ Den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Detsamma skall gälla den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.” Lain 5 §:ssä on kuitenkin poikkeukset siitä, milloin sisäpiirintiedon väärinkäyttö ei tule kyseeseen.

²³¹ Prop. 2004/05:142 s. 58–59; Samuelsson 2005 s. 216–217. Syynä tämän vanhan sääntelymallin ylläpitämiseen oli tehokkuusargumentti sekä se, että lakitekstistä muodostui siten selkeämpi. Edelleenkin ei siten tarvitse osoittaa, että tehty kauppa on tehty tarkoituksessa käyttää sisäpiirintietoa hyväksi. Hyötymistarkoituksen täyttymisestä Suomessa ks. KKO 2006:110 kohdat 35–36. KKO:n mukaan kun henkilöllä oli sisäpiirintietoa, on tämän perusteltua katsoa lisännen kiinnostusta kyseisiin osakkeisiin sijoituskohteena, joten hyötymistarkoitus täyttyy. Asian kannalta ei ole relevanttia, olisiko henkilö sijoittanut osakkeisiin ilman tätä tietoakin varojaan.

²³² Julkaistuja ratkaisuja on haettu Lagrummet.se-tietokannasta.

²³³ Kurssimanipulaatiota koskeva menettämisseuraamus tuli mahdolliseksi vasta 1.7.2005 voimaan tulleen lainmuutoksen yhteydessä. Myöskään svindleri-rikosnimikkeen nojalla, joka voi myös tulla sovellettavaksi kurssin vääristämiseen, ei ole julkaistussa oikeuskäytännössä vaadittu tai tuomittu menettämisseuraamuksia. Ks. NJA 1992 s. 691 (NJA 1992:112) ja Hovrätten för Västra Sverige B 664-95, 27.6.1997 (RH 1997:82). Aikaisemman kurssimanipulaatio säännöksen perusteella julkaistusta oikeuskäytännöstä ks. Samuelsson 2005 s. 86–89 ja 111–117 sekä Svea hovrätt B 7398–03, 17.12.2004 (RH 2005:14).

Siten hyödyn menettämistä koskevaa lainsäädäntöä ei aikaisemmin ollut säädetty. Rikoshyödyn mittaamisongelmiin ei markkinoiden väärinkäyttöä koskevan lain säätämisenkään yhteydessä otettu muuten kantaa kuin että esim. omana rikosnimikkeenä rangaistavassa tilanteessa, jossa sisäpiirintietoa levitetään, voi itse tieto olla kaupankäynnin kohteena.²³⁴

5.4 Arvopaperimarkkinarikoksissa tuomittu hyöty Suomen oikeuskäytännössä

Käsittelen suomalaista oikeuskäytäntöä ensiksi kurssin vääristämistapauksissa ja sitten tiedottamisrikosta ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien tapausten osalta.

Suomalaisessa arvopaperimarkkinarikoksia koskevassa oikeuskäytännössä on kurssin vääristämistilanteissa vaadittu hyötyä menetettäväksi neljässä tapauksessa: Kolmessa näistä tapauksista oli yhteistä se, että kaupan kohteena oli huomattava osuus pörssiyhtiön osakekannasta, jolloin osakkeesta maksetaan tyypilliseen tapaan normaalissa pörssikaupankäynnissä muodostuneen hintatason ylittävä hinta. Vaikka kyseessä olivat siis arvopaperipörssin ulkopuolella syntyneet sopimuskaupat²³⁵, ne kuitenkin haluttiin tehdä arvopaperipörssissä varainsiirtoveron välttämiseksi. Näissä tapauksissa sovittu osakekohtainen kauppahinta oli normaalissa pörssikaupankäynnissä muodostunutta hintatasoa korkeampi, ja tuolloin

²³⁴ Prop. 2004/05:142 s. 73; Samuelsson 2005 s. 323. – Kurssimanipulaation motivaatio-tilanteiden monimuotoisuutta kuvastaa esim. Aktie-SM-tapaus (Uppsalan käräjäoikeus B 505-03, 3.4.2003), jossa ns. nettisijoittajakilpailuun, jossa osallistujat ”käyvät kauppaa” kuvitteellisella osakesalkulla pyrkien kasvattamaan sitä tietyn ajanjakson aikana voittajan ollessa salkkunsaa arvoa eniten kasvattanut henkilö ja pääpalkinnon ollessa sijoitussalkun arvo rahana. Kilpailuun osallistunut kilpailija osti itselleen todellisilta markkinoilta myös oikeita osakkeita antaen sen jälkeen niitä koskevia myynti- ja ostotoimeksiantoja. Annetut myyntitoimeksiannot tapahtuivat niin korkeaan ja vastaavasti ostotoimeksiannot niin alhaiseen hintaan, ettei todellisilla markkinoilla syntynyt kauppvoja. Kuitenkin näiden toimenpiteiden avulla kilpailuun osallistunut henkilö pystyi kasvattamaan oman kilpailusijoitussalkkunsaa arvoa. Käräjäoikeus katsoi, että toimeksiantojen tarkoituksena oli yksinomaan parantaa vastaajan asemaa kyseisessä osakesijoittajakilpailussa. Kuitenkin koska toimeksiannot tapahtuivat arvopaperimarkkinoilla, harhaan johdettiin markkinoita näiden varsin epälikvidien arvopapereiden kurssikehityksestä ja kaupankäyntimääristä. Teko arvioitiin kuitenkin kokonaisuus huomioon ottaen vähäiseksi, joten vastaaja tuomittiin 80:aan päiväsakkoon.

²³⁵ Tampereen Puhelin Oyj:n osakkeen kurssin vääristämistä koskeneessa HHO:n tuomiossa nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) kysymys ei ollut käräjäoikeuden hieman vaikeaselkoisen tulkinnan mukaan suoranaisestä sopimuskaupasta, vaan sisäisestä kaupasta, joka on teknisesti toteutettu sopimuskauppana (Helsingin KäO:n tuomio nro 02/11962 s. 32). HHO ei arvioinut kurssin vääristämistä käräjäoikeuden tuomiosta poikkeavalla tavalla (ks. HHO:n em. tuomio s. 13–14).

voimassa olleiden pörssin sääntöjen mukaan kaupat piti tehdä pörssissä määräytyneeseen hintaan. Tästä syystä pörssikursseja vedätettiin asiassa mukana olleiden välittäjien tekemien pienten osakekauppojen avulla ylöspäin siten, että saavutettiin kurssitaso, jolla itse pörssin ulkopuolella tehty sopimuskauppa voitiin toteuttaa.²³⁶

Elektrotel Oy

Helsingin hovioikeuden Elektrotel-tuomiossa²³⁷ oli kyse laajasta 1980–1990-lukujen taitteen ns. ”kasinokuplaan” liittyvästä tapauksesta, jossa meklarilistalla noteeratun Elektrotel Oy:n osakkeisiin liittyen tehtiin varsin erilaisia rikoksia²³⁸. Hovioikeus piti varsin lyhyin perusteluin voimassa Helsingin raastuvanoikeuden tuomion²³⁹, joten tapahtumien arviointi on käytännössä tehtävä kyseisen alioikeustuomion perusteella. Tapausta käsitellään tässä yhteydessä sen laajuuden vuoksi vain varsin rajoitetuilta osin.

Jutussa tuomittiin ensinnäkin erään pankkiiriliikkeen toimitusjohtaja arvopaperimarkkinarikoksesta²⁴⁰, koska tämä oli 27.11.1989–8.5.1990 tehnyt Elektrotel Oy:n osakkeilla sisäisiä kauppooja tarkoituksenaan vaikuttaa Elektrotel Oy:n osakkeiden hintatasoon. Osakkeilla käytiin jatkuvasti pientä kauppaa osakekurssin pitämiseksi 100 mk:n tasossa. Elektrotel Oy:n osakkeita oli käytetty nimittäin eräiden arvopaperikauppaa luotolla käyneiden sijoitusyhtiöiden luottojen vakuutena, jolloin Elektrotel Oy:n kurssitasolla oli sijoitusyhtiöiden rahoittajien kannalta merkitystä. Rahoituskriisissä olleen Elektrotel Oy:n oli lisäksi tarkoitus pyrkiä keväällä 1990 OTC-listalle ja järjestää osakeanti. Kurssitaso piti pitää 100 mk:n tasolla myös siitä syystä, että jo keväällä 1989 syntynyt n. 10 mmk:n

²³⁶ Haapanen 2007 s. 37, HHO:n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R 02/4230) KÄO:n tuomio s. 18, jonka mukaan kyseisessä tapauksessa ostaja ja myyjä eivät olleet tapauksessa ennen kauppaa tietoisia toisistaan tai sopineet osakkeen hintaa.

²³⁷ HHO:n tuomio nro 3880/8.9.1994 (Dnro R 93/2387).

²³⁸ Syyksiluetut rikosnimikkeet koskivat mm. törkeää petosta, törkeää kavallusta, kirjanpitorikosta, veropetosta ja luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttöä. Lisäksi syytteitä hylättiin mm. velallisen rikoksesta ja arvopaperimarkkinarikoksesta. Jutun yhteydessä myös määrättiin tuolloin varsin harvinaisia liiketoimintakieltoja. Ks. Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745.

²³⁹ Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745.

²⁴⁰ Kurssin vääristäminen omana rikosnimikkeenään ei ollut vielä tuolloin voimassa, vaan se tuli rangaistavaksi arvopaperimarkkinarikoksena.

”joukkovelkakirjakupla”²⁴¹ yritettiin purkaa.²⁴² Myös pankkiiriliikkeen toimitusjohtajalle toimeksiannon antanut henkilö tuomittiin avunannosta arvopaperimarkkinarikokseen^{243, 244}

Tapauksessa tuomittiin edelleen Elektrotel Oy:n johtoryhmän jäsenenä taloudellisesta asemasta vastannut ekonomi jatketusta luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytöstä²⁴⁵, koska tämä oli 13.2.–15.3.1990 välisenä aikana Oy Icod Ab:n kautta myynyt yhteensä 5 000 kpl Elektrotel Oy:n osakkeita yhteensä 499 000 mk:n arvosta tietoisena niistä taloudellisista vaikeuksista, jotka johtivat Elektrotel Oy:n konkurssiin 20.6.1990. Oy Icod Ab tuomittiin menettämään rikoksella saatuna hyötynä 399 200 mk, johon määrään raastuvanoikeus päätyi arvion perusteella. Tuomion suppean kirjoitustavan johdosta siitä ei ilmene perusteita, mitä seikkoja raastuvanoikeus otti määrää arvioidessaan huomioon.²⁴⁶

²⁴¹ Kyseinen ”joukkovelkakirjakupla” syntyi, kun PSP-Rahoitus Oy:lle pantatut joukkovelkakirjat tosiasiaa myytiin, mutta rahoittajille annettiin väärää tietoa, että ko. joukkovelkakirjat olisivat edelleen pantinantajan salkussa. Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 22–25.

²⁴² Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 1–7, 10.

²⁴³ Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 8–12.

²⁴⁴ Pankkiiriliikkeen toimitusjohtaja tuomittiin lisäksi menettämään valtiolle rikoksella saatu hyöty 1 450 mk. Tämä hyöty ei kuitenkaan ollut peräisin edellä kuvatusta kurssin vääristämisestä, vaan toiseksi teoksi katsotusta arvopaperimarkkinarikoksesta ja siihen liittyvästä osakkeiden myynnistä, mistä ei syyteoikeuden vanhentumisen johdosta lausuttu muuta kuin että vastaajan myöntämisen perusteella ko. rikoksella saatu hyöty tuomittiin valtiolle menetetyksi. Tuomion suppean kirjoitustavan johdosta siitä ei kuitenkaan ilmene se konkreettinen teko, joka oli tuottanut hyötyä. Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 7. Tekoaikana voimassa ollut arvopaperimarkkinarikos vanheni kahdessa vuodessa, kun taas menettämisseuraamuksella oli RL 8:7:n nojalla itsenäinen viiden vuoden vanhenemisaika, joten menettämisseuraamus voitiin määrätä itse rikoksen vanhenemisesta huolimatta.

²⁴⁵ Nykyisin kyseistä rikosnimikettä vastaa sisäpiirintiedon väärinkäyttö.

²⁴⁶ Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 49–52. – Mielenkiintoinen yksityiskohta asiassa on se, että Oy Icod Ab:lta osakkeet ostanutta, sittemmin konkurssiin mennyttä yhtiötä (Oy Camisado Ab) rahoittanut pankki vaati rikosprosessin yhteydessä vahingonkorvauksena vastaajalta ja Oy Icod Ab:lta Elektrotel Oy:n osakkeista kauppahintana maksettua summaa, 499 000 mk:aa. Raastuvanoikeus hylkäsi vaatimuksen katsoen, ettei pankki ollut asiassa välitön vahingonkärsijä vaan osakkeet ostanut yhtiö ja toisaalta ettei vahingon määrää myöskään ollut näytetty. (Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 131–133.) Siten samaa asiaa koskeneen vahingonkorvausvaatimuksen esittäminen ei estänyt rikoshyödyn tuomitsemista valtiolle. Vaikka pankin nostama vahingonkorvausvaatimus hylättiin, olisi Oy Camisado Ab:n konkurssipesällä ollut kuitenkin mahdollisuus edelleen ajaa rikokseen perustuvaa vahingonkorvauskannetta Oy Icod Ab:ta vastaan eri prosessissa.

Myös yhtiön johtoryhmän jäsenenä ja talouspäällikkönä toiminut yomerkonomi tuomittiin luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytöstä, koska tämä oli myynyt 19.3.1990 henkilökohtaisesti ja pääosin omistamansa Alfatuotto Oy:n omistamia Elektrotel Oy:n osakkeita yhteensä 4 900 kpl. Myyntien yhteisarvo oli yhteensä 294 000 mk. Myös talouspäällikköllä myyntejä tehdessään oli tiedossaan ne taloudelliset vaikeudet, jotka johtivat Elektrotel Oy:n konkurssiin 20.6.1990. Alfatuotto Oy tuomittiin menettämään valtiolle rikoksen tuottamana taloudellisena hyötynä 156 000 mk ja talouspäällikkö henkilökohtaisesti 40 000 mk, mihin määriin raastuvanoikeus päättyi arvion perusteella. Myöskään tältä osin tuomiosta eivät ilmene ne seikat, miten arvioon päädyttiin.²⁴⁷

Cultor Oy

Cultor Oy:n kurssimanipulaatiotapauksessa oli kysymys siitä, että Spontel Oy halusi myydä huomattavan omistusosuuden Cultor Oy:n osakekannasta eräälle eläkevakuutusyhtiölle, joka edellytti osakekaupan tapahtuvan pörsissä. Ostajan ilmoittama enimmäiskauppahinta ylitti n. 10 %:lla osakkeen pörssikurssin, mistä syystä myyjää edustanut välittäjä nosti pienillä ja nopeilla, muutaman minuutin sisään tehdyillä kaupoilla osakkeen hinnan sille tasolle, jonka ostaja oli vielä valmis maksamaan osakkeista. Jälkipörsissä sitten tehtiin varsinainen suuri osakekauppa Spontelin ja eläkevakuutusyhtiön välillä. Alioikeus hylkäsi syytteen ja muut vaatimukset. Hovioikeudessa syyttäjä vaati välitysluokitusta korvaamaan valtiolle rikoksella saatuna hyötynä 684 000 mk. Tuomiosta ei ilmene, millä perusteella syyttäjä oli ko. määrään päätenyt. Hovioikeus tuomitsi vastaajan kurssimanipulaatiosta, joka tuolloin oli rangaistavaa arvopaperimarkkinarikoksen nimikkeellä, sekä menettämään rikoksella saatuna hyötynä henkilökohtaisesti saamansa välityspalkkion määrän, joksi hovioikeus arvioi 30 000 mk.²⁴⁸

Tampereen Puhelin Oyj

Tampereen Puhelin Oyj:n osakkeen kurssin vääristämistä ja siihen liittyneessä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeneessa tapauksessa syyttäjä vaati rikoksen tuottamana taloudellisena hyötynä menetettäväksi välitysluokituksen sekä myyjältä että ostajalta saamia välityspalkkioita, vältetyn varainsiir-

²⁴⁷ Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 52–55. Oy Camisado Ab oli myös tässä tilanteessa osakekauppojen vastapuolena, mistä syystä rahoittajapankki esitti Alfatuottoa ja talouspäällikköä vastaan 234 000 mk:n vahingonkorvausvaatimuksen. Vaatimus hylättiin samoilla perusteilla kuin Oy Icod Ab:n myymien osakkeiden kohdalla. (Helsingin RO:n rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 R 91/8745 s. 134–135.)

²⁴⁸ HHO:n tuomio nro 3808/9.9.1993 (R92/969) s. 1–4.

toveron määrää sekä välitysliikkeen kurssin vääristämisen yhteydessä omaan salkkuunsa ostamista ja myöhemmin myydyistä osakkeista saatua myyntivoittoa.²⁴⁹

Käräjäoikeus katsoi, että välityspalkkion osalta on rikoksen tuottamana hyötynä tuomittava menetetyksi se määrä, joka ylitti ostajan kaupasta normaalisti maksaman välityspalkkion määrän. Tältä osin käräjäoikeus tuomitsi hyötyä menetettäväksi 246 610 euroa, kun syyttäjä oli vaatinut koko ostajan maksamaa välityspalkkiota 352 300 euroa²⁵⁰. Varainsiirtoveron osalta käräjäoikeus lausui, että ostaja oli edellyttänyt, että kaupat tehdään pörssin välityksellä ilman varainsiirtoveroa. Vuonna 1998 voimassa olleiden pörssin sääntöjen mukaan järjestely olisi ollut mahdollista toteuttaa myös laillisin keinoin ilman varainsiirtoverovelvollisuutta. Käräjäoikeus katsoi, että välittäjien rikollisen menettelyn johdosta ei ostajalle synny verovelvollisuutta. Koska ostajalla ei ole verovelvollisuutta, ei myöskään välitysliike voi olla verosta vastuussa. Siten käräjäoikeus hylkäsi tältä osin menettämiskaatumuksen. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvää osakkeiden myyntivoittoa koskien käräjäoikeus lausui, että rikoksen tuottamana hyötynä on menetettävä valtiolle 56 365 euroa, joka muodostuu välitysliikkeen omaan salkkuunsa hankkimien osakkeiden osto- ja myyntihintojen erotuksesta²⁵¹.

Hovioikeudessa oli syyttäjän valituksen johdosta rikoshyödyn osalta kysymys ainoastaan siitä, ovatko kaikki välityspalkkiot 449 197 euroa tuomittava menetetyksi. Hovioikeus totesi, että sekä myynti- että ostotoimeksiannot ovat sinällään olleet laillisia ja että välitysliikkeellä olisi sinänsä oikeus saada palkkio laillisesti tekemästään työstä. Kuitenkin henkilö X oli välitysliikkeen puolesta toteuttanut toimeksiannot menettelemällä rikollisesti, joten myyjän ja ostajien maksamat välityspalkkiot yhteensä 449 197 euroa kokonaisu-

²⁴⁹ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/11962 s. 7–8.

²⁵⁰ Käräjäoikeus on laskenut menetettävän määrän salaiseksi julistetuista asiakirjoista, joten asiassa ei selviä tarkemmin ne perusteet, joilla menetettyyn määrään päästiin. Helsingin KäO:n tuomio nro 02/11962 s. 8 ja 41.

²⁵¹ Välitysliike osti 18.11.1999 valmisteilla olevasta sopimuskaupasta tietoisena 50 000 kpl osakkeita hintaan 7,00 euroa osake ja myi 19.11.1999 niistä sopimuskaupan toteuttamisen yhteydessä 46 971 kpl hintaan 8,20 euroa. Menetetyksi tuomittu rikoshyöty perustuu tähän erotukseen (46 971 x 1,20 = 56 365,20 euroa). Loput osakkeet (3 029 kpl) myytiin 25.11.1999 markkinoille 7,0454 euron keskihinnalla, tästä kertynyttä myyntivoittoa (n. 137,5 euroa) syyttäjä ei vaatinut menetettäväksi. Syyttäjä oli kylläkin vaatinut menetettäväksi myyntivoittona yhteensä 86.035 euroa, mutta myyntivoitto koostui tuomitusta 56 365 eurosta sekä 10.11.–18.11.1999 salkkuun hankittujen 23 000 osakkeen osalta kertyneestä myyntivoitosta (29.670 eur), jolta osin vastaajia ei kuitenkaan tuomittu sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Käräjäoikeuden tuomion mukaan kurssin vääristämisestä on kertynyt hyötyä myös välitysliikkeen asiakkaina olleille sivullisille henkilöille, jolta osin syyttäjä ei ollut esittänyt menettämiskaatumusta. Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/11962 s. 2–8, 42.

nessaan olivat rikoksen tuottamaa hyötyä, joka määrättiin menetetyksi. Asiassa ei ollut hovioikeuden mukaan myöskään perusteita kohtuullistaa menettämisseuraamusta.²⁵²

YIT-Yhtymä Oyj

YIT-Yhtymän kurssin vääristämisessä oli kysymys siitä, että Rautaruukki-ryhmä myi sopimuskaupalla Sampo-ryhmälle 3 104 000 kpl YIT:n osakkeita 14,20 euron hinnalla. Välittäjänä järjestelyssä toimi Leonia. Syytteen mukaan sekä myyjä ja ostaja että välittäjä olivat sopineet kurssin manipuloinnista etukäteen siten, että 14,20 euroa halvemmat osakkeet (yhteensä 4 400 kpl) ostetaan nopeassa tahdissa pois markkinoilta. Käräjäoikeus hylkäsi myyjää kohtaan ajetun syytteen, mutta tuomitsi välittäjän ja ostajan edustajan sakkorangaistukseen²⁵³. Syyttäjä vaati sekä Rautaruukki-ryhmän että Sampo-ryhmän velvoittamista korvaamaan valtiolle rikoksella saatu hyöty eli vältetty varainsiirtovero 4 193 100 mk vähennettynä eri välittäjille maksetuilla välityspalkkioilla. Edelleen Leonialta vaadittiin välityspalkkiona 5 000 mk.²⁵⁴ Eri osapuolet kiistivät menettämiskaavat mm. sillä perusteella, että varainsiirtoverosta on vastuussa ostaja ja että toisaalta verottaja voi periä vältetyn veron myöhemmin.²⁵⁵ Käräjäoikeus totesi, että rikoshyöty on arvioitava rikosprosessissa verotusmenettelystä riippumatta ja että menettämisseuraamuksen määrääminen koko verohyödyn osalta ei ole kohtuutonta. Näin ollen ostajat eli Sampo-ryhmään kuuluvat vakuutusyhtiöt tuomittiin menettämään valtiolle koko 4 193 100 mk. Yhtiöitä ei määrätty solidaariseen vastuuseen, vaan käräjäoikeus laski erikseen kunkin yhtiön saaman hyödyn osakkeiden jakautumisen perusteella. Myös Leonia tuomittiin menettämään saatu välityspalkkio 5 000 mk.²⁵⁶ Hovioikeus ei muuttanut käräjäoikeuden tuomiota menettämisseuraamuksen osalta hyväksyen käräjäoikeuden perustelut sellaisenaan.²⁵⁷

Helsingin pörssin sääntöjen muuttumisen johdosta vuodesta 2002 lähtien kuvatus kaltaiset ns. blokkikaupat on voitu toteuttaa pörssissä ilman

²⁵² Vaikka HHO katsoi, ettei menettämisseuraamusta ole syytä kohtuullistaa, johti menettämisseuraamuksen määrääminen osaltaan siihen, ettei pankkiiriliikettä tuomittu yhteisöosakkoon. HHO katsoi, että ”yhteisöosakon tuomitseminen menettämisseuraamuksen ohella muodostaisi tässä tapauksessa poikkeuksellisen ankaran kokonaisuuden”. HHO:n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) s. 1, 14–15.

²⁵³ Hovioikeudessa myös myyjää edustanut henkilö tuomittiin avunannosta kurssin vääristämiseen. Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/7385, HHO:n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654).

²⁵⁴ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/7385 s. 1–4.

²⁵⁵ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/7385 s. 7–8.

²⁵⁶ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/7385 s. 17–18.

²⁵⁷ HHO:n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654) s. 6.

varainsiirtoverovollisuutta siten, ettei kurssia vääristäviin toimenpiteisiin tarvitse ryhtyä.²⁵⁸ Tästä syystä edellä mainitut oikeustapaukset jäänevät kokonaan historiaan ja kurssin vääristämistä koskevat kysymykset voivat aktualisoitua jatkossa esim. tapauksissa, joissa arvopapereita käytetään kauppahinnan maksuvälineinä yrityskaupoissa tai joissa pörssiyhtiö haluaa pitää kurssitason vakaana ja korkealla varmistaakseen tulevaisuudessa tapahtuvan osakeannin menestyksen²⁵⁹.

Rahoitustarkastuksen mallit sisäpiiri- ja tiedottamisrikostapauksissa

Arvopaperimarkkinoihin kohdistuvan tiedottamisrikoksen perusteella ei ole tiettävästi esitetty hyötykonfiskaatiovaatimusta muuta kuin ns. TJ Group Oyj:n jutussa, jossa oli kysymys myös törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä²⁶⁰. Käytännössä tuomioistuinten arvioitavana ei ole ollut sitä tilannetta, jossa hyötyä olisi vaadittu menetettäväksi yksinomaan arvopapereita koskevan tiedottamisrikoksen perusteella²⁶¹. Ns. Kansallissanti-tapauksessa, jossa sovellettavana oli pelkästään vanhan RL 2 luvun hyötykonfiskaatiota koskevat säännökset, olisi tuomioistuin voinut viran

²⁵⁸ Helsingin kärjäoikeuden tuomio 02/11962 s. 33. – Korkein hallinto-oikeus on ratkaisussaan 2002:58 ottanut kantaa listautumisannin yhteydessä järjestetyn osakemyynnin varainsiirtoverovollisuuteen. KHO katsoi, ettei ko. tilanteessa synny velvollisuutta suorittaa varainsiirtoveroa (KHO 2002:58). Myös tämä ratkaisu osaltaan johtaa siihen, etteivät varainsiirtoveron välttämiskysymykset nouse enää merkittävään rooliin julkisesti noteerattujen arvopapereiden kaupoissa.

²⁵⁹ Ks. KM 1989: 36 s. 270–271, 273. – Suomessa ei ole tiettävästi lainvoimaisia tuomioita, joissa olisi ollut kyse tämän kaltaisesta kurssin vääristämisestä. Ns. Jippii Group Oyj:n pörssirikosoikeudenkäynnissä (Helsingin KäO R06/3894) syyttäjät katsoi, että yhtiön johto on vääristänyt osakkeen kurssia hankkiakseen hyötyä yrityskaupoissa ja rahoituksen järjestämisessä. Syyttäjät esitti myös yrityskauppojen johdosta yhtiöön kohdistuvan menettämisseuraamusvaatimuksen, jonka yhtiö kiisti. Helsingin kärjäoikeus hylkäsi eilainvoimaisella tuomiolla nro 07/9915 (Dnro R06/3894) 31.10.2007 syytteen. Tämän artikkelin kirjoittaja on toiminut alioikeusvaiheessa toisena syyttäjänä ko. jutussa, joten objektivisuuteen liittyvien seikkojen johdosta en käsittele tapausta tässä enempää.

²⁶⁰ Syyte nostettiin kahdella eri haastehakemuksella, joista ensimmäinen käsittelee arvopaperimarkkinoita koskevia tiedottamisrikoksia sekä avunantoja niihin ja toinen törkeää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä sekä avunantoa siihen. Molemmissa haastehakemuksissa esitettiin pääasiallisesti samat menettämisseuraamusvaatimukset (törkeässä sisäpiirintiedon väärinkäytössä oli henkilökohtaisen menettämisseuraamusvaatimuksen kohteena yksi henkilö lisää). Syyttäjän ensimmäisessä haastehakemuksessa mm. todetaan vastaajien saaneen osakeannilla ja -myynneillä tietyn rahasumman sekä kuvataan näiden antamat totuudenvastaiset ja harhaanjohtavat tiedot. Syyttäjän näkemyksen mukaan siis tiedottamisrikoksen perusteella voi syntyä itsenäisesti sellaista taloudellista hyötyä, joka voidaan määrätä menetettäväksi. VKSV:n haastehakemukset R 05/3 (25.1.2005) ja R 05/20 (10.6.2005).

²⁶¹ Ks. tiedottamisrikoksia koskevat ratkaisut, joissa hyötyvaatimusta ei ole esitetty: HHO:n tuomio nro 27/5.1.2007 (R05/2503); Helsingin kärjäoikeuden ei lainvoimainen tuomio nro 10393/15.11.2006 (R06/1122); HHO:n tuomio nro 3480/10.12.1999 (R98/935). Nämä ratkaisut koskivat tulosvaroitusten viivästymistä.

puolesta määrätä hyödyn menetettäväksi ilman syyttäjän vaatimustakin²⁶². Useimmiten hyötyvaatimuksia onkin esitetty sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevilla tapauksissa.

Rahoitustarkastus on eräissä arvopaperimarkkinarikostapauksissa ottanut tutkintapyyntöä tehdessään tai muuten esitutkintavaiheessa kantaa, miten rikoshyöty voidaan sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksissa laskea²⁶³. Rahoitustarkastus on esittänyt seuraavat vaihtoehdot:

- 1) Hyödyn laskennassa ei huomioida yleistä tai toimialan indeksin muutosta, vaan rikoksen tuottamana hyötynä pidetään kaupantekokurssin ja tiedotteen julkaisupäivän päätöskurssin välistä erotusta.²⁶⁴ Tilanteessa, jossa sisäpiiriläisen hallussa kaupantekohetkellä ollut sisäpiirintieto on tullut aluksi julkistetuksi vain osittain useilla eri aikoihin julkaistuilla erillisillä pörssitiedotteilla, on hyötynä pidettävä kaupantekohetken ja sen päivän päätöskurssin välistä kurssierotusta, kun kaikki sisäpiiriläisen hallussa ollut tieto on julkaistu.²⁶⁵
- 2) Hyödyn arvioinnissa pyritään huomioimaan tiedon julkistamisen vaatima vaikutusaika arvopaperin arvoon, jolloin rikoksen tuottamana hyötynä pidetään kaupantekopäivän ja tiedon julkistamispäivää seuraavan päivän päätöskurssin erotusta.²⁶⁶
- 3) Hyödyn laskennassa huomioidaan osakkeiden kaupantekopäivän ja tiedotteen julkaisupäivän välisen ajanjakson yleisindeksin tai toimialaindeksin kehitys, jolloin osakkeen arvomuutoksesta eliminoidaan pois yleisen kurssikehityksen eli yleisindeksin tai toimialaindeksin vaikutusosuus.²⁶⁷

²⁶² Kansallisanti-tapauksessa (HHO:n tuomio nro 1722/21.6.2001 (R00/2678)) syyttäjä ei esittänyt menettämisaatimusta; asiassa oli vireillä myös siviiliprosessina käyty vahingonkorvausjuttu. Myöskään ns. Novera-tapauksessa (HHO:n tuomio nro 2505/9.5.1996 (R94/333)) ei syyttäjä esittänyt menettämisaatimusta.

²⁶³ Rahoitustarkastus on tehnyt menettämisseuraamuksen laskemisesta lausuntoja ainakin ns. Jippii Group Oyj:n tapauksessa (Rahoitustarkastuksen tutkintapyynnön liite 14, päivätty 7.4.2003 (KRP:n esitutkintapöytäkirjan 2400/R/276/03 liitesivut 399–409) sekä Rahoitustarkastuksen lausunto 27.11.2006 (KRP:n esitutkintapöytäkirjan 2400/R/276/03 Li3 liitesivut 27–31), ns. Benefon Oyj:n sisäpiiritapauksessa (Rahoitustarkastuksen lausunto 9.2.2006) sekä ns. TJ Group Oyj:n tapauksessa (Rahoitustarkastuksen lausunto 22.12.2004).

²⁶⁴ Ratan tutkintapyynnön liite 14, päivätty 7.4.2003 s. 11 (KRP 2400/R/276/03 s. 409), ns. Jippii Group Oyj:n juttu.

²⁶⁵ Ratan lausunto 9.2.2006 s. 4, ns. Benefon Oyj:n sisäpiirijuttu.

²⁶⁶ Ratan lausunto 27.11.2006 s. 2 (KRP:n esitutkintapöytäkirjan 2400/R/276/03 Li3 liitesivut 27–31), ns. Jippii Group Oyj:n juttu.

²⁶⁷ Ratan tutkintapyynnön liite 14, päivätty 7.4.2003 s. 11 (KRP 2400/R/276/03 s. 409), ns. Jippii Group Oyj:n juttu.

- 4) Hyödyn laskennassa ei huomioida osakkeen kaupantekokurssin ja tiedotteen julkaisua edeltävän ajan ko. osakkeen kurssikehitystä, vaan rikoksen tuottamana hyötynä pidetään tiedotteen julkaisua edeltävän kurssin ja tiedotteen julkaisupäivän päätöskurssin välistä erotusta.²⁶⁸
- 5) Hyödyn laskennassa pyritään arvioimaan sitä hintaa, jonka ulkopuolinen henkilö (arvopaperin ostaja tai myyjä) olisi todennäköisesti osakkeesta kaupantekohetkellä maksanut tai mihin hintaan hän olisi sen myynyt, mikäli hänellä olisi ollut käytettävissään vastaavat tiedot kuin sisäpiiriläisellä.²⁶⁹

Sisäpiiritapauksissa menetettävän hyödyn määrää koskevista periaatteista ei ole Suomessa kehittynyt yhtenäistä oikeuskäytäntöä. Tuomioistuinten ratkaisuihin on sovellettu vaihtelevasti edellä kuvattuja Rahoitustarkastuksen esittämiä laskentatapoja ja toisaalta hyöty on voitu lopulta tuomita menetetyksi sellaista laskentamallia käyttäen, joka ei ole suoraan mikään Rahoitustarkastuksen yllä esittämistä malleista, vaan siinä voi olla osia useammasta mallista. Tuomioistuinten soveltamiskäytännöstä on todettava, että Helsingin hovioikeus on tähän mennessä tuominnut hyötyä menetettäväksi kolmessa arvopaperimarkkinarikosjutussa, joista kaksi on lainvoimaisia. HHO:n ratkaisuihin on päädytty kaikissa erilaiseen menettelytapaan hyödyn määrän arvioinnissa. Helsingin käräjäoikeuden linja näyttää tässä suhteessa olevan yhtenäisempi, tosin monet tapaukset eivät ole vielä tätä kirjoitettaessa lainvoimaisia.

Tampereen Puhelin Oyj

Helsingin hovioikeuden ratkaisemassa Tampereen Puhelin Oyj:n kurssinvääristämistapauksessa pankkiiriliikkeen työntekijät hankkivat myös pankkiiriliikkeen omaan salkkuun TPO:n osakkeita syyllistyen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Rikoksen tuottamana hyötynä tuomittiin menetettäväksi osakkeiden hankintahinnan (7,0 eur/kpl) ja kurssimanipulaation jälkeen tapahtuneesta myynnistä (8,2 eur/kpl) saatu hyöty²⁷⁰. Laskentamalli siis vastaa edellä kuvattua Rahoitustarkastuksen laskentamallia nro 1.

²⁶⁸ Ratan tutkintapyyntöön liite 14, päivätty 7.4.2003 s. 11 (KRP 2400/R/276/03 s. 409), ns. Jippii Group Oyj:n juttu.

²⁶⁹ Ratan lausunto 22.12.2004 s. 9, ns. TJ Group Oyj:n juttu.

²⁷⁰ Ks. HHO:n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) s. 15 ja Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/11962 s. 2–8, 42. Tapauksen faktoja on käsitelty kurssin vääristämistä koskevien tapausten yhteydessä.

Conventum Oyj

Samaa laskentamallia käytettiin Helsingin käräjäoikeuden ei-lainvoimaisessa ratkaisussa ns. Pohjola–Conventum-sisäpiirijutussa, jossa vastaaja tietoisena liiketoimintojen yhdistämiseen tähtäävistä neuvotteluista osti 29.3.–11.5.2001 Conventum Oyj:n osakkeita hallitsemiensa sijoitusyhtiöiden lukuun 219.280 euron²⁷¹ hinnalla. Pohjola ja Conventum tiedottivat 13.6.2001 yhtiöiden liiketoimintojen yhdistämisestä vaihtotarjouksen avulla siten, että 11,75 Conventumin osakkeella sai yhden Pohjolan B-sarjan osakkeen. Menettävän hyödyn määrä laskettiin käyttäen perustana Pohjolan B-osakkeen päätöskurssia 13.6.2001²⁷². Vastaajana olleet yhtiöt eivät käräjäoikeudessa sinällään kiistäneet esitettyä hyödyn laskemistapaa. Sen sijaan osa sijoitusyhtiöistä oli yritysjärjestelyjen myötä sulautunut uudeksi yhtiöksi, millä perusteella menettämisseuraamuksen kohdistuminen tähän uuteen yhtiöön kiistettiin. Käräjäoikeus hyväksyi syyttäjän laskentatavan ja katsoi, että yhteisösakko- ja menettämisseuraamus voivat kohdistua fuusioiden johdosta uuteen oikeushenkilöön.²⁷³

Helsingin HO ei muuttanut menettämisseuraamuksen osalta tuomiota.²⁷⁴ Asiassa on haettu valituslupaa KKO:sta.

Benefon Oyj

Myös ns. Benefonin sisäpiirijutussa Helsingin käräjäoikeuden ei-lainvoimaisessa ratkaisussa rikoksen tuottamana taloudellisena hyötynä tuomittiin menetetyksi vastaajan eri osakemyyntien ja tiedon julkaisupäivän päätöskurssin välinen erotus.²⁷⁵ Tapaus poikkeaa sikäli aikaisemmista tapauksista, että vastaajalla oli tuomion mukaan yritysaneerauksessa olleen pörssi-yhtiön velkojana tietoa useista yhtiön kannalta negatiivisista seikoista, jotka syyttäjän mukaan kukin yksinään olivat sisäpiirintietoa. Osa näistä sisäpiirintiedoksi katsotuista tiedoista julkistettiin kaikkiaan

²⁷¹ Kaikkiaan osakkeita hankittiin sijoitusyhtiöiden lukuun sanotulla ajanjaksolla 207 900 kpl 255 580 euron hankintahinnasta; kuitenkin tästä määrästä 30 000 kpl koski sellaisia osakkeita, jossa kauppa tehtiin vastaajan omistamien sijoitusyhtiöiden välillä. Tätä 30 000 kpl:n sisäistä kauppaa ei otettu huomioon menettämiskaavasta esitettäessä, vaan vaatimus laskettiin 177 900 osakkeen hankintahinnasta 219 280 euroa. Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/9763 18.10.2006 (R06/1266) s. 1–2 ja 21.

²⁷² Pohjolan osakkeen päätöskurssi oli 13.6.2001 23,75 euroa. $23,75 / 11,75 = 2,02$ euroa, mitä pidettiin teonkuvauksessa Conventumin osakkeen rahamääräisenä hintana. Hyödyn määrä laskettiin siten: $177\,900 \text{ osaketta} \times 2,02 = 359\,358$ euroa, josta vähennetään hankintahinta 219.280 euroa, jolloin rikoksen tuottamana hyötynä on erotus 140.078 euroa. Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/9763 18.10.2006 (R06/1266) s. 1–2 ja 23

²⁷³ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/9763 18.10.2006 (R06/1266) s. 4 ja 22–23.

²⁷⁴ HHO:n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500).

²⁷⁵ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/461 19.2.2007 (R06/7237) s. 51.

kolmena eri ajankohtana (13.11.2003–9.2.2004), mutta osa tiedoista ei tullut missään vaiheessa julkisuuteen. Syyttäjä vaati hyötyä menetettäväksi sen mukaisesti, kun pääosa tiedoista oli julkistettu joko 26.1.2004 (kurssi 0,29 euroa) tai 9.2.2004 (kurssi 0,30 euroa), jolloin viimeinen syytteessä mainittu tiedote julkistettiin. Yhtiön kurssikehitys vaihteli tapauksessa käsiteltynä aikana 7.11.2003–9.2.2004 huomattavasti²⁷⁶ laskien myös 9.2.2004 tiedotteen julkaisua seuraavina päivinä siten, että 9.–12.2.2004 välisenä aikana kurssi laski 0,30 eurosta 0,22 euroon. Myöhemmin keväällä kurssi liikkui 0,20–0,30 euron tuntumassa. Käräjäoikeus katsoi, että rikoksen tuottamaa hyötyä on nimenomaan osakkeiden myyntipäivien ja 9.2.2004 välisen päivän välinen erotus. Kyseinen päivä valikoitui nimenomaan sillä perusteella, että vastaajan hallussa ollut tieto vasta tuolloin tuli riittävässä määrin markkinoiden tietoon, minkä jälkeen vastaajakin olisi vasta saanut myydä osakkeet joutumatta rikosoikeudellisen arvioinnin kohteeksi. Rikoshyödyistä ei vähennetty välityspalkkioita ja muita myyntikuluja, koska kyseiset myynnit olivat rikollisia tekoja.²⁷⁷ Sen sijaan 9.2.2004 jälkeen tapahtuneelle kurssikehitykselle ei annettu merkitystä. Tältä osin syyttäjäkään ei tosin esittänyt vaatimuksia, vaikka syytteen mukaan aivan kaikkea vastaajalla ollutta sisäpiirintietoa ei tuolloin 9.2.2004 julkaistu ja vaikka tuomion mukaan myös 9.2.2004 tiedotteen johdosta kurssi oli laskenut seuraavina päivinä.

Nedecon – Endero Oyj ja Kyro Oyj

Rahoitustarkastuksen mallin nro 1 mukainen menettämiskaava on esitetty myös ns. Nedecon – Endero Oyj:n²⁷⁸ ja Kyro Oyj:n²⁷⁹ tapauksissa, joissa sisäpiirintietoa koskevat syytteet hylättiin näyttämättöminä. Ratkaisut ovat lainvoimaisia.

Nordic Aluminium Oyj

Helsingin hovioikeuden 21.12.2006 antamassa lainvoimaisessa tuomiossa²⁸⁰ Nordic Aluminium Oyj:n osakkeilla tehdyissä sisäpiirikaupoissa hyödyn

²⁷⁶ Kurssi vaihteli n. 0,42 euron ja 0,29 euron välillä. Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/461 19.2.2007 (R06/7237) s. 51 ja tuomion liite A (kurssikäyrä).

²⁷⁷ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/461 19.2.2007 (R06/7237) s. 51–52. – Käräjäoikeus siis hyväksyi syyttäjän toissijaisen vaatimuksen menettämisseuraamuksen määrästä. Ensisijaisesti syyttäjä vaati hyötyä menetettäväksi 26.1.2004 tiedon perusteella, jolloin menetettävän hyödyn määrä olisi ollut korkeampi. On huomattavaa on, että käräjäoikeuden ratkaisu on annettu Helsingin HO:n 21.12.2006 antaman tuomion jälkeen.

²⁷⁸ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 07/3001 23.3.2007 (R05/11225).

²⁷⁹ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 07/3834 16.5.2007 (R06/6707).

²⁸⁰ HHO:n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332).

määrä on arvioitu edellä olevista tapauksista poikkeavalla tavalla. Tapauksessa kahta vastaajaa syytettiin siitä, että he olivat tietoisena merkittävästä yrityskaupasta ostaneet yhtiön osakkeita ennen yrityskaupan julkaisua. Vastaaja X, joka oli tulossa Nordic Aluminium Oyj:n hallituksen puheenjohtajaksi, osti 2.3.1999 yhteensä 15 000 kpl osakkeita hintaan 5 eur/kpl. Vastaaja Y oli yhtiön johtoryhmän jäsen ja hän hankki 14.4.1999 yhteensä 1 600 kpl osakkeita hintaan 5,5 eur/kpl. Yhtiö tiedotti 15.4.1999 klo 15.30 pörssitiedotteella yrityskaupasta. Yhtiön päätöskurssit kehittyivät siten, että 14.4. osakkeen päätöskurssi oli 5,5 euroa, 15.4. tiedotteen julkaisupäivänä 6 euroa ja seuraavana päivänä (16.4.) 6,34 euroa. Seuraavina päivinä hinta hieman laski n. 6,2 euroon, mutta sen jälkeen nousutrendi jatkui kurssin välillä sahatessa varsin voimakkaastikin. Kesäkuun alkupuolella kurssi tasaantui yli 7 euron tasolle; osakkeen päätöskurssi 7.6.1999 oli 7,2 euroa. Syyttäjä katsoi tiedotteen antamisen jälkeen kurssin muuttuneen noususuuntaiseksi, mistä syystä syyttäjä vaati hyötynä menetettäväksi osakkeiden ostohinnan ja 7.6.1999 vallinneen kurssitason 7,2 euroa välistä erotusta. Vastaaja X katsoi oikeaksi menettämisseuraamuksen määräksi omalla kohdallaan enintään 60 senttiä/osake. Vastaaja Y katsoi oikeaksi määräksi puolestaan 50 senttiä osake. Käräjäoikeus hyväksyi syyttäjän vaatimuksen todeten yhtiön kurssikehityksen olleen muusta metalliteollisuudesta poikkeavaa kyseisellä ajanjaksolla tuomien X:n menettämään rikoksen tuottamana hyötynä 33 000 euroa ja Y:n 2 720 euroa.²⁸¹ Hovioikeus vertasi rikoshyödyn määrää arvioidessaan tiedotteen julkaisemista edeltäneen päivän (14.4.1999) päätöskurssia kurssiin tiedotteen julkaisemisen jälkeen. Julkaisuaikakohdan jälkeisen vertailukurssin valinnassa kiinnitettiin huomiota osakkeen vaihdon ja arvon kehittymiseen. Hovioikeus totesi, että 16.4.1999 vaihto oli yli viisinkertainen edellisiin päiviin verrattuina ja sen jälkeisinä päivinä kaupankäyntimäärät laskivat pörssitiedotteen julkaisua edeltävälle tasolle samoin kuin kurssikehitys tasaantui. Näin ollen hovioi-

²⁸¹ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 04/5335 7.6.2004 (R03/6460) s. 2–6, 21–22; HHO:n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) s. 8. – Osakkeen kurssikehityksestä ks. myös Arvopaperi-lehden internet-pörssipalvelussa tehty haku osakkeen kurssikäyrästä (<http://porssi.arvopaperi.fi/details/details.aspx?id=FISHNOA1V>, viittauspäivä 19.10.2007).

Hyöty on laskettu X:n osalta siten, että kurssiero 2,20 eur x 15 000 kpl = 33 000 eur ja Y:n osalta kurssiero 1,7 eur x 1 600 kpl = 2 720 euroa.

Vastaaja Y:n sekä käräjä- että hovioikeudessa esittämä vaatimus hyödyn arvioimiseksi 50 senttiä osakkeelta vastaa sitä eroa, joka hänen tekemiensä osakeostojen ja tiedotteen julkaisupäivän päätöskurssin välillä oli. Vastaajan valituksesta hovioikeuteen ilmenee kuitenkin, että vastaaja katsoi kyseisen 50 sentin kurssinousun tapahtuneen tiedotteen julkaisemisen jälkeisenä päivänä vastaten siten vaikutusta, joka tiedotteen julkaisemisella oli osakkeen hintaan. Hovioikeudelle tekemässään valituksessa myös vastaaja X vaati hyötyä laskettavaksi samalla tavoin kuin Y. HHO:n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) s. 2–3.

keus päättyi vertaamaan 16.4. päätöskurssia (6,34 eur) 14.4. päätöskurssiin (5,5 eur) tuomiten kummankin vastaajan maksamaan rikoshyötynä 0,84 euroa osakkeelta.²⁸² Ratkaisu muistuttaa Rahoitustarkastuksen mallia nro 2; tosin tässä tapauksessa tiedotteen edeltäväksi kurssitasoksi on otettu edellisen päivän (14.4.) päätöskurssi eikä välittömästi ennen tiedotteen julkaisua 15.4. vallinnut kurssi.

TJ Group Oyj

Helsingin hovioikeuden ratkaisemassa ns. TJ Group -tapauksessa²⁸³ sekä vastaajat että syyttäjät ovat saaneet tässä vaiheessa osittain valitusluvan KKO:lta. Hovioikeus päättyi arvioimaan vastaajien rikoksesta saamaksi hyödyksi erotuksen osakkeiden myyntihinnan ja sen hinnan välillä, jonka osakkeiden ostajat olisivat olleet valmiita maksamaan merkintähetkellä, mikäli heillä olisi ollut käytettävissään myyjien kanssa yhtäläiset tiedot yhtiön tuloksesta, taloudellisesta asemasta ja tulevaisuudennäkymistä.²⁸⁴ Tapauksessa syyttäjä vaati rangaistusta mm. yhtiön hallituksen puheenjohtajalle, toimitusjohtajalle ja talousjohtajalle, koska nämä olivat mm. antaneet totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja 26.1.2000 julkaistussa pörssitiedotteessa ja 2.2.2000 julkaistussa listalleottoesitteessä, jonka yhteydessä oli välitilinpäätös per 31.12.1999²⁸⁵. TJ Group Oyj oli listattu jo aikaisemmin Helsingin pörssiin ja se järjesti helmikuussa 2000 yhdistetyn osakeannin ja myynnin, jolla yhtiön pääomistajat myivät osan omistamistaan osakkeista yleisölle samalla kun myös itse yhtiö keräsi yleisöltä rahoitusta. Anti ajoittui ajankohtaan, jolloin yhtiön osakkeen arvo oli nopean nousun ja sen jälkeen tapahtuneen laskun välissä korkeimmillaan. Kurssi oli noussut jyrkästi marraskuun 1999 alusta, jolloin se oli 3 euroa. Pörssitiedotteen 26.1.2000 julkaisupäivänä kurssi oli n. 13 euroa, listalleottoesitteen julkaisupäivänä 2.2.2000 noin 14 euroa, merkintäaikana 7.–11.2.2000 kurssi oli vaihdellut 18,76–25,14

²⁸² HHO:n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) s. 8. – Hovioikeus perusteli ratkaisuaan Kurenmaan väitöskirjaan viitaten (Kurenmaa 2003 s. 267–272). Kurenmaa toteaa muiden tietojen kuin sisäpiirintiedon vaikutuksen eliminoinnin olevan mahdollista yksinkertaisimmallaan siten, että käytetään välittömästi tiedon julkistamista edeltänyttä kurssia ja verrataan sitä arvopaperin kurssiin tiedotteen jälkeen. Tässä tapauksessa tiedote julkaistiin 15.4.1999 klo 15.30, mutta hovioikeus käytti edellisen päivän päätöskurssia laskennan perusteena. Tuomioista ei ilmene, miten osakekurssi ehti kehittyä 15.4. ennen pörssitiedotteen iltapäivällä tapahtunutta julkaisemista.

²⁸³ HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790). Helsingin käräjäoikeus oli pääosin hylännyt syytteet.

²⁸⁴ HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790) s. 175.

²⁸⁵ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 06/903 26.1.2006 (R05/652) s. 1–8. – Talousjohtaja oli avunantajana syytteessä vain listalleottoesitteen yhteydessä julkaistun osavuosiokatsauksen virheellisistä tiedoista.

euron välillä ollen korkeimmillaan merkinnän aloituspäivänä 7.2.2000. Tämän jälkeen yhtiön kurssi kääntyi laskuun ja yhtiö julkaisi ensimmäisen tulosvaroituksen 26.4.2000. Julkaisua edeltävänä päivänä osakekurssi oli 8,18 euroa ja julkaisun jälkeen 27.4.2000 kurssi oli 6,48 euroa. Toisen tulosvaroituksen aikana 24.8.2000 kurssi oli enää 3,78 euroa.²⁸⁶

Syyttäjä vaati tiedottamisrikoksen ja sisäpiirintiedon väärinkäytön tuotamana hyödynä menetettäväksi sekä yhtiöltä että eräiltä henkilövastaajilta anti-/myyntihinnan (17,6 euroa) ja sen hinnan (3,93 euroa) välistä erotusta, jonka merkitsijät todennäköisesti kyseisistä osakkeista olisivat maksaneet, mikäli heillä olisi ollut käytössään vastaavat tiedot yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja tulevaisuudennäkymistä kuin yhtiön johdolla. Laskentatapa perustui Rahoitustarkastuksen lausuntoon, jossa lähtökohtana oli yhtiön osakekurssin kehitys osakeannin ja 24.8.2000 julkaistun tulosvaroitukseen välisenä aikana, mitä sitten oikaistiin Helsingin pörssin TJ Groupia koskevan toimialaindeksin avulla. Siten pyrittiin eliminoimaan yleisen markkinatilanteen muutos yhtiön kurssikehityksestä.²⁸⁷ Vastajat kiistivät menettämisseuraamusvaatimuksen mm. todeten, ettei väitetty virheellinen informaatio ollut syy-yhteydessä kurssilaskuun ja ettei Rahoitustarkastuksen lausunnossa käytetty vertailuindeksi sovellu TJ Groupin osakkeen arvon tarkasteluun, sillä siinä on sivuutettu internet-yhtiöiden globaali kurssien romahtaminen.²⁸⁸

Hovioikeuden menettämiskaatumusta koskevat perustelut ovat poikkeuksellisen laajat²⁸⁹. Lähtökohtana hyödyn menettämisessä oli, että osakkeiden myyntihinnasta vähennetään se määrä, jonka osakkeiden ostajat todennäköisesti olisivat osakkeista merkintähetkellä maksaneet, mikäli heillä olisi ollut käytettävissään oikeat tiedot taloudellisesta asemasta ja tulevaisuudennäkymistä. Edelleen hovioikeus katsoi syyttäjän kannasta poiketen, että TJ Groupin on katsottava jo 26.4.2000 tiedottaneen alkuvuo-

²⁸⁶ HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790) s. 174.

²⁸⁷ VKSV:n haastehakemukset R05/3 (25.1.2005) ja R05/20 (10.6.2005); Rahoitustarkastuksen lausunto 22.12.2004 s. 3, 6–9. – Hyödyn menettämiskaatumus koski kutakin henkilöä sekä yhtiötä erikseen; yhteisvastuullisia menettämiskaatumuksia syyttäjä ei esittänyt.

TJ Groupin osakkeen päätöskurssi oli 24.8.2000 3,78 euroa, jota Rahoitustarkastuksen lausunnossa oikaistiin tietoliikenne- ja elektroniikkatoimialaindeksin muutoksella 3,88 %, jolloin oikaistuksi arvoksi saatiin 3,93 euroa. Ongelmallista tämän indeksin käyttämisessä oli se, että siinä oli Nokian osakkeella huomattava painoarvo.

²⁸⁸ HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790) s. 27, 30. – Ensisijainen menettämiskaatumuksen kiistoperuste oli se, että menettämiskaatumus on lakiin perustumaton, koska RL 2:16:n vakiintuneen tulkinnan mukaan pelkkä vahingonkorvauksen mahdollisuus estää rikoshyödyn tuomitsemisen.

²⁸⁹ Menettämiskaatumusta koskevaa ratkaisua on perusteltu 11 sivua, ks. HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790) s. 165–176.

den tuloksensa tappiollisuudesta siinä määrin riittävästi, että sijoittajien olisi tullut ottaa huomioon osakekurssin laskeva suuntaus, joten hovioikeus vertasi antihintaa ja tulosvaroituksen antamispäivän 26.4.2000 kurssia toisiinsa. Menettämisseuraamuksen määrän arvioinnista hovioikeus totesi, ettei vastaanotetun todistelun perusteella yhtenäistä käsitystä TJ Groupin osakkeen arvosta vuonna 2000 ole löydettävissä ja ettei arvoa voi perustaa Rahoitustarkastuksen käyttämään toimialaindeksiin, vaan osakkeen arvo on määritettävä samalla toimialalla toimivien ns. verrokkiyhtiöiden eli TJ Groupin koti- ja ulkomaisten kilpailijoiden avulla. Näiden verrokkiyhtiöiden kurssilasku oli yhtä voimakas vuonna 2000 kuin TJ Groupinkin. Tämä yleinen kurssilasku on otettava huomioon rikoshyödyn määrää arvioitaessa. Kuitenkin yhtiön tuloksella, josta yhtiö antoi virheellistä tietoa, on ollut järkevän sijoittajan kannalta merkitystä sijoituspäätöstä harkittaessa. Siten hovioikeus arvioi, että antihinnan 17,6 euroa ja 26.4.2000 päätöskurssin 6,65 euroa erotuksesta (10,95 euroa) n. 20 prosenttia on seurausta tulosta, taloudellista asemaa ja tulevaisuudennäkymiä koskevasta totuudenvastaisista ja harhaanjohtavista tiedoista. Hovioikeus katsoi oikeaksi menettämisseuraamuksen määräksi osakkeita myyneiden luonnollisten henkilöiden osalta 2,2 euroa osakkeelta. Kohtuullistamisperusteita ei luonnollisten henkilöiden kohdalla rikosten vakavuus huomioon ottaen ollut. Sen sijaan yhtiötä ei tuomittu menettämään rikoksella saatua hyötyä, koska se olisi vaikuttanut yhtiön muihin yli 15 000:een osakkeenomistajaan vaarantaen yhtiön toiminnan jatkumisen.²⁹⁰ HO:n ratkaisu muistuttaa periaatteellisilta lähtökohdiltaan tässä tapauksessa Rahoitustarkastuksen mallia nro 5.

Talentum Oyj

Talentum Oyj:n osakkeita koskeneessa tapauksessa syyttäjä vaati rangaistusta sillä perusteella, että vastaaja oli 3.5.1999 ostanut Talentum Oyj:n osakkeita 500 kpl kurssiin 12,7 euroa tietoisena yhteisyrityksen perustamishankkeesta, josta julkistettiin pörssitiedote 23.6.1999. Vastaaja myi osakkeet 7.12.1999 osana isompaa erää kurssiin 19,00 euroa, jolloin rikoksen tuottamana hyötynä vaadittiin osto- ja myyntihinnan välistä erotusta eli yhteensä 3 150 euroa²⁹¹. Syyttäjä totesi lisäksi, ettei hyödystä tule vähentää välityspalkkioita ja myyntivoittoveroja. Vastaaja kiisti menettämisväitteen ja mm. vaati, että myyntivoittoverot ja välityspalkkiot on vähennettävä saadusta hyödystä pitäen siten oikeana määränä n. 2 146 euroa.²⁹² Asiassa on mie-

²⁹⁰ HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790) s. 169–170, 172–176.

²⁹¹ Hyöty on laskettu kaavalla $19,0 - 12,7 = 6,3$ eur ja tämä osakekohtainen hyöty $6,3 \text{ eur} \times 500 \text{ kpl} = 3 150 \text{ eur}$.

²⁹² Helsingin käräjäoikeuden tuomio 03/3219 s. 1, 4, 13–14.

lenkiintoista se, että pääosa menetettäväksi vaaditusta hyödystä perustui kurssinousuun, joka tapahtui useita kuukausia tiedotteen julkaisemisen jälkeen. Talentum Oyj:n kurssi nimittäin vaihteli pääosan vuotta 1999 n. 12–16 euron haarukassa, kun taas marras–joulukuussa kurssi alkoi jyrkästi nousta päätyen vuoden loppuun mennessä n. 24 euron tasolle²⁹³. Vastaaja sinällään siis hyväksyi menettämiskaavan määrältään siltä osin, kun siinä vaadittiin tuomittavaksi sellaisen kurssinousun mukanaan tuomaa hyötyä, joka ei ollut sidoksissa tiedon julkaisemiseen. Käräjäoikeuden ja hovioikeuden hylättyä syytteen kokonaisuudessaan ei tuomioistuimen kannanottoa edellä mainitusta hyödyn laskentatavasta ole olemassa²⁹⁴. Tässä tapauksessa käytetty laskentatapa ei puolestaan muistuta mitään edellä kuvattuja Rahoitustarkastuksen käyttämiä malleja.²⁹⁵

Siljola ja Leskinen

Myös sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyy tapauksia, joissa hyötyvaatimusta ei ole esitetty. Helsingin käräjäoikeuden ratkaisemassa ns. Siljolan tapauksessa WSOY:n pääjohtajana sekä Rautakirja Oyj:n hallituksen jäsenenä toiminut henkilö osti ennen positiivisten tulostietojen sekä erään yrityskaupan julkaisemista ko. yhtiöiden osakkeita. Huolimatta positiivisista tulostiedoista yhtiöiden osakekurssit laskivat tietojen julkaisemisen jälkeen. Tästä huolimatta käräjäoikeus tuomitsi vastaajan sisäpiirintiedon väärinkäytöistä, koska tunnusmerkistön mukainen hyötymistarkoitus ei edellytä konkreettisen taloudellisen hyödyn toteutumista.²⁹⁶ Hyödyn menet-

²⁹³ Talentum Oyj:n vuosikertomus v:lta 1999 s. 36–37 (http://www.talentum.fi/fi/sijoittajille/yritys_ ja_ markkinat/tulosjulkistukset/vuosikertomukset/vsk1999fin.pdf, viittauspäivä 18.10.2007. Tiedotteen julkaisupäivänä 23.6.1999 kurssi sekä nousi että laski, kurssikehitys oli 16 eur => 16,2 eur => 14,9 eur. Helsingin käräjäoikeuden tuomio 03/3219 s. 4.

²⁹⁴ HHO:n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382), Helsingin käräjäoikeuden tuomio 03/3219.

²⁹⁵ Niistä ongelmista, jotka aiheutuvat, kun rikoksella saatu hyöty on hankittu pidemmän ajan kuluessa on käsitellyt Matningsdal, jonka mukaan oikeuden tulee tällaisissa tilanteissa arvioida, mikä hyöty on itse asiassa rikoksen tuottamaa ja mikä aiheutuu muista, rikokseen liittymättömistä seikoista. (Matningsdal 1987 s. 184–185)

²⁹⁶ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 14795/30.6.2000 (R00/869) s. 1–3, 6–7, 9, 15–16. – Osakkeen kurssimuutosten merkitystä sisäpiirinjutuista koskevassa oikeuskäytännössä on analysoinut Parkkari artikkelissaan (Parkkari 2007), jossa on kuitenkin käsitelty suomalaisista oikeuskäytäntöä hajanaisesti. Parkkarin mukaan konkreettiselle kurssimuutokselle on annettava sitä suurempi merkitys, mitä lyhyemmästä aikavälisestä sisäpiirikaupan ja tiedon julkiseksi tulon välillä on (Parkkari 2007 s. 228–229). Toisaalta professori Martikainen on lausunnossaan ”Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon” 9.11.1999 (Martikainen, Teppo: ”Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon”, asiantuntijalausunto 9.11.1999 Helsingin käräjäoikeuden tapauksessa R00/869) todennut, että keskeinen kriteeri yrityksen tulosta koskevan informaation merkitystä arvioitaessa on voittoutuisen sisältämän yllätyksen määrä, mutta myös sellainen

tämisvaatimusta ei esitetty myöskään KKO:n ratkaisussa 2006:110, jossa Sampo-konsernin pääjohtaja oli ostanut toisen vakuutusyhtiön (Pohjola) osakkeita omiin nimiinsä sen jälkeen kun Sampo oli päättänyt esittää neuvottelutarjouksen eräälle toiselle vakuutusyhtiölle (Suomi-yhtiö) Pohjolan osakkeiden ostamiseksi. Tapauksessa pääjohtaja osti 28.5.1999 alaikäisen tyttärensä nimiin 600 kpl Pohjolan B-osaketta 44,80 euron kappalehintaan sekä 7.6.1999 määräysvallassaan olleen yhtiön nimiin 600 kpl 42,75–42,80 euron kappalehintaan hankintojen yhteisarvon ollessa 26 880 euroa ja 25 670 euroa.²⁹⁷ Neuvottelutarjousta koskenut tieto ei sellaisenaan tullut koskaan julkiseksi²⁹⁸. Sen sijaan 13.10.1999 julkaistiin pörssitiedote, jonka mukaan Sampo osti toiselta vakuutusyhtiöltä (Skandia) tämän omistamat Pohjolan osakkeet. Pohjolan B-osakkeen kurssi nousi tuolloin n. 48 euroon. Pohjolan omistuksesta oli muitakin kiinnostuneita, sillä 21.12.1999 OP-ryhmä ja Ilmarinen ostivat Suomi-yhtiöltä tämän omistamat Pohjolan osakkeet, jolloin Pohjolan B-osakkeen kurssi oli n. 56 euroa. Vuoden 2000 puolella kurssi jatkoi edelleen²⁹⁹ nousuaan ollen maaliskuussa jo n. 70 euroa.³⁰⁰

5.5 Optio-oikeudet

Erilaiset optio-oikeudet voivat olla samalla tavoin arvopaperimarkkinarikoksen kohteena kuten osakkeetkin. Optio-oikeuksien arvoon vaikuttavat kuitenkin osakkeiden arvoon vaikuttavien seikkojen, kuten tulostietojen lisäksi myös muut seikat, kuten option perusarvoon vaikuttavat tekijät (esim. merkintähinta) ja aika-arvoon vaikuttavat tekijät, kuten option jäljellä oleva voimassaoloaika, riskitön korkotaso sekä sen osakkeen hinnan vaihtelu eli volatiliteetti, jonka hankintaan tai myyntiin optio oikeuttaa. Näiden tekijöiden muuttuminen saattaa vaikuttaa eri tavalla option arvoon riippuen

voittoutinen, joka on täsmälleen markkinoiden keskimääräisen voittoennusteen mukainen voi olla markkinoille tärkeä, sillä uutisen julkistaminen vähentää voittojen käyttäytymiseen liittyvää epävarmuutta. (Martikainen 1999 s. 13–14, Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 14795/30.6.2000 (R00/869) s. 14)

²⁹⁷ 600 kpl:eesta 200 kpl ostettiin 42,75 euron hintaan ja 400 kpl 42,80 euron hintaan.

²⁹⁸ Ks. KKO 2006:110 perustelujen kohta 28, jonka mukaan pääjohtajalla ollut tieto poikkesi olennaisesti markkinoilla liikkuneista huhuista, joten tieto oli julkistamatonta. Hovioikeus oli hylännyt syytteen katsoen julkisuudessa olleiden tietojen (mm. Kaleva-yhtiön toimitusjohtajan haastattelu) perusteella tiedon olleen jo julkista.

²⁹⁹ Pohjolan kurssi ei noussut tasaisesti koko ajan, vaan esim. tammikuussa 2000 se oli 55 euroa, kun se marras-joulukuussa oli ollut välillä jo n. 65 euroa.

³⁰⁰ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 6937/11.7.2003 (R03/1412) s. 2; Esitutkintapöytäkirja 6070/R/114125/00 liitesivu 61 (Pohjolan B-osakkeen kurssikehitys 1.3.1999–15.3.2000). (KKO:n arkisto).

siitä, onko kyseessä osto- vai myyntioptio. Esimerkiksi kohde-etuutena olevan osakkeen arvon nousu laskee myyntioption hintaa, mutta nostaa vastaavasti osto-option hintaa. Toisaalta joidenkin tekijöiden muuttuminen vaikuttaa samalla tavoin sekä osto- että myyntioptioihin. Esimerkiksi volatiliteetin kasvu johtaa option arvon nousuun, kun taas option voimassaoloajan lyheneminen laskee option arvoa.³⁰¹ Optioiden arvon määrittämisessä käytetään yleisimmin ns. Black – Scholesin mallia, jossa osto-option arvo laskukaavassa huomioidaan mm. kohde-etuuden (usein osakkeen) hinta, lunastushinta, riskitön korko, erääntymisaika ja kohde-etuuden volatiliteetti.³⁰² Rikoshyödyn menettämisen kannalta optiot muodostuvat tavallisia osakkeita hankalammiksi, mikäli hyödyn määrää laskettaessa omaksutaan laskentamalli, jossa pyritään eliminoimaan muiden seikkojen kuin sisäpiirintiedon vaikutus arvopaperin arvoon. Optioiden ja muiden johdannaisten tapauksessa on tällaista laskentamallia käytettäessä lähes aina pyrittävä eliminoimaan aika-arvoon liittyvät tekijät pois arvopaperin hinnasta. Eliminointia ei tuolloinkaan nähdäkseni kuitenkaan tarvitse tehdä niissä tilanteissa, joissa sisäpiirintiedon vaikutus on niin huomattava, ettei optiolla tai muulla johdannaisella olisi sen julkitulon johdosta enää arvoa. Mikäli optio-oikeuksien kohdalla päädytään soveltamaan Ruotsin mallin mukaista käytäntöä, aika-arvon liittyvien tekijöiden eliminointia ei tarvitse tehdä – aika-arvoon liittyvät tekijät ovat sisäpiiriläisen kustannuksia, kun tämä ei poikkeustapauksia lukuunottamatta voi käydä kauppaa optioilla silloin, kun hänellä on sisäpiirintietoa.

Suomessa optio-oikeuksilla tapahtunut sisäpiirintiedon väärinkäyttö on ollut esillä tuomioistuimessa kerran. Syyttäjä esitti ns. Jippii Group Oyj:n jutussa yhtiön johdon optiokauppoja koskien hyödyn menettämiskaavan. Syyte ja siten myös menettämiskaava hylättiin käräjäoikeudessa.³⁰³

³⁰¹ Helaniemi et al. 2003 s. 46–51.

³⁰² Helaniemi et al. 2003 s. 51–52. Eurooppalaisen osakkeen osto-optiolla sovellettu Black – Scholesin mallin kaava on esitetty Helaniemi et al. 2003 s. 52. Tässä kaavassa edellytetään mm. todennäköisyysarviointia siitä riskistä, että optiolla ei ole lainkaan arvoa tai että sillä on varmasti arvoa. – Tietokoneiden avulla Black – Scholesin mallin käyttäminen optioiden teoreettisten arvojen laskemiseen ei ole erityisen vaikeaa. Eri parametrien vaikutuksen simulointi on laskettavissa, jos malli on ohjelmoitu esim. taulukkolaskentaohjelmaan. (Helaniemi et al. 2003 s. 52). Rikosoikeudenkäynnissä mallin käyttämisessä voi olla ongelmallista itse taustaparametrien määrittely, jolloin myös option arvo muuttuu.

³⁰³ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 07/9915 31.10.2007 (R06/3894). Allekirjoittaneen oltua alioikeusvaiheessa toisena syyttäjänä asiassa en käsittele tätäkään menettämiskaavasta tässä yhteydessä tarkemmin.

5.6 Johtopäätöksiä

Edellä esitellyistä oikeustapauksista ilmenee, että samankin tuomioistuimen sisällä (Helsingin hovioikeus) hyödyn menettämistä voidaan arvioida sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvissä tapauksissa hyvin erilaisilla tavoilla ilman, että tapauksen taustalla olisi sellaisia olosuhteita, jotka perustelisivat erilaisen ratkaisukäytännön. Erot ilmenevät selvästi erityisesti verrattaessa Tampereen Puhelin Oyj:n kurssimanipulaatiotapauksen³⁰⁴ yhteydessä tuomitun sisäpiiririkoksen sekä uudemman Pohjola–Conventum Oyj:n sisäpiiritapauksen³⁰⁵ tuottaman hyödyn menettämistä Nordic Aluminium Oyj:n osakkeilla tehtyyn sisäpiiririkokseen³⁰⁶. TJ Group Oyj:n tapauksessa³⁰⁷ hovioikeus perusteli laajasti valitsemaansa laskentamallia ja tapaus poikkeaa olosuhteiltaan kahdesta muusta tapauksesta siinä suhteessa, että kurssimuutos teon ja tiedon julkaisun välillä oli huomattavan suuri.

Tuomioistuinten ratkaisukäytäntöä arvioitaessa on välttämättä kiinnitettävä huomiota siihen, millainen prosessuaalinen asetelma tuomioistuimella on ollut ratkaisua tehtäessä edessään, vaikkakaan tuomioistuinten ei ole katsottu olevan sidottuja rikoshyödyn määrää arvioitaessa osapuolten esittämiin laskelmiin ja selvityksiin rikoshyödyn määrästä³⁰⁸. Edellä mainituissa HHO:n ratkaisemissa tapauksissa syyttäjät ovat esittäneet menettämiskaavoja, joissa laskentamallit ovat poikenneet toisistaan³⁰⁹. Siten myös prosessiin kohteeksi ovat nousseet erilaiset seikat, joten on varsin luonnollista, että itse ratkaisutkin poikkeavat toisistaan. Syyttäjien vaatimukset puolestaan tukeutuvat usein Rahoitustarkastuksen virkamiesten oikeudessa antamiin suullisiin todistajanlausuntoihin tai kirjallisiin lausuntoihin, joissa tyydytään monesti esittelemään erilaisia laskentatapoja ottamatta kantaa siihen, onko jotakin yksittäistä laskentatapaa pidettävä toista parempana. Tämä saattaa johtua siitä, ettei Rahoitustarkastuksen varsinaiseen toimenkuvaan kuulu rikoshyötyä koskeva tuomiovallan käyttö vaan markkinavalvontaviranomaisena toimiminen. Rahoitustarkastuksen esittämät laskentavaihtoehdot

³⁰⁴ HHO:n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230).

³⁰⁵ HHO:n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500).

³⁰⁶ HHO:n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332).

³⁰⁷ HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790).

³⁰⁸ Haapanen 2007 s. 58. – Haapanen perustaa näkemyksensä mm. Alkion, Honkasalon ja Viljasen näkemyksiin. Ks. uuden lain aikaisesta näkemyksestä Rautio, jonka mukaan tuomioistuin ei voi tuomita enempää kuin kantaja on vaatinut (Rautio 2006 s. 140).

³⁰⁹ Toisaalta syyttäjien käytännössä myös siinä suhteessa, vaaditaanko yli päättänsä rikoshyötyä menetettäväksi on jossain määrin eroja (vrt. esim. Talentum- ja Leskinen-tapaus). Leskinen tapauksessa on tosin huomattava, että esitetty neuvottelutarjous ei johtanut tulokseen eikä tullut siten sellaisenaan julki, vaan Sampo hankki omistukseensa Pohjolan osakkeita muualta kuin Suomi-yhtiöltä.

pohjautuvat melko suoraan SEC:n esittämiin (potential deterministic disgorgement ja potential econometric disgorgement) sekä Italiassa kehitettyihin (potential probabilistic disgorgement) malleihin, joskin erityisesti viimeksi mainittua on yksinkertaistettu³¹⁰. Toisaalta myöskään vastaajien esittämä oikeustieteellinen konfiskaatiota koskeva argumentointi ei ole koskenut niinkään hyödyn määrän arvioimista kuin muita konfiskaatioon liittyviä juridisia kysymyksiä³¹¹.

Vaikka arvopaperimarkkinarikoksia koskevat kriminalisoinnit samoin kuin rikoshyödyn konfiskoimista koskevat säännökset ovat olleet kansainvälisen harmonisoinnin kohteena, rikoshyödyn konfiskoinnista ei ole syntynyt selkeää yhtenäistä kansainvälistä arviointitapaa. Kansallisilla tulkinnoilla näyttäisi edelleen olevan merkittävä rooli huolimatta siitä, että ongelmat ovat samanlaiset maasta riippumatta. Suomalainen oikeuskäytäntö osoittaa, että näitä Rahoitustarkastuksen käyttämiä alun perin ulkomailla kehitettyjä malleja on arvioitava kriittisesti. Ratkaisutoiminnassa on analysoitava kutaakin rikostunnusmerkistöä samanaikaisesti hyödyn menettämistä koskevien yleisten periaatteiden kanssa. Arvopaperimarkkinarikoksilla voi olla yhtymäkohtia myös muihin rikoksiin, kuten petostyyppisiin kriminalisointeihin³¹². Siten rikoshyödyn menettämistä arvopaperimarkkinarikoksissa koskevien periaatteiden ei ole nähdäkseni perusteltua poiketa muista rikoksista.

³¹⁰ Yksinkertaistaminen ilmenee siten, että Rahoitustarkastuksen mukaan hyöty voidaan laskea vertaamalla arvopaperin kurssia välittömästi ennen tiedon julkaisua siihen kurssiin, joka arvopaperilla oli tiedon julkaisun jälkeen. Ks. Rahoitustarkastuksen tutkintapyyntö liite 14, päivätty 7.4.2003 s. 11 (Jippii Group Oyj:tä koskeva tutkintapyyntö; KRP:03 esitutkintapöytäkirja 2400/R/276/03 liitesivu 409).

³¹¹ Lausunnot ovat koskeneet mm. hyötykonfiskaation ja vahingonkorvauksen välistä suhdetta (Prof. Pekka Viljasen lausunto TJ Group Oyj:n jutussa 15.8.2005) sekä sitä, voiko tiedottamisrikoksella saada aikaan sellaista hyötyä, joka voi olla menettämiskaatumuksen kohteena (OTT, dosentti Jussi Tapanin lausunto TJ Group Oyj:n jutussa 22.8.2005). Ks. myös prof. Matti Sillanpään lausunto 5.12.2006 TJ Group Oyj:n tiedottamisrikosta ja sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan jutun hovioikeusvaiheessa (R06/790). Lausunto koski kysymystä siitä, miten arvopaperimarkkinain ja rikoslain lausetta ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon” tulisi tulkita ja mikä merkitys sille tulisi antaa arvioitaessa tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön täyttymistä (Prof. Matti Sillanpään lausunto 5.12.2006 s. 1). TJ Group Oyj:n jutussa vastaajien puolelta esitettiin myös taloustieteellistä todistelua menettämiskaatumuksen määrään liittyen. Tuolloin kuultiin mm. rahoituksen professori Vesa Puttonen todistelutarkoituksessa, joka on lausunut mm. Helsingin pörssin Tietoliikenne- ja elektroniikka-toimialaindeksiin vaikuttaneiden yhtiöiden painoarvoista, miten IT-konsultointiyriyten arvonmäärittäminen v. 2000 tapahtui sekä siitä, olisiko TJ Group Oyj:n osakkeet menneet kaupaksi keväällä 2000 sijoittajille 17,60 euron antihinnalla huolimatta siitä, että sijoittajat olisivat olleet tietoisia yhtiön tappiollisuudesta. (HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790) s. 171–172.)

³¹² Varainsiirtoveron välittämiseksi tehdyt kurssimanipulaatiot saattaisivat tulla nykyään arvioiduksi myös veropetoksena; toisaalta väärin tietojen antamisella osakeannin yhteydessä on hyvin samantyyppinen teko markkinointirikoksen ja petoksen kanssa.

6 HYÖDYN MENETTÄMISTÄ KOSKEVA RATKAISUEHDOTUS

6.1 Ehdotuksen taustaksi

Tavoissa laskea rikoksen tuottama taloudellinen hyöty esiintyy suurta vaihtelua myös muissa kuin arvopaperimarkkinarikoksissa. Se, että laskentamallit vaihtelevat tapauksittain jopa saman rikostyyppin sisällä ei ole pelkästään arvopaperimarkkinarikoksiin liittyvä ominaisuus. Tilanne on selvästikin epätydyttävä. Viljasen mukaan ideaaliselta rikoshyödyn laskentatavalta voidaan edellyttää, että se on kriminaalipoliittisesti tarkoituksenmukainen sekä toisaalta luonnollisen katsantokannan mukainen. Ns. lisähyötyperiaate, jossa hyötyä tarkastellaan vertailemalla laillista ja laitonta vaihtoehtoa keskenään, saattaisi tarjota mahdollisuuden yhtenäiseen hyödyn laskentatapaan rikostyyppistä riippumatta.³¹³ Haapasen mukaan myös arvopaperimarkkinarikoksissa voidaan ottaa lähtökohdaksi tämä periaate.³¹⁴ Analysoin seuraavaksi, mitä lisähyötyperiaatteen soveltaminen RL 51 luvussa tarkoitettujen arvopaperimarkkinarikosten yhteydessä merkitsisi. Kysymys on siitä, mitkä ovat ne valintatilanteet, joissa rikosentekijän pitää tehdä enemmän tai vähemmän tietoinen ratkaisu, toimiiko hän lain edellyttämällä tavalla vai ei.

Arvopaperimarkkinarikosten kriminalisointisäännökset on muotoiltu siten, että rikosten tunnusmerkistö voi täytyä ilman, että ne aiheuttavat mitään konkreettista taloudellista hyötyä. Esimerkiksi tiedottamisrikos, joka on luonteeltaan abstrakti vaarantamisrikos³¹⁵, täytyy jo sillä, että tiedottamisvelvollinen antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, jotka ovat omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Taloudellinen hyöty voi tiedottamisrikoksessa tulla kyseeseen esim. silloin, kun tämän ”esiteon” jälkeen tehdään vielä muita toimia, jotka johtavat rikosentekijän kannalta parempaan taloudelliseen asemaan. Mikäli tällaisena ”esiteon” jälkeisenä toimena on arvopaperikauppa tai niiden liikkeeseenlasku, voidaan tapausta arvioida myös sisäpiirintiedon väärinkäyttönä, jossa sisäpiirintiedon muodostaa ”esiteko” eli kurssin kannalta merkityksellisten totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antaminen markkinoille, sillä markkinoilla ei varmuudella ole tiedossaan tietojen totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus – muuten ne eivät olisi kurssin kannalta merkityksellisiä eivätkä myöskään harhaanjohtavia.

³¹³ Viljanen 2007 s. 122–123.

³¹⁴ Haapanen 2007 s. 54.

³¹⁵ Ks. OTT Jussi Tapanin lausunto 22.8.2005 s. 15.

Sama ajattelutapa soveltuu myös kurssin vääristämiseen. Tietyin edellytyksin kurssia vääristävien toimenpiteiden tekeminen täyttää jo itsessään tunnusmerkistön eikä rangaistavuus edellytä konkretisoitunutta taloudellista hyötyä. Kuitenkin mikäli henkilö levittää arvopaperin arvoon vaikuttavia totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja tai saa esim. valeoikeustoimen tyyppisillä ostotoimeksiannoilla arvopaperin arvon nousemaan ja sen jälkeen ryhtyy käymään arvopaperikauppaa, voidaan tapausta arvioida sisäpiirintiedon väärinkäyttönä eikä pelkästään kurssin vääristämisenä. Markkinoilla ei ole tiedossaan, että ostotoimeksiannot ovat valeoikeustoimia, joten kyseessä on luonteeltaan täsmällinen, julkistamaton ja arvopaperin arvoon vaikuttava tieto. Ruotsissa tämä ajattelutapa ilmenee sikäli selkeämmin, että siellä on laissa erikseen todettu, että sisäpiirintietoa voi olla myös tekijän oma rikollinen toiminta³¹⁶. Tämä johtaa siihen, että silloin kun taloudellista hyötyä hankitaan arvopaperikaupan (tai osakeannissa niiden liikkeellelaskun) avulla, voidaan samoja ratkaisuperiaatteita käyttää niin kurssin vääristämisen, tiedottamisrikoksen kuin sisäpiirintiedon väärinkäytönkin tuottaman hyödyn arvioinnissa, vaikka esim. syytteessä ei olisikaan erikseen vaadittu rangaistusta sekä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja tiedottamisrikoksesta vaan pelkästään viimeksi mainitusta teosta.³¹⁷ Kysymys on tällöin pitkälti syytteen kirjoittamistekniikasta, jossa samaan teonkuvaukseen on voitu liittää rikosnimikkeen mukaisen konkreettisen tunnusmerkistön välttämättä edellyttämien elementtien lisäksi myös niitä elementtejä, joilla voi olla merkitystä esim. rangaistuksen mittaamisen kannalta. Tilannetta voidaan selventää seuraavalla esimerkillä: Kun yhtiö esim. osakeannin yhteydessä antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja tavalla, joka täyttää tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön, on teon rangaistavuuden arvioinnin kannalta tärkeää myös tuoda esiin se, kuinka laajasta osakeannista (eli markkinoilta kerättyjen varojen määrästä) on tapauksessa kyse.

On luonnollisesti mahdollista, että arvopaperimarkkinarikoksissa koinut taloudellinen hyöty ei välttämättä johdu arvopaperimarkkinoilla saadusta myyntivoitosta tai vältetystä myyntitappiosta. Näihin tilanteisiin ei useinkaan liity samanlaisia ongelmia hyödyn laskentatavan kannalta kuin arvopaperimarkkinakauppoihin liittyy, vaan niihin voidaan soveltaa aikaisemminkin muun tyyppisissä rikoksissa omaksuttuja periaatteita. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö, jossa kriminalisointi ulottuu mm. toisen

³¹⁶ Lagen om marknadsmissbruk 2 § 3 mom.

³¹⁷ Kurssin vääristämisessä kytkenä arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaan kauppaan esiintyy todennäköisesti useammin kuin tiedottamisrikoksessa, sillä kurssin vääristämisen yhtenä tunnusmerkistöedellytyksenä on hyötymistarkoitus, joka on helpoimmin näytettävissä konkreettisesti tapahtuneella arvopaperikaupalla tai sitä koskevalla toimeksiannolla.

neuvomiseen sisäpiirikaupassa, voi tuottaa taloudellista hyötyä esim. siten, että sisäpiiriläinen saa palkkion siitä, että tämä ilmaisi sisäpiirintiedon toiselle, arvopaperilla kauppaa käyvälle henkilölle. Tällainen palkkio voidaan tuomita rikoksen tuottamana taloudellisena hyötynä menetetyksi. Sama pätee myös kurssin vääristämiseen, jossa suomalaisessa oikeuskäytännössä on tuomittukin välityslieke menettämään välityspalkkionsa kurssin vääristämiseen liittyvistä kaupoista. Tiedottamisrikoksessa, jossa yhtenä tekotapana on oikea-aikaisen tiedottamisen laiminlyönti, voi laiminlyönnin syynä olla mm. puutteelliset resurssit yrityksen raportointijärjestelmissä tai sijoittajaviestinnässä. Erityisesti pienille pörssiyhtiöille tiedonantovelvollisuuksien noudattaminen voi muodostua taloudelliseksi rasitteeksi³¹⁸. Säästösyistä pörssitiedottaminen ja muu sijoittajaviestintä voi olla jaettu useille eri tahoille, kuten esim. talous- ja hallintojohtajille, joilla ei kuitenkaan välttämättä ole tosiasiallisia mahdollisuuksia perehtyä asiaan riittävässä määrin. Mikäli pörssiyhtiö ei ole suunnannut riittävästi resursseja sijoittajaviestinnän asianmukaiseen hoitamiseen tai raportointijärjestelmien ylläpitämiseen, on teoriassa mahdollista esittää menettämiskaava syntyneestä säästöstä samalla tavoin kuin esim. ympäristörikoksissa tai kirjanpitovelvollisuuden rikkomistilanteissa voidaan tehdä³¹⁹. Käytännössä tällaisia menettämiskaavoja ei ole esitetty³²⁰, mihin voivat olla syynä vaikeudet saavutetun säästön laskemisessa. Tällaisissa tapauksissa voikin olla hyvin perusteltua tyytyä RL 10:2.2:n nojalla arvioimaan saavutettu säästö esim. sijoittajasuhteista vastaavan henkilön palkkakulun tai muun vastaavan seikan perusteella.

³¹⁸ Ks. Kariola 2004 s. 101, jossa käytetty esimerkkinä Saunatec Oy:tä.

³¹⁹ Rikoshyödyn laskentatavoista ympäristörikostapauksissa ks. Laittoman taloudellisen hyödyn laskeminen ja valtiolle menettäminen eräissä ympäristörikostapauksissa, Suomen ympäristökeskuksen julkaisu, Helsinki 1997. Kirjanpitovelvollisuuden laiminlyönnistä on rikoksen tuottamana hyötynä mahdollista tuomita menetettäväksi säästetyt tilitoimiston palkkiot, ks. RHO tuomio nro 579/23.6.2004 (R04/328) ja THO tuomio nro 2549/31.10.2005 (R05/513).

³²⁰ Tiedottamisvelvollisuuden laiminlyönti puutteellisten raportointijärjestelmien vuoksi on noussut esiin ainakin ns. Stonesoft-tapauksessa (Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 10393/15.11.2006 (R06/1122), ei-lainvoimainen), jossa syyttäjää ei esittänyt menettämiskaavasta. Yhtiön johtoa samoin kuin oikeushenkilöä kohtaan esitetyt rangaistusvaatimukset hylättiin.

6.2 Ehdotus arvopaperimarkkinarikoksissa hyödyn menettämisessä sovellettavaksi malliksi

Rikoslain 51:1:ssa rangaistava sisäpiirintiedon väärinkäyttö, jossa tekotapana on arvopaperin hankkiminen tai luovuttaminen, sisältää jo itsessään edellytyksen arvopaperin vastikkeellisesta siirrosta kahden tai useamman osapuolen välillä, mistä kertyy taloudellista hyötyä sisäpiiriläiselle. *Rikostunnusmerkistön ja sen tuottaman taloudellisen hyödyn arvioinnin kannalta olennainen kysymys on se, tekeekö henkilö sen jälkeen kun hän on saanut sisäpiirintietoa arvopaperikaupan vaiko ei.* Sisäpiiririkoksen tehneen henkilön valintatilanne kohdistuu siis siihen hypoteettiseen tapaukseen, että arvopaperikauppaa ei olisi tehty. Perustelen tätä seuraavasti: Henkilöt eivät useinkaan pysty itse päättämään siitä, saavatko he ylipäättänsä käyttöönsä sellaista tietoa, joka on luokiteltavissa sisäpiirintiedoksi ja jos saavat, milloin he sitä saavat. He saavat tätä tietoa organiasemansa, palvelussuhteensa tai muun toimeksiannon perusteella – tieto tulee heille ikään kuin työ- tai muiden tehtävien hoitamisen kannalta välttämättömänä sivutuotteena. Toisaalta tällaiset henkilöt (sisäpiiriläiset) voivat joko vahingossa tai tahallaan paljastaa sisäpiirintiedon ulkopuolisellekin, joka ei siis välttämättä ole lainkaan tarkoituksellisesti hankkinut sisäpiirintietoa vaan voi olla saanut sen enemmänkin sattumalta. Sinänsä voidaan toki konstruoida tapauksia, joissa sisäpiirintietoa on hankittu nimenomaan siinä tarkoituksessa, että sillä hankitaan taloudellista hyötyä arvopaperikaupoissa. Kyseessä voi olla esimerkiksi yritysvalvontatilanne tai sitten yrityksen sisältä henkilö, jolla ei normaalisti olisi oikeutta tai pääsyä sisäpiirintietoon, hankkii sitä. Pelkkä tiedon hankkiminen ei kuitenkaan ole sisäpiirintiedon väärinkäyttönä rangaistavaa. Olennaista rikostunnusmerkistön täyttymisen ja hyödyn arvioinnin kannalta on se, mitä henkilö tekee sen jälkeen kun hän on saanut haltuunsa sisäpiirintietoa. On otettava huomioon vielä, että sisäpiiriläisen passiivisuus ei ole rangaistava teko, vaikka sisäpiiriläinen esim. peruisikin mielessään jo päättämänsä kaupan saatuaan sisäpiirintietoa³²¹. Kuten edellä on todettu, myös kurssin vääristämiseen sekä tiedottamisrikokseen voidaan soveltaa samoja periaatteita, mikäli näissä esiintyy konkreettista taloudellista hyötyä, joka on saatu arvopaperikaupalla³²².

³²¹ Kysymys on siis puhtaasti ajatustasolla tapahtuvasta mielenmuutoksesta; mikäli henkilö on jo antanut esim. ostotoimeksiannon, jonka jälkeen hän saa kurssiin negatiivisesti vaikuttavaa tietoa, mistä syystä hän peruu toimeksiannon, voi teko tulla arvioitavaksi sisäpiirintiedon väärinkäyttönä.

³²² Kurssin vääristämässä valintatilanne kohdistuu ensiksi kysymykseen siitä, levittääkö henkilö vääriä tietoja, ryhtyykö kurssia manipuloiviin harhaanjohtaviin osto-/myyntitoimiin tai muihin vastaaviin toimenpiteisiin. Samoin tiedottamisrikoksessa valintatilanne kohdistuu

Vaikka sisäpiirintiedon väärinkäytössä on rangaistavuuden edellytykseksi asetettu hyötymistarkoitus, valintatilanne kohdistuu silti kysymykseen siitä, käykö sisäpiiriläinen kauppaa vai ei³²³. Sen jälkeen kun henkilö on saanut sisäpiirintietoa, ei valintatilanne voi kohdistua muihin tunnusmerkistön mukaan rangaistusvastuuta objektiivisesti rajaaviin tekijöihin eli käytännössä hyötymistarkoitukseen. Hyötymistarkoitus esiintyy rangaistavuuden edellytyksenä lukuisissa rikostunnusmerkistöissä. Hyötymistarkoituksen täyttymistä on arvioitu oikeuskäytännössä vakiintuneesti objektiivisin kriteerein. Kurenmaa onkin todennut, ettei sisäpiirintiedon väärinkäyttöpauksissa ole käytännössä mahdollista näyttää hyötymistarkoitusta toteen millään muulla keinolla kuin sillä, että henkilö on tietoisena sisäpiirintiedosta ryhtynyt käymään arvopaperikauppaa³²⁴. Oikeuskäytännössä tämä näkemys näyttää saaneen hyväksynnän, sillä KKO:n ratkaisun 2006:110 mukaan sillä seikalla, että henkilö olisi muutenkin tehnyt arvopaperikaupan sijoittamalla vapautuvia varojaan juuri kyseisen yhtiön osakkeisiin, ei ole merkitystä asian arvioinnin kannalta³²⁵. Tätä näkemystä voidaan pitää perusteltuna, sillä jälkikäteen on varsin helppo keksiä erilaisia selityksiä, miksi arvopapereilla käytiin kauppaa juuri tuolloin: arvopapereiden myynnistä saadut rahat on voitu käyttää velkojen maksuun, uuteen asuntoon tai autoon tai muihin vastaaviin tarkoituksiin. Rikostunnusmerkistön täyttymisen arvioinnin kannalta on kuitenkin yhdentekevää, mihin sisäpiiriläinen on jälkikäteen käyttänyt arvopapereiden myynnistä saadut rahat, mikäli päätös arvopaperikaupasta on tehty sen jälkeen kun henkilölle tuli sisäpiirintietoa. Halutessaan välttää rikosepäilyt voi sisäpiiriläinen tehdä turvallisesti arvopaperikauppaa mm. hankintaohjelmien avulla, joissa erotetaan riittä-

ensiksi siihen, antaako henkilö virheellisiä tietoja tai laiminlyökö julkaista sellaisen tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki velvoittaa antamaan. Mikäli näillä rikoksilla aiotaan saavuttaa taloudellista hyötyä arvopaperikaupassa, on tehtävä vielä em. toimenpiteiden lisäksi valinta siitä, käykö hän arvopaperikauppaa vai ei. Valintatilanne sen suhteen, käykö henkilö arvopaperikauppaa vai ei, tapahtuu usein tosiasiallisesti samaan aikaan kuin valinta varsinaisen rikoksen tekemisen tai tekemättä jättämisen välillä. Kurssia vääristävien toimenpiteiden tai tiedottamisrikoksen motiivina voi nimenomaan olla se, että niitä hyväksi käyttäen halutaan saavuttaa taloudellista hyötyä.

³²³ Sisään rakennettuna olettamana on, että kauppaa käydään positiiviseen suuntaan. Luonnollisesti itselle vahingollisten kauppojen tekeminen sisäpiiriläisenä ei ole kiellettyä eli esim. arvopapereiden myyminen ennen niiden arvoon positiivisesti vaikuttavien tietojen julkaisemista.

³²⁴ Kurenmaa 2003 s. 202.

³²⁵ KKO 2006:110 perustelujen kohta 36. – Tämä näkokanta on hyväksytty myös Helsingin käräjäoikeuden ei lainvoimaisessa tuomiossa nro 461/19.2.2007 (R06/7237) (s. 42), jonka mukaan hyötymistarkoitusta tulee arvioida olosuhteiden ja tapahtumainkulun mukaan. Rangaistava tiedon hyväksikäyttö ei tarvitse olla ainoa syy arvopaperin hankkimisella tai luovuttamisella, vaan hyväksikäyttö myös osamotiivina on riittävää.

vän pitkän aikavälin päähän toisistaan päätös arvopaperikaupasta ja sen varsinainen toteuttaminen³²⁶. Näiden ohjelmien avulla pitkäaikainen ja suunnitelmallinen arvopaperisijoittaminen on mahdollista myös sellaiselle henkilölle, joka säännöllisesti saa haltuunsa sisäpiirintietoa. Lyhytaikaisten rahoitustarpeiden kattamiseksi rahoitusmarkkinoilla on tarjolla myös muita instrumentteja kuin arvopapereiden myynti.

Mikäli sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistöjä tulkitaan tällä tavalla, ettei sisäpiiriläinen tosiasiaa saa käydä arvopaperikauppaa ennen sisäpiirintiedon julkaisemista tai sisäpiirintiedon muodostavan hankkeen muuta päättymistä, voidaan hyödyn laskemisessa nähdäkseni käyttää samoja periaatteita kuin Ruotsissa on noudatettu. *Tällöin rikoksen tuotamaa taloudellista hyötyä on tiedon julkaisupäivän ja arvopapereiden kaupankäyntipäivän päätöskurssien erotus. Mikäli tieto on julkaistu lähellä kaupankäynnin päättymistä tai sen jälkeen, voidaan hyöty laskea käyttäen apuna seuraavan päivän päätöskurssia.* Sitä pidempää kurssivaihtelua ei ole lähtökohtaisesti syytä ottaa huomioon, sillä sisäpiiriläisellä on oikeus päästä markkinoille heti tiedon julkaisun jälkeen eikä hänen tarvitse odottaa sitä, että hitainkin sijoittaja saa julkaistun tiedon perusteella aikaiseksi tehdä päätöksen arvopapereiden ostosta tai myynnistä³²⁷. Tosin mikäli markkinat ”ylireagoivat” tietoon, on vastaajan intressit huomioiden perusteltua pyrkiä minimoimaan tämän ”ylireagoinnin” vaikutus alentamalla vastaavasti hyötykonfiskaation määrää. Vastaavasti yleistä kurssikehitystä kaupankäyntipäivän ja tiedon julkaisupäivän välisenä ajankohtana ei oteta huomioon, sillä kaupankäyntikiellon vuoksi sisäpiiriläinen ei pääse osalliseksi markkinoiden yleisestä kurssikehityksestä³²⁸. Tätä voidaan perustella

³²⁶ Sisäpiiriläisen hankintaohjelmista ks. Häyrynen 2006 s. 159–162. Ohjelmien ei välttämättä tarvitse koskea pelkästään osakkeiden hankintaa vaan sellaisten laatiminen arvopapereiden myymiseksikin on mahdollista.

³²⁷ Tällä perusteella voidaan toki väittää, että rikoksen tuottamana hyötynä tulisi tuomita menetetyksi sen kurssin mukaan, joka arvopaperilla vallitsi heti tiedon julkaisemisen jälkeen. On kuitenkin käytännössä mahdotonta sanoa, mikä vaikutus arvopaperin kurssiin olisi ollut, jos heti tiedon julkaisemisen jälkeen markkinoilla olisi kaupankäynnin kohteena ollut muiden arvopaperierien lisäksi vielä sisäpiiriläisenkin myymät tai hankkimat arvopaperit, joiden mahdollinen rajahintakin olisi todennäköisesti poikennut siitä hinnasta, millä sisäpiirikauppa tehtiin. On mahdollista, ettei sisäpiiriläisen arvopaperikauppa olisi ainakaan kokonaisuudessaan toteutunut samana päivänä, kun tieto julkaistiin. Siten hyödyn laskemisessa on selkeintä käyttää päivän päätöskurssia vertailukohtana.

³²⁸ Nähdäkseni yleinen kurssikehitys voidaan ottaa huomioon ainoastaan siinä tilanteessa, että omaisuudenhoitajalla tms. henkilöllä on toimeksiannon nojalla velvollisuus sijoittaa tietyt rahavarat tiettyä ajankohtana esim. Suomen osakemarkkinoille parhaaksi katsomallaan tavalla. Mikäli omaisuudenhoitajalla on sisäpiirintietoa ja hän tällä perusteella ostaa tietyn yhtiön osakkeita, ei rikoksen tuottamana hyötynä välttämättä tule tuomita menetetyn tiedon julkaisupäivän ja kaupankäyntipäivän kurssierotusta, vaan silloin voidaan verrata yhtiön osakkeen kehitystä Suomen osakemarkkinoiden yleisindeksin kehitykseen.

oikeudenmukaisuus- ja yhdenvertaisuusargumenteilla: Rikoksenteikijän kanssa samalla osastolla työskentelevä samaa sisäpiirintietoa hallussaan pitävä kollega saattaa esim. kärsiä huomattavan tappion pelkästään siitä syystä, että hän noudatti lakia eikä myynyt osakkeitaan huolimatta siitä, että markkinoiden yleinen kurssikehitys oli voimakkaassa laskussa, koska tällä oli sisäpiirintiedoksi luokiteltavaa, mutta markkinoiden yleinen kurssikehitys huomioiden merkitykseltään rajallista tietoa hallussaan. Tällainen tilanne voi liittyä esimerkiksi ylikuumentuneiden markkinoiden aiheuttamien kuplien puhkeamiseen. Lakia rikkovaa sisäpiiriläistä ei pidä saattaa taloudellisesti parempaan asemaan kuin lakia noudattavaa sisäpiiriläistä.

Myös riskinjakonäkökohtat puoltavat sitä, ettei edes poikkeuksellisia yleisen kurssitason muutoksia oteta huomioon rikoshyödyn määrää laskehtaessa. Arvopaperimarkkinalain 2:7:n mukaan liikeeseenlaskijan on julkistettava sisäpiirintieto mahdollisimman nopeasti. Sen lykkääminen on mahdollista tapauksissa, joissa julkistamatta jättäminen ei johda yleisöä harhaan ja liikkeellelaskija pystyy takaamaan tiedon luottamuksellisena säilymisen. Edelleen jos tieto kuitenkin sattuu leviämään sivullisille, se on julkistettava viipymättä niissäkin tilanteissa, jossa tiedon leviäminen sivullisille on tahatonta.³²⁹ Tiedonantovelvollisuuden lähtökohtana on se, että tieto on julkistettava mahdollisimman pian. Sisäpiiriläisillä on siten usein itsellään sisäpiirintieto julkaisemalla tosiasiallinen mahdollisuus vähentää yleiseen kurssikehitykseen liittyvää riskiä tilanteissa, joihin voi liittyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä³³⁰. Lisäksi on otettava huomioon se seikka, että markkinat toimivat virheellisen tiedon varassa niin pitkään kuin oikeaa tietoa ei ole julkistettu. Teon vaikutus ei rajoitu ainoastaan siihen hetkeen, kun virheellistä tietoa julkaistiin tai oikea tieto jätettiin julkaisematta.³³¹

OmaisuuDENHOITAJAN valintatilanne on ollut rajallinen, sillä hänen on tehtävä toisaalta sijoitus päätös, mutta se kohdistuu ainoastaan rajoitettuun joukkoon arvopapereita, jolloin vertailu on tehtävä laittoman vaihtoehdon (sisäpiirintiedon kohteena ollut osake) ja laillisen vaihtoehdon (muut Suomen markkinoilla julkisen kaupankäynnin kohteena olleet osakkeet) välillä.

³²⁹ Kyseinen AML 2:7 perustuu markkinoiden väärinkäyttöä koskevan direktiivin 6 artiklaan.

³³⁰ Sisäpiiriläiset toimivat usein yhtiön johtotehtävissä, joten tiedon julkaiseminen yhtiön omana pörssitiedotteena voi olla mahdollista. Välttämättä tähän ei kuitenkaan ole halukkuutta, sillä esim. negatiivisen pörssitiedotteen julkaiseminen pian sen jälkeen kun yhtiön johto on myynyt osakkeita voi herättää epäilyjä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Kiinnijäämisriskin minimoimiseksi tiedotteen julkaisemista voidaan lykätä, jolloin on helpompi väittää, ettei sisäpiirintietoa ollut yhtiön johdolla vielä osakkeiden myyntihetkellä.

³³¹ Voidaan tietenkin kysyä, missä kulkee raja sen arvioinnissa, onko esimerkiksi osakeantiesitteessä ollut virhe vähäinen kirjoitusvirhe vai tarkoituksellinen väärän tiedon antaminen, josta seuraa rikosvastuu ja menettämisseuraamus. Liikkeeseenlaskija voi itse

Tilanteissa, joissa sisäpiirintieto ei tule missään vaiheessa julkiseksi, on hyödyn määrä arvioitava erikseen asiantuntijatodistelun avulla. Käytännössä tällainen osakkeen arvoa tiettyjen hypoteettisten olosuhteiden vallitessa koskeva todistelu jää kuitenkin varsin epämääräiseksi³³².

6.3 Kohtuullistaminen

Rikoslain 10:10 mahdollistaa, että rikoshyödyn määrää voidaan kohtuullistaa mm. sillä perusteella, että menettämisseuraamuksen tuomitseminen olisi kohtuutonta ottaen huomioon rikoksen laatu sekä muut olosuhteet. Kohtuullistaminen tapahtuu joko alentamalla menetetyksi tuomittavan hyödyn määrää tai jättämällä se kokonaan määräämättä. Voidaan tietenkin kysyä, voidaanko arvopaperimarkkinarikoksissa rikoshyödyn määrää kohtuullistaa sillä perusteella, että toinen osapuoli olisi tehnyt joka tapauksessa arvopaperikaupan riippumatta oikeasta tiedosta tms. seikoista. Tapauksessa on siten arvioitava sitä, onko ”would have purchased anyway” -argumentti kuitenkin relevantti rikoshyödyn kohtuullistamisen kannalta, jos sillä ei ole merkitystä varsinaisen rikoksen syyksilukemisen eikä menettämisseuraamuksen periaatteellisen määräämisen kannalta.

Petosrikosten osalta Tapani on kiinnittänyt huomiota siihen, että tuomioistuimen on ylivoimaista pyrkiä selvittämään, mitä syytetty on todella miettinyt ja mieltänyt tekohetkellä, ja samat ongelmat koskevat myös uhrin päätöksentekoa.³³³ Tapanin petosrikoksia koskeva johtopäätös on, että rikosoikeusjärjestelmä tarjoaa suojaa vasta siinä tilanteessa, kun ihmiset ovat noudattaneet tiettyä huolellisuutta ja tarkkaavaisuutta taloudellisten asioiden hoidossa. Uhreilla on oma vastuunsa informaation hankinnassa ja prosessoinnissa ja vastaavasti on arvioitava, millaista informaatiota tekijä on välittänyt uhrin päätöksentekoa varten ja millaisia perusteltuja odotuksia uhrilla itsellään on ollut. Tapani antaa merkitystä myös uhrin mahdollisuuksille tehdä erilaisia selvitystoimenpiteitä. Mikäli näiden selvitysten perusteella syntyy konkreettinen epäily tiedon paikkansapitävyydestä, epäilylle voidaan antaa rikosoikeudellista merkitystä silloin, kun potentiaalinen uhri pitää todennäköisenä informaation virheellisyyttä,

vaikuttaa tähän arviointiin siten, että virheen havaitsemisen jälkeen tieto oikaistaan välittömästi, jolloin epäilyt mahdollisesta rikollisesta menettelystä ainakin oikaistun tiedon osalta todennäköisesti hälvenevät.

³³² Vrt. Knuts 2004 s. 507, Samuelsson 1991 s. 314–317. Oikeuskäytännöstä esim. TJ Group -tapauksista koskeva HHO:n tuomio nro 2315/5.7.2007 (R06/790) s. 171–173.

³³³ Tapani 2004 s. 137.

puutteellisuutta tai harhaanjohtavuutta.³³⁴ Tapanin argumentaatiota arvioitaessa on vielä huomioitava se, että Tapanin tutkimuksessa tilannetta tarkastellaan niin, että rikoksen uhrina on yritys, ei niinkään yksityinen henkilö³³⁵. Arvopaperimarkkinoita käsitellyt Samuelsson on todennut, ettei ”would have purchased” -argumentille tule antaa vastuun perustetta arvioitaessa merkitystä, sillä sijoittajat luottavat markkinoiden toimintatapoihin ja niiden hinnanmuodostuskykyyn sellaisenaan eikä yksittäisten sijoittajien mielipiteillä ole merkitystä. Jotkut sijoittajat eivät kykene eivätkä jotkut edes halua hankkia tarkempaa tietoa sijoituskohteista.³³⁶

Arvopaperimarkkinoilla yksittäisen sijoittajan tosiasialliset mahdollisuudet tehdä erilaisia selvitystoimenpiteitä ovat rajalliset siinäkin tapauksessa, että sijoittaja ylipäättänsä olisi halukas niitä tekemään ja niihin perehtymään. Sijoittajan tärkein yksittäinen tietolähde arvopaperin liikkeellelaskijasta muodostuu tämän itsensä julkaisemista listalleottoesitteistä sekä pörssitiedotteista. Piensijoittajalla ei ole useinkaan tosiasiaa muuta mahdollisuutta kuin luottaa yhtiöltä saamaansa informaatioon, jonka oikeellisuuden kontrolloimiseksi yhtiö itse on usein hankkinut tilintarkastus- ja muita asiantuntijoita, jotka voivat olla yhtiöstä riippumattomia. Toisaalta kohtuullistamisperusteita arvioitaessa on otettava huomioon se, että rikostunnusmerkistöjen täytyminen edellyttää tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Kynnyksen alle jää vielä tavallinen tuottamus. Kysymys ei ole siis vähäisistä lain säännösten rikkomisista. Siten ”would have purchased anyway” -argumentille ei nähdäkseni tulisi pääsääntöisesti antaa merkitystä edes rikosshyödyn kohtuullistamiskriteerinä. Kuitenkin poikkeuksellisissa tapauksissa sillä voi olla merkitystä kohtuullistamisen tai jopa koko menettämisseuraamuksen periaatteellisen määräämisen kannalta. Tällainen tilanne voidaan konstruoida silloin, kun rikosshyöty on muodostunut yrityskauppatilanteessa, jossa pörssiyhtiö on käyttänyt maksuvälineinä omia osakkeitaan, joiden arvo on virheellinen markkinoilla olevien väärin tietojen tms. seikkojen johdosta, ostaessaan ei-noteeratun, omistajapiiriltään rajatun joukon omistaman yhtiön tai sen liiketoiminnot. Kysymys on tällöin petokseen rinnastettavasta tilanteesta, jossa rikosshyödyn tuottavan erehdyttämisen kohteena ei olekaan kasvottomat markkinat vaan rajattu henkilöpiiri. Mikäli erehdytetty henkilöpiiri jälkikäteen asioiden todellisesta laidasta tietoisena ilmoittaa, ettei väärillä tiedoilla tms. osakkeen kurssia vääristäneillä seikoilla ole ollut merkitystä yritysjärjestelyn

³³⁴ Tapani 2004 s. 195–196.

³³⁵ Tapani asettaa tutkimuskysymyksensä seuraavasti: Millaiset normatiiviset kriteerit määrittävät sallitun ja kielletyn välistä rajaa yritysten välisessä liiketoiminnassa? (Tapani 2004 s. 9.)

³³⁶ Samuelsson 1991 s. 309–310, 313–314.

toteuttamisen kannalta, voitaneen katsoa, ettei rikos ole tuottanut lainkaan taloudellista hyötyä tai jos se on joltakin osin tuottanut hyötyä, niin sen määrää voitaneen kohtuullistaa.

Tekijän tahallisuuden tai tuottamuksen asteen merkitys voi nousta esille myös kohtuullistamiskysymyksenä. Tahallisuuden ja tuottamuksen merkitystä rikoshyödyn menettämisen kannalta tiedottamisrikoksessa on pohtinut Tapani. Ilmaisulle ”rikoksen tuottama taloudellinen hyöty” on siinä suhteessa ongelmallinen, ettei itse lain säännökseen sisälly määritteitä siitä, kuinka pitkälle kausaaliketju voi ulottua. Tapani on pyrkinyt kehittelemään normatiivisia mittapuita sille, milloin rikoksen tuottamaa hyötyä ei ole taroituksenmukaista tuomita menetetyksi. Tapanin käyttämien mittapuiden mukaan tiedottamisrikoksessa rajanveto hyödyn menettämisessä voisi kulkea siinä, tehtiinkö teko tahallisesti vai törkeästi huolimattomuudesta. Olenainen kysymys tässä arvioinnissa on siinä, tavoitteleeko henkilö tietoisesti taloudellista hyötyä vai ei.³³⁷ Tapanin näkemystä siitä, että rikoshyödyn menettäminen voidaan kytkeä tahallisuuteen tai tuottamukseen voidaan kritisoida, sillä menettämisseuraamus kytketään tällöin syyksiluettavuuteen. Kuitenkin jo mm. Honkasalo on katsonut, että rikoshyöty voidaan tuomita menetetyksi täysin sivulliseltakin henkilöltä, jolla ei ole mitään tietoa saamansa hyödyn rikollisesta alkuperästä³³⁸. Nykyäänkin RL 10:1 mahdollistaa menettämisseuraamuksen kohdistumisen mm. alle 15-vuotiaaseen tai syyntakeettomaan henkilöön. Siten menettämisseuraamuksen määräämättä jättäminen täysi-ikäiselle, syyntakeiselle rikosentekijälle itselleen tai esim. tämän edustamalle oikeushenkilölle pelkästään sillä perusteella, että teko on tehty törkeästi huolimattomuudesta eikä tahallisenä, ei ole nähdäkseni perusteltua. Suomalaisessa arvopaperimarkkinarikoksia koskevassa oikeuskäytännössä kysymys tahallisuuden tai törkeän huolimattomuuden vaikutuksesta menettämisseuraamuksen määräämiseen ei ole noussut ainakaan tuomioihin kirjoitettuna esiin eikä menettämisseuraamuksia ole sillä perusteella kohtuullistettu³³⁹.

Arvopaperimarkkinarikoksissa menetettävän hyödyn määrä saattaa nousta yksittäistapauksessa huomattavan suureksi, vaikka suomalaisessa oikeuskäytännössä useimmiten menetettäväksi vaadittu hyöty onkin jäänyt muutamia tuhansiin euroihin. Tällöin voi nousta esiin kysymys siitä, tu-

³³⁷ Tapani 2005 s. 13–16.

³³⁸ Honkasalo 1948 s. 129.

³³⁹ Aikaisemmin selostetuissa Pohjola-Conventumin (käräjäoikeus), Nordic Aluminiumin sekä Tampereen Puhelimen (käräjäoikeus) tapauksissa tahallisuuden puuttumiselle ei annettu merkitystä menettämisseuraamusta määrättäessä. Myöskään ympäristö- ja luonnonvararikoksissa tahallisuus- tai tuottamusarvioinnille ei ole yleensä annettu merkitystä menettämisseuraamusta määrättäessä.

lisiko näitä huomattavan suuria menettämisseuraamuksia kohtuullistaa jo pelkästään niiden rahallisen arvon vuoksi. Näissä tapauksissa on nähdäkseni kuitenkin huomattava se seikka, että rikoshyödyn menettämishälytyksellä pyritään vain ottamaan laittomasti saatu etu pois rikosentekijältä tai sivulliselta, joka on hyötynyt rikoksesta. Poikkeuksellisen korkea rikoshyöty syntyy sellaisesta rikoksesta, joka on itsessään poikkeuksellinen; siihen liittyy joko suuri taloudellinen intressi (esim. osakeanti) tai sitten markkinat ovat arvopaperin hintaa muodostaessaan olleet poikkeuksellisen merkittävän virheellisen tiedon varassa. Nämä seikat ovat tekijällä rikosta tehdessään tiedossaan, joten hän pystyy myös ennakoimaan rikollisesta menettelystä aiheutuvat seuraukset.

6.4 Vahinkoa kärsineiden sijoittajien asema

Oma kysymyksensä on, otetaanko menettämisseuraamusta määrättäessä ja mahdollisessa kohtuullistamisarvioinnissa huomioon vahingonkärsineen sijoittajan asema. Kysymys on siitä, voidaanko menettämisseuraamussäännöksiä käyttää välineinä sijoittajansuojan parantamiseksi. Rikoslain 10:11 mukaan vahingon kärsijällä on oikeus nostaa kanne valtiota vastaan, mikäli menettämisseuraamus koskee sellaista omaisuutta, joka voitaisiin tuomita asianomistajalle vahingonkorvauksena tai edunpalautuksena maksettavaksi. Sijoittajan asema arvopaperimarkkinarikoksia koskevissa varsinaisissa rikosprosesseissa on Suomessa heikko. KKO:n ratkaisussa 2000:82 todettiin, että arvopaperimarkkinarikokset kohdistuvat luonteeltaan laajaan, määrittelemättömään joukkoon ja rikosnormeilla pyritään suojaamaan ensisijaisesti markkinoiden toimivuutta ja luotettavuutta. Rikostunnusmerkistö täyttyy jo säännöksessä viitattujen määräysten rikkomisella eikä tunnusmerkistö edellytä, että teosta olisi aiheutunut jollekin vahinkoa tai vahingon vaaraa. Näin ollen KKO katsoi, ettei osakkeita merkinneillä sijoittajilla ollut asianomistaja-asemaa tiedottamisrikosta koskeneessa ns. Kansallisanti-prosessissa.

Suomessa on oikeuskäytännössä esiintynyt em. KKO:n ratkaisun jälkeksi yksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskenut tapaus³⁴⁰, jossa kaupan vastapuolet (3 henkilöä) selvitettiin ja joista vastapuolista yksi esitti vahingonkorvausvaatimuksen rikosoikeudenkäynnissä. Kyseisessä tapauksessa käräjäoikeus katsoi lainvoimaiseksi jääneellä ratkaisullaan, että henkilöillä ei kuitenkaan ole asianomistaja-asemaa eikä siten myöskään

³⁴⁰ Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 6342/20.6.2005 (R04/10852).

oikeutta esittää vahingonkorvausvaatimusta rikosprosessissa viitaten em. ratkaisuun KKO 2000:82.³⁴¹

KKO:n ratkaisua ovat kritisoineet mm. Häyrynen ja Kurenmaa, jotka ovat kiinnittäneet huomiota siihen, että vaikka arvopaperimarkkinarikoksilla suojellaan yhteisöllisiä oikeushyviä, on niillä selkeästi ymmärrettävän myös yksilöllisiä, sijoittajansuojaan liittyviä oikeushyviä. Sijoittajilla tulee olla käytettävissään riittävän tehokkaat jälkikäteiset oikeussuojakeinot, joilla he voivat puolustaa varallisuusetujaan.³⁴²

Vaikka KKO:n ratkaisu onkin prosessiekonomisesti rationaalinen, on Häyrysen ja Kurenmaan kritiikki perusteltua. Lainsäädäntömme tuntee lukuisia rangaistussäännöksiä, joiden suojeluobjektina on yhteisöllisiä oikeushyviä, mutta joissa myös yksityinen henkilö voi päästä asianomistaja-asemaan. Tyypillinen tällainen esimerkki on liikenneturvallisuuden vaarantaminen, jossa rikos voi täytyä jo pelkästään ylinopeutta ajamalla, mutta jossa onnettomuuden sattuessa asianomistajana ovat onnettomuuden muut osapuolet. Ratkaisevaa merkitystä ei nähdäkseni tule antaa sille, että liikenneturvallisuuden vaarantamisen tunnusmerkistö edellyttää abstraktia vaaraa toisen turvallisuudelle, kun tiedottamisrikoksessa ja sisäpiirintiedon väärinkäytössäkin on omaksuttu abstraktin vaaran (omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon) logiikka, johon on sisään rakennettu sijoittajien intressejä vaarantavan tilanteen vaatimus.³⁴³ Asianomistajan aseman määrittely näyttäisi olevan samanlainen ongelma kuin syy-yhteyden arviointi arvopaperimarkkinarikoksissa; kysymys on siitä, mitä kriteerejä asetetaan vahinkojen välittömyydelle, jotta korvausvastuu täyttyy ja toisaalta asianomistaja-asema syntyy.

Nähtäväksi jää, voivatko sijoittajat jatkossa saada suojaa intresseilleen siten, että syyttäjät esittää menettämiskaatumuksen rikosprosessissa ja mikäli menettämisseuraamus tuomitaan, sijoittajat kohdistavat jälkikäteen kanteensa RL 10:11:n nojalla valtiota vastaan³⁴⁴. Tällaisen menettelyn hyväksyminen

³⁴¹ Lappalaisen mukaan oikeus saada vahingonkorvausvaatimus tutkittavaksi rikosjutun yhteydessä ei edellytä asianomistajan asemaa. Asianomistajan käsitteestä ks. Lappalainen 1986 s. 17–21 ja vahinkoa kärsineen oikeudesta esittää korvausvaatimus ks. Lappalainen 1986 s. 134–143.

³⁴² Kurenmaa – Häyrynen 2006 s. 144–145.

³⁴³ Vrt. Lappalainen, jonka mukaan asianomistajaksi on vakiintuneesti katsottu vaarantamisrikoksissa välittömästi vaarannetun oikeushyvän haltija. Lappalainen 1986 s. 18.

³⁴⁴ Sijoittajansuojan kannalta heikkoutena voidaan pitää sitä, ettei myöskään uusi ryhmäkannelaki (444/2007) sen 1 §:n mukaan tule sovellettavaksi arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai julkisen ostotarjouksen tekijän menettelyä koskevassa riita-asiassa. Laki ei myöskään tule sovellettavaksi RL 10:11:n mukaisessa kanteessa valtiota vastaan, mikä voi aiheuttaa valtiolle huomattavia kustannuksia tilanteessa, jossa suuri joukko henkilöitä samaan rikosasiaan perustuen vaatii kanneteitse vahingonkorvausta tai edunpalautusta.

johtaisi myös siihen, että osakeantiin tai muuhun vastaavaan järjestelyyn osallistuneet sijoittajat saisivat intressinsä turvattua niissä tilanteissa, joissa rikoksella saatu hyöty on tullut arvopaperin liikkeeseenlaskijan käyttöön. Mikäli RL 10:11:n mukaisen menettelyn ei katsota olevan arvopaperimarkkinarikoksissa mahdollinen sijoittajansuojan toteuttamisessa, tulisi mielestäni harkita, olisiko lakia muutettava siten, että sijoittajien puolesta vahingonkorvausvaatimusta rikosprosessissa määrättäisiin ajamaan uskottu mies. Kysymys olisi hieman samankaltaisesta uskotun miehen määräyksestä kuin OYL:n mukaisissa vähemmistöosakkaiden lunastusriidoissa on kyseessä³⁴⁵. Asianomistajan kannalta nimenomaan arvopaperimarkkinarikoksissa prosessiekonomia puoltaa asian käsittelyä vain yhdessä oikeuskäsittelyssä, josta ei aiheudu asianomistajalle kuluriskiä. Syyttäjän mahdollisuudet ajaa riitaista vahingonkorvausvaatimusta ovat rajalliset.

6.5 Lopuksi

Knuts on todennut oikeusvarmuuden olevan olennainen osa yleisön arvopaperimarkkinoita kohtaan tunteman luottamuksen kannalta.³⁴⁶ Helsingin HO:n ratkaisut osoittavat, ettei arvopaperimarkkinarikoksissa menettämisseuraamuksen osalta tilanne ole ollut tyydyttävä; erilaisia ratkaisumalleja, jotka johtavat toisistaan hyvinkin poikkeaviin lopputuloksiin on sovellettu ilman, että erilaiselle soveltamiskäytännölle näyttäisi olevan asiallisia perusteita. Tilannetta ei voida pitää arvopaperimarkkinoilla toimivan henkilön oikeusturvan kannalta tyydyttävänä; hänen on kyettävä kohtuullisessa määrin ennakoimaan tekonsa seuraukset. Ennakoitavuus on rikosoikeusjärjestelmän keskeinen periaate riippumatta siitä, ovatko sanktioiden tasot sitten lievempiä tai ankarampia. Sanktioiden taso on puolestaan poliittisen päätöksenteon ja sen antamien raamien sisällä toimivien tuomioistuinten ratkaisujen tulos.

Helsingin HO:n hajanainen oikeuskäytäntö on puolestaan tulos siitä, että esitetyt menettämisseuraamusvaatimukset ovat poikenneet perustana käytettyjen laskentamallien osalta toisistaan. Yhtenäistä oikeuskäytäntöä ei synny, mikäli prosessin osapuolet – syyttäjät ja asianajajat – eivät tarjoa tuomioistuimelle mahdollisuutta argumentoida kaikista asiassa mahdollisesti relevanteista seikoista. Arvopaperimarkkinarikosten menettämisseu-

³⁴⁵ Uskottu mies voidaan OYL 18:5:n mukaan määrätä valvomaan vähemmistöosakkeiden lunastusta koskevassa välimiesmenettelyssä vähemmistöosakkeenomistajien etua. Uskotulla miehellä on mm. oikeus ja velvollisuus esittää välimiesmenettelyssä vähemmistöosakkeenomistajien puolesta näiden asiaa tukevia seikkoja ja näyttöä.

³⁴⁶ Knuts 2007 s. 64–65.

raamuksia koskevan oikeuskäytännön osalta myös Rahoitustarkastuksen rooli on ollut käytännössä merkittävä. Vasta sen jälkeen voidaan myös tuomioistuimilta vaatia ja odottaa johdonmukaista ratkaisukäytäntöä, kun Rahoitustarkastus ja varsinaisen oikeudenkäynnin hoitavat syyttäväviranomaiset esittävät johdonmukaisia vaatimuksia.

LÄHTEET

Kirjallisuus ja artikkelit

- Afrell Lars – Haag Göran – Klahr Håkan – Wallden Catarina: Insiderlagen. En lagkommentar. Stockholm: Allmänna förl. 1991 (Afrell 1991)
- Ailio, Erkki: Esinekonfiskaatio Suomen rikosoikeudessa. Rikosoikeudellinen tutkimus. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys 1964. (Ailio 1964a)
- Ailio, Erkki: Rikosoikeudellisen konfiskaation tarkoituksesta. DL 1964 s. 325–329 (Ailio 1964b)
- Alexander, R. C. H: Insider Dealing and Money Laundering in the EU: Law and Regulation. Aldershot: Ashgate 2007. (Alexander 2007)
- Annola, Vesa: Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turku: Turun yliopisto 2005. (Annola 2005)
- Avgouleas, Emilios: The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A Legal and Economic Analysis. Oxford: Oxford University Press 2005. (Avgouleas 2005)
- Becker, Gary S.: Crime and Punishment. An Economic Approach. Journal of Political Economy 1968 s. 169–217. (Becker 1968)
- Haapanen, Olli: Arvopaperimarkkinarikokset ja rikoshyödyn menettäminen. S. 33–62 teoksessa Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Toim. Pekka Koponen – Raimo Lahti – Timo Ojala. Helsinki: Helsingin hovioikeus 2007. (Haapanen 2007)
- Haapaniemi Ossi: Osakeperusteisten kannustinjärjestelmien verokohtelu. Helsinki: WSOYpro 2006. (Haapaniemi 2006)
- Heinsius, Theodor: The Federal Republic of Germany I: The Current Self-Regulatory System. Teoksessa Insider Trading in Western Europe. Current Status. Editors Gerhard Wegen and Heinz-Dieter Assman. London: Graham & Trotman and International Bar Association 1994. (Heinsius 1994)
- Helaniemi, Erkki – Kallunki, Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko: Optiot – Onni vai onnettomuus. Helsinki: WSOY 2003. (Helaniemi et al. 2003)
- Hemmo, Mika: Vahingonkorvausoikeus. Helsinki: WSOYpro 2005. (Hemmo 2005)
- Herrington, Tim – Glover, Jason: The United Kingdom. Teoksessa: Insider Trading in Western Europe. Current Status. Editors Gerhard Wegen and Heinz-Dieter Assman. London: Graham & Trotman and International Bar Association 1994. (Herrington – Glover 1994)
- Honkasalo, Brynolf: Rikoksen tuottaman hyödyn menettäminen. LM 1948 s. 115–140. (Honkasalo 1948)

- Hopt, Klaus J: The European Insider Dealing Directive. *Common Market Law Review* 1990 s. 51–82. (Hopt 1990)
- Huovinen, Sakari: Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys 2004. (Huovinen 2004)
- Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö, Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys 2006. (Häyrynen 2006)
- Jareborg, Nils: Allmän kriminalrätt. Uppsala: Iustus 2001. (Jareborg 2001)
- Joona, Hannu: Sisäpiirintiedon olennaisuus ja hyötymistarkoitus. S. 127–139 teoksessa *Kirjoituksia talousrikosoikeudesta*. Toim. Pekka Koponen – Raimo Lahti – Timo Ojala. Helsinki: Helsingin hovioikeus 2007. (Joona 2007)
- Kariola Raija – Niemelä Jaakko – Angervuo Hannu: Yritys sijoittajamarkkinoilla – sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet. Helsinki: WSOY 2004. (Kariola 2004)
- Knuts, Märten: Kursmanipulation i omvandling. *JFT* 5/2004 s. 559–588. (Knuts 2004)
- Knuts, Märten: Information på värdepappersmarknader i USA – Vad kan den gamla världens lära sig av exkursioner i den nya världens historia? Teoksessa *With Wisdom*. Helsinki: Waselius & Wist 2007. (Knuts 2007)
- Korkka, Heli: Hyötykonfiskaatiokanne arvopaperimarkkinarikosten seuraamuksena. *Julkaisematon pro gradu -tutkielma*. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 2007. (Korkka 2007)
- Korva, Mika: Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena. *DL* 2004 s. 432–454.
- Kurenmaa, Tero: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys 2003. (Kurenmaa 2003)
- Kurenmaa, Tero – Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinarikokset. Espoo: Poliisiammattikorkeakoulu 2006. (Kurenmaa – Häyrynen 2006)
- Laittoman taloudellisen hyödyn laskeminen ja valtiolle menettäminen eräissä ympäristörikoistapauksissa, Suomen ympäristökeskuksen julkaisu, Helsinki 1997.
- Lappalainen, Juh: Vahingonkorvausvaatimuksesta rikosjutussa. *Prosessioikeudellinen tutkimus*. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys 1986. (Lappalainen 1986)
- Matningsdal, Magnus: *Inndragning*. Oslo: Universitetsforlaget AS 1987. (Matningsdal 1987)
- Millington, Trevor – Sutherland Williams, Mark: *The Proceeds of Crime. Law and Practice of Restraint, Confiscation and Forfeiture*. Oxford: Oxford University Press 2003. (Millington – Sutherland Williams 2003)
- Minenna, Marcello: *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*. N.45 Febbraio 2001, Commissione Nazionale Per Le Società E La Borsa. (Minenna)
- Määttä, Kalle – Pihlajamäki, Heikki: Rikoksen hinta. *Taloustieteellinen näkökulma rikosoikeushistoriaan*. Helsinki: Talentum / Lakimiesliiton kustannus 2003. (Määttä – Pihlajamäki 2003)
- Määttä, Kalle – Rautio, Jaakko: Hyötykonfiskaatio: nettohyödyn konfiskoinnista laajennettuun hyötykonfiskaatioon. Teoksessa *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen* 3. Toim. Vesa Kannianen – Kalle Määttä. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus 1999. (Määttä – Rautio 1999)
- Nuotio, Kimmo: Eurooppalaistuva rikosoikeus. Teoksessa: *EU-oikeuden perusteita II – aineellisen EU-oikeuden aloja ja ulottuvuuksia*. Toim. Tuomas Ojanen ja Arto Haapea. Helsinki: Edita 2007. (Nuotio 2007)

- Nuutila, Ari-Matti: Rikosoikeudellinen huolimattomuus. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus 1996. (Nuutila 1996)
- Nuutila, Ari-Matti: Oikeustapauskommentti ratkaisusta KKO 1999:89. Teoksessa KKO:n ratkaisut kommentein II/1999. Toim. Pekka Timonen. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus 1999. (Nuutila 1999)
- Parkkari, Ville: Osakkeen kurssimuutokset ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö oikeuskäytännössä. S. 211–232 teoksessa Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Toim. Pekka Koponen – Raimo Lahti – Timo Ojala. Helsinki: Helsingin hovioikeus 2007. (Parkkari 2007)
- Rautio, Jaakko: Hyötykonfiskaatiokanne. Helsinki: WSOYpro 2006. (Rautio 2006)
- Rudanko, Matti: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus 1998. (Rudanko 1998)
- Samuelsson, Per: Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationgivning på aktiemarknaden. Stockholm: Norstedt 1991. (Samuelsson 1991)
- Samuelsson, Per – Afrell, Lars – Cavallin, Samuel – Sjöblom, Nils: Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet. En kommentar. Stockholm: Norstedt Juridik 2005. (Samuelsson 2005)
- Solimena, Luigi: Italy. Teoksessa Insider Trading in Western Europe. Current Status. Editors Gerhard Wegen and Heinz-Dieter Assman. London: Graham & Trotman and International Bar Association 1994. (Solimena 1994)
- Stout, Lynn A. The Investor Confidence Game. Research Paper No 02-18. University of California, School of Law, Research Paper Series. (Stout 2002)
- Tapani, Jussi: Petos liikesuhteessa. Talousrikosoikeudellinen tutkimus. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys 2004. (Tapani 2004)
- Varian, Hal R.: Intermediate Microeconomics. A Modern Approach. Fourth Edition. New York & London: Norton 1996. (Varian 1996)
- Viljanen, Pekka: Rikoksen tuottaman taloudellisen hyödyn arvioimisesta. S. 523–540 teoksessa Rikosoikeudellisia kirjoitelmia VI. Toim. Raimo Lahti. Suomalainen Lakimiesyhdistys 1989. (Viljanen 1989)
- Viljanen, Pekka: Rikoslain uuden 10-luvun mukaisesta hyödyn menettämisestä ja laajenetusta hyödyn menettämisestä. DL 2002 s. 3–20. (Viljanen 2002)
- Viljanen, Pekka: Konfiskaatio rikosoikeudellisena seuraamuksena. Helsinki: Edita 2007. (Viljanen 2007)

Virallislähteet

- HE 36/1920 – Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi rikoslain 2 luvun, 4,5 ja 16 §:n sekä 28 luvun 1 §:n muuttamisesta toisin kuuluviksi. HE 36/1920
- HE 53/1988 – Hallituksen esitys laiksi kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
- HE 157/1988 – Hallituksen esitys arvopaperimarkkina-laiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi HE 157/1988
- HE 52/1997 – Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain muuttamisesta HE 52/1997
- HE 254/1998 – Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä
- HE 80/2000 – Hallituksen esitys Eduskunnalle menettämiseseuraamuksia koskevan lainsäädännön uudistamiseksi HE 80/2000

- HE 137/2004 – Hallituksen esitys arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta HE 137/2004
HE 38/2005 – Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta HE 38/2005
HE 154/2006 – Hallituksen esitys ryhmäkannelaiksi ja laiksi Kuluttajavirastosta annetun lain muuttamisesta HE 154/2006
TaVM 4/2005 – Talousvaliokunnan mietintö 4/2005 vp – Hallituksen esitys laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta
KM 1991:48 – Yhdentynvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö. Komiteamietintö 1991:48. Valtion Painatuskeskus 1991.
KM 1989:36 – Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikaupakomitean II osamietintö. Komiteamietintö 1989:36. Valtion Painatuskeskus 1989.

Ulkomaat:

- Regeringens Prop. 1990/91:42 Om insiderhandel.
Regeringens Prop. 2004/05:142 Marknadsmisbruk.
Regeringens Prop. 2004/05:135 Utökade möjligheter att förverka utbyte av och hjälpmedel vid brott m.m.
Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö), KOM(2001) 281 lopullinen, annettu 30.5.2001, EYVL C 240 E, 28.8.2001.
Report Pursuant to Section 308(c) of the Sarbanes Oxley Act of 2002, julkaistu 24.1.2003. (Sarbanes Oxley Report)

Oikeuskäytäntö

- KKO 1999:89
KKO 2004:73
KKO 2006:110
KKO 2007:1
KKO 2008:32
KHO 2002:58
Helsingin HO:n tuomio nro 3808/9.9.1993 (R92/969) – Cultor Oy
Helsingin HO:n tuomio nro 3880/8.9.1994 (Dnro R 93/2387) – Elektrotel Oy
Helsingin HO:n tuomio nro 2505/9.5.1996 (R94/333) – Novera Oy
Helsingin HO:n tuomio nro 3480/10.12.1999 (R98/935) – Amer Oyj
Helsingin HO:n tuomio nro 1722/21.6.2001 (R00/2678) – Kansallisanti
Helsingin HO:n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj
Helsingin HO:n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654) – YIT-Yhtymä Oyj
Helsingin HO:n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj
Helsingin HO:n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj
Helsingin HO:n tuomio nro 27/5.1.2007 (R05/2503) – Satama Interactive Oyj
Helsingin HO:n tuomio 5.7.2007 (R06/790) – TJ Group Oyj
Helsingin HO:n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj
Rovaniemen HO:n tuomio nro 579/23.6.2004 (R04/328)
Turun HO:n tuomio nro 2549/31.10.2005 (R05/513)

Helsingin raastuvanoikeuden rikosasian pöytäkirja ja päätös (tuomio) 18.10.1993 (R 91/8745) – Elektrotel Oy
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 14795/30.6.2000 (R00/869) – Siljola
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 02/11962 – Tampereen Puhelin Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio 02/7385 – YIT-Yhtymä Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio 03/3219 – Talentum Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 6937/11.7.2003 (R03/1412) – Leskinen
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 04/5335 7.6.2004 (R03/6460) – Nordic Aluminium Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 6342/20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 06/903 26.1.2006 (R05/652 – TJ Group Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/9763 18.10.2006 (R06/1266) – Conventum Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 10393/15.11.2006 (R06/1122) – Stonesoft Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio 06/461 19.2.2007 (R06/7237) – Benefon Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 07/3001 23.3.2007 (R05/11225) – Nedecon – Endero Oyj
 Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 07/3834 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj
 Helsingin KäO:n tuomio nro 07/9915 31.10.2007 (R06/3894) – Jippii Group Oyj / Saunalahti Oyj

Ruotsi:

NJA 1992:112 – NJA 1992 s. 691

NJA 1994:73 – NJA 1994 s. 404

RH 1997:82

RH 2005:14

Viranomaispäätökset ja itsesääntelynormit

Rahoitustarkastuksen päätös 21.9.2007 Dnro 8/230/2007

Rahoitustarkastuksen päätös 18.1.2008 Dnro 1/445/2008

Rahoitustarkastuksen päätös 3.3.2008 Dnro 4/445/2008

Arvopaperipörssin säännöt, voimassa 15.2.2007 lukien

KKO:n arkisto

KKO 2006:110 oikeudenkäyntimateriaali: Esitutkintapöytäkirja 6070/R/114125/00.

Internet-lähteet

Arvopaperi –lehden internet-pörssipalvelu, (<http://porssi.arvopaperi.fi/details/details.aspx?id=FISHNOA1V>, viittauspäivä 19.10.2007)

Ohjeellinen taulukko rikemaksun soveltamisesta,

<http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Sanktiot/Rikemaksu/rikemaksut.htm>, viittauspäivä 19.9.2007

Outokumpu Oyj:n lehdistötiedotteet: Outokumpu Oyj:n osavuositarkastus 23.10.2006, Outokumpu Technology Oyj:n osakemyynti ja listautuminen 25.9.2006.
www.outokumpu.com
SEC Litigation release No. 19657 / April 17, 2006 – <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19657.htm>;
Tycon lehdistötiedote 15.5.2007 – <http://www.tyco.com/livesite/Page/Tyco/Who+We+Are/Press+Center/Press+Releases+Details/??&DCRID=1952138796>;
Tyco Trial: Jurist Legal News & Research – uutispalvelu, University of Pittsburgh, School of Law – <http://jurist.law.pitt.edu/currentawareness/tyco.php>
Talentum Oyj:n vuosikertomus v:lta 1999 s. 36–37 http://www.talentum.fi/fi/sijoittajille/yritys_ ja_ markkinat/ tulostulokset/ vuosikertomukset/ vsk1999fin.pdf, viittauspäivä 18.10.2007.

Muut lähteet

VKSV:n haastehakemukset R05/3 (25.1.2005) ja R05/20 (10.6.2005) – TJ Group Oyj
Rahoitustarkastuksen tutkintapyyntöön liite 14, päivätty 7.4.2003 (KRP:n esitutkintapöytäkirjan 2400/R/276/03 liitesivut 399–409) sekä Rahoitustarkastuksen lausunto 27.11.2006 (KRP:n esitutkintapöytäkirjan 2400/R/276/03 Li3 liitesivut 27–31) – Jippii Group Oyj
Rahoitustarkastuksen lausunto 22.12.2004 – TJ Group Oyj
Rahoitustarkastuksen lausunto 9.2.2006 – Benefon Oyj
Prof. Teppo Martikaisen lausunto: ”Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon”, asiantuntijalausunto 9.11.1999 Helsingin käräjäoikeuden tapauksessa R00/869. (Martikainen 1999)
Prof. Matti Sillanpään lausunto TJ Group Oyj:n jutussa 5.12.2006
OTT, dosentti Jussi Tapanin lausunto TJ Group Oyj:n jutussa 22.8.2005 (Tapani 2005)
Prof. Pekka Viljasen lausunto TJ Group Oyj:n jutussa 15.8.2005

Kaarlo Hakamies

FORFEITURE OF THE PROCEEDS OF SECURITY MARKETS OFFENCES

This paper deals with forfeiture of the proceeds of security markets offences in the context of the Finnish Penal Code. Especially, the purpose of the paper is to discuss the several methods which have been developed to calculate the proceeds of crime. Finally, the paper proposes one of the methods to be applied to the Finnish legal praxis.

According to the Finnish Penal Code, the proceeds of crime shall be ordered forfeit to the State (chapter 10 sec. 2). The possibility to confiscate proceeds of crime could be seen to be even more significant in security markets offences³⁴⁷ compared to other crimes. In practice, punishments in security markets offences have been fines or conditional imprisonments. The maximum corporate fine amounts to EUR 850,000. On the other hand, the proceeds gained by a security markets offence can easily exceed the maximum corporate fine. In most of the cases, it is challenging to calculate the economic value of the proceeds of security markets offences.

Security markets regulation has a very strong international dimension. The EU has aimed to develop common security markets by integration of regulation. The EU has also aimed to integrate regulation concerning forfeiture of the proceeds of crime. Within the EU countries, however, seem to be several practices to define forfeiture of the proceeds of security markets offences.

Several methods have been developed to define and calculate the proceeds of security markets offences. In USA the Security Exchange Commission (SEC) has developed two econometric models (potential deterministic disgorgement and potential econometric disgorgement) which have been applied in USA. Also Italy has developed its own econometric model (potential probabilistic disgorgement). Sweden, however, is using a non-econometric method, which compares two alternatives: legal and illegal action. In the “Swedish model” the proceeds of crime are defined to be the difference between legal and illegal action.

In Finland, there is no single method applied in the court praxis. The paper proposes that Finland should widely use the Swedish model in defining and calculating the proceeds of securities markets offences.

³⁴⁷ Abuse of insider information (chap. 51 sec. 1), Market price distortion (chap. 51 sec. 3), Security markets information offence (chap. 51 sec. 5)