



Turun yliopisto  
University of Turku

# **ARVOPAPERIMARKKINARIKOKSET SUOMALAISEN OIKEUSKÄYTÄNNÖN VALOSSA**

Yritysjuridiikan pro gradu -tutkielma

Laatija:

Juhana Tegelberg 417424

Ohjaajat:

Professori Matti Sillanpää

Professori Reijo Knuutinen

11.11.2014

Turku



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics



## Sisällys

1	JOHDANTO .....	1
1.1	Tausta .....	1
1.2	Tutkimusongelma ja aiheen rajausta .....	2
1.3	Tutkielman metodi .....	3
1.4	Lähteet .....	5
1.5	Tutkimuksen rakenne .....	7
2	ARVOPAPERIMARKKINARIKOSTEN SÄÄNTELY SUOMESSA .....	8
2.1	Yleistä arvopaperimarkkinarikosten sääntelyn historiasta .....	8
2.2	Yleistä talousrikollisuuden sääntelystä .....	9
2.3	Arvopaperimarkkinarikosten esiintyvyys Suomessa .....	10
2.4	Arvopaperimarkkinarikosten sääntelyn tavoitteet .....	12
2.5	Arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöjen avoimuus ja laillisuusperiaate .....	13
2.5.1	Tunnusmerkistöjen avoimuus .....	13
2.5.2	Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate suhteessa avoimiin tunnusmerkistöihin .....	15
3	SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ SUOMALAISESSA OIKEUSKÄYTÄNNÖSSÄ .....	19
3.1	Yleistä sisäpiirintiedon väärinkäyttör rikoksesta .....	19
3.2	RL 51:1 §:n mukainen kriminalisointi – tunnusmerkistön kuvaus .....	20
3.3	SISÄPIIRINTIEDON MÄÄRITELMÄ .....	20
3.3.1	Sisäpiirintiedon määritelmä arvopaperimarkkinalaissa .....	20
3.3.2	Yleistä sisäpiirintiedon määritelmästä .....	21
3.3.3	Liityntä arvopaperiin .....	22
3.3.4	Tiedon täsmällisyys .....	28
3.3.5	Julkistamaton tieto .....	33
3.3.6	Tiedon olennaisuus .....	37
3.4	Rikoksen tekijä .....	42
3.4.1	Yleistä .....	42
3.4.2	Ensisijainen sisäpiiri .....	42
3.4.3	Toissijainen sisäpiiri .....	44
3.5	Tekotavat .....	45
3.5.1	Hyötymistarkoitus .....	45
3.5.2	Tahallisuus ja törkeä huolimattomuus .....	50
3.5.3	Arvopaperin luovuttaminen tai hankkiminen omaan tai toisen lukuun .....	56

3.5.4	Neuvominen suoraan tai välillisesti .....	59
3.6	Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö .....	61
3.6.1	Erityisen suuren hyödyn tavoittelu .....	62
3.6.2	Vastuullisen aseman hyväksikäyttö .....	63
3.6.3	Erityinen suunnitelmallisuus.....	64
4	<b>MARKKINOIDEN/KURSSIN VÄÄRISTÄMINEN SUOMALAISESSA OIKEUSKÄYTÄNNÖSSÄ.....</b>	<b>66</b>
4.1	Yleistä markkinoiden/kurssin vääristämiskoksesta .....	66
4.2	RL 51:3 §:n mukainen kriminalisointi – tunnusmerkistön kuvaus .....	68
4.3	Rikoksen tekijä.....	69
4.4	Tekotavat.....	70
4.4.1	Harhaanjohtavat tarjoukset ja näennäiskaupat.....	70
4.4.2	Toimet, jotka ovat omiaan antamaan väärän kuvan rahoitusvälineen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta.....	72
4.4.3	Toimet, joilla saadaan rahoitusvälineen hinta epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle.....	74
4.4.4	Rahoitusvälinettä koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon julkaiseminen tai levittäminen .....	76
4.5	Vääristämistä- ja hyötymistarkoitus.....	78
4.6	Törkeä markkinoiden/kurssin vääristäminen .....	80
4.6.1	Laajamittainen taloudellinen vahinko.....	80
4.6.2	Heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan ....	81
5	<b>ARVOPAPERIMARKKINOITA KOSKEVA TIEDOTTAMISRIKOS SUOMALAISESSA OIKEUSKÄYTÄNNÖSSÄ .....</b>	<b>82</b>
5.1	Yleistä tiedottamisrikoksesta .....	82
5.2	RL 51:5 §:n mukainen kriminalisointi – tunnusmerkistön kuvaus .....	84
5.3	Rikoksen tekijä.....	84
5.3.1	Vastuun kohdentuminen tunnusmerkistön 1 kohdan osalta .....	84
5.3.2	Vastuun kohdentaminen tunnusmerkistön 2 kohdan osalta.....	85
5.4	Tahallisuus ja törkeä huolimattomuus .....	88
5.5	Tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön 1 kohta .....	90
5.5.1	Rahoitusvälineen markkinointi tai vaihdanta elinkeinotoiminnassa	90
5.5.2	Totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus.....	91
5.6	Tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön 2 kohta: tiedonantovelvollisuuden rikkomisen sääntely.....	92
5.6.1	Olellisuuskriteeri AML:n mukaisessa tiedonantovelvollisuudessa	93
5.6.2	Arvopaperimarkkinallain mukainen tiedonantovelvollisuus .....	95

6	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	104
	LÄHTEET .....	106
	LIITTEET .....	113

**Lyhenteet:**

AML	Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746
CESR	Committee of European Securities Regulators
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
FIVA	Finanssivalvonta
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
KKO	Korkein oikeus
MAD	Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003/6/EC
RATA	Rahoitustarkastus
RL	Rikoslaki 19.12.1889/39
RL 51	Rikoslain 51 Luku 14.12.2012/753
VAML	Vanha arvopaperimarkkinalaki 495/1989



# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tausta

Yritysrahoituskysymykset tulevat esille jo yritystoiminnan perustamisvaiheessa. Yrityksen perustajat sijoittavat itse usein varoja yritystoimintaan, mutta heillä on harvoin riittävästi varoja, joilla yritystoiminnan vaatimat investoinnit saadaan järjestettyä. Yritykset hakevat ulkopuolista rahoitusta rahoitusmarkkinoilta, joiden tehtävänä on saattaa rahan tarvitsijat ja tarjoajat yhteen. Rahoitusmarkkinoiden toimivuudesta vastaavat siellä toimivat instituutiot kuten pankit ja muut rahoituslaitokset. Toimivat rahoitusmarkkinat ovat elinehto, jotta yritykset ja talouselämä yhteiskunnassa toimisivat tehokkaasti.<sup>1</sup>

Rahoitusmarkkinoiden keskeinen tehtävä on allokoida varoja yhteiskunnan ylijäämäisiltä talousyksiköiltä rahoitusaliylijäämäisille talousyksiköille. Ne saattavat yhteen pääomaa tarvitsevia yksityis- ja julkisoikeudellisia yhteisöjä ja henkilöitä, jotka haluavat sijoittaa varoja yhteisöihin hankkimalla niiden liikkeeseen laskemia arvopapereita. Yhteiskunnalla on vahva intressi luoda toimivat rahoitusmarkkinat, joilla markkinaosapuolilla on riittävä luottamus markkinoiden oikeudenmukaiseen toimintaan. Eri markkinatoimijoilla täytyy olla luottamus siihen, että sijoittamisen riskit liittyvät rahoitusvälineiden arvonmuutoksiin ja arvopapereita liikkeeseen laskeneiden yhteisöjen taloudelliseen kannattavuuteen, eivätkä muiden markkinatoimijoiden aiheuttamiin markkinarakenteiden vääristymiin tai uhkaan markkinaosapuolten epäeettisestä ja moraalittomasta toiminnasta.<sup>2</sup> Arvopaperimarkkinoiden yhteiskunnallisen merkityksen korostuminen yritysten rahoituskanavana sekä eri markkinatoimijoiden sijoitus- ja säästämismuotona on lisännyt merkitystään voimakkaasti. Epävarmuutta arvopaperimarkkinoilla ovat aiheuttaneet monet eri tekijät, kuten esimerkiksi suuret kurssiheilahtelut ja eri liikkeeseenlaskijoiden aiheuttamat markkinoilla ilmenneet väärinkäytökset. Suomessa 1990-luvun loppupuolella IT-kuplan aikoihin listautuneet liikkeeseenlaskijat antoivat ylioptimistisia lupauksia yrityksen tulevaisuudesta. Suhdanteen kääntyessä laskuun liikkeeseenlaskijat saattoivat pimittää tietoa markkinoilta ja yritysten sisäpiiriläiset saattoivat "oikea-aikaisesti" luopua osakeomistuksistaan. Sisäpiiriläisillä on aina muita markkinatoimijoita parempaa ja yksityiskohtaisempaa tietoa yrityksen tilasta ja kiusaus tämän tiedon

---

<sup>1</sup> Niskanen & Niskanen 2007, s. 9.

<sup>2</sup> HE 157/1988 s. 3 & Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 1–2.

hyödyntämiselle on suuri.<sup>3</sup> Kuluneiden vuosikymmenien aikana rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet kovaa vauhtia. Pääomavirrat ja rahoituspalvelujen tarjonta ovat lisääntyneet ja kansainvälistyneet sekä markkinoiden yleinen tehokkuus on tietotekniikan kehityksen ansiosta lisääntynyt ja markkinat ovat rakenteellisesti muuttuneet. Rahoituspalveluiden valikoima on monipuolistunut merkittävästi, joka on seurausta juuri tietotekniikan kehityksestä alalla, sääntelyn purkamisesta ja verotuksen rakenteellisista muutoksista. Rahoitusmarkkinoiden muutosta kiihdyttänyt tekijä on myös ollut Suomen liittyminen ensin Euroopan talousalueeseen vuonna 1992 ja vuonna 1995 liittyminen Euroopan unionin jäseneksi. Kansainvälisen kilpailun avaaminen on johtanut Suomalaisten rahoituspalveluliiketoimintaa harjoittavien yritysten kilpailullisempaan markkinaympäristöön, kuin mihin aikaisemmin oli totuttu. Myös alalla toimivien yritysten liiketoiminta on muuttunut enemmän riskien uudelleenkohtamiseen ja hinnoitteluun, kun aiemmin toimialan tehtävänä oli lähes yksinomaan rahoituksen- ja maksujenvälitys. Erityisesti osakemarkkinoiden kasvun on katsottu parantaneen uusien, innovaativisten ja riskialttiiden uusien yritysten ja hankkeiden rahoitusmahdollisuuksia verrattuna tilanteeseen pari vuosikymmentä sitten. Myös markkinoiden kansainvälistymisestä johtuvat pyrkimykset kansallisten valvontakäytäntöjen yhdenmukaistamiseksi asettavat uusia vaatimuksia rahoitusvalvonnalle, kun kansallisten valvontaviranomaisten välisen yhteistyön merkitys kasvaa. Yhteistyön merkitys korostuu erityisesti valvottaessa monikansallisia rahoitusalan konserneja, joiden määrän ja koon ennakoidaan tulevaisuudessa kasvavan.<sup>4</sup>

## 1.2 Tutkimusongelma ja aiheen raja

Tämän tutkimuksen tavoite on jäsentää ja tulkita oikeussääntöjä, jotka muodostavat arvopaperimarkkinarikosten sääntelyn Suomessa. Tässä tutkimuksessa tutkitaan millaisia johtopäätöksiä arvopaperimarkkinarikosten oikeuskäytännöstä Suomessa voidaan tehdä. Tarkoituksena on jäsentää arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistön tulkintaa ja näin hahmottaa oikeussääntöjen tarkoitusta. Arvopaperimarkkinalain 51 luvun arvopaperimarkkinarikoksista on Suomessa jonkin verran oikeuskäytäntöä, joka toimii tämän tutkielman tutkimusaineistona. Kaikkien oikeusasteiden oikeuskäytäntöä tullaan tässä tutkielmassa soveltamaan, jotta saadaan mahdollisimman laaja käsitys tuomioistuinten tulkinnasta koskien arvopaperimarkkinarikoksia. Tutkielman tuloksina toivon voivani esittää näkökulmia eri markkinatoimijoille siitä, missä menee

---

<sup>3</sup> Häyrynen 2006, s. 1.

<sup>4</sup> HE 175/2002 s. 21-22.



hyväksytyin ja ei-hyväksytyin arvopaperimarkkinatoiminnan raja koskien arvopaperimarkkinarikoksia. Selvää on, että arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöt on laissa tarkoituksella jätetty avoimiksi ja tulkinnanvaraisiksi, jolloin vasta oikeuskäytäntö osoittaa miten näitä sääntöjä tulee tulkita.

Tässä tutkielmassa keskitytään tulkitsemaan vain Suomen Rikoslain 51 luvun arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöjä oikeuskäytännön avulla. Tutkielmassa tutkitaan vain luonnollisten henkilöiden rangaistusvastuuta. Tutkielmassa käytetty oikeuskäytäntö rajataan koskemaan vain Suomen oikeuskäytäntöä.<sup>5</sup> Tutkielman ulkopuolelle on jätetty Finanssivalvonnan hallinnolliset sanktiot sekä oikeushenkilön rangaistusvastuu. Ulkopuolelle on myös jätetty Finanssivalvonnan, poliisin ja syyttäjän tutkintakeinot näytön hankkimiseksi vastaajia vastaan tuomioistuimessa.

### 1.3 Tutkielman metodi

Tutkimuksen aihe ja tavoite määrittelevät tässä tutkimuksessa käytettävää metodia. Oikeussääntöjen tulkinnassa ja jäsentämisessä käytetään lainopillista tutkimusmetodia. Lainopillista tutkimusmetodia käytettäessä tulee ottaa erityishuomioon arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristö. Arvopaperimarkkinoiden muodostama toimintaympäristö muodostaa tämän tutkimuksen kontekstin. Tutkimuskohteeni tutkii olemassa olevaa oikeutta, ja tarkoituksena on selvittää olemassa olevien oikeussääntöjen sisältö ja tulkita niitä oikeustapausten avulla.

Arvopaperimarkkinoiden konteksti heijastuu laintulkintamettiin, jolla arvopaperimarkkinarikossääntelyä arvopaperimarkkinoilla tulkitaan. Tämän tutkielman metodi voidaankin nähdä olevan yhdistelmä arvopaperimarkkinoiden muodostamaa toimintaympäristöä ja perinteistä lainoppia. Tästä yhdistelmästä syntyy metodi, josta voidaan käyttää nimitystä markkinalähtöinen tulkintametsodi. Soveltamalla

---

<sup>5</sup> Suomalaisen oikeuden näkökulmasta on syytä korostaa, että oikeusvertailut USA:n tai muun common law maan oikeuteen arvopaperimarkkinarikosasioissa tulee suorittaa huolellisesti ja kriittisesti. Esim USA:n oikeuden teorianmuodostus arvopaperimarkkina-asioissa poikkeaa poikkeaa joiltakin osin MAD:n eurooppalaisesta versiosta. USA:n oikeuskäytäntö arvopaperimarkkina-asioissa sisältää sekä siviilioikeudellista oikeuskäytäntöä, että sanktio-oikeudellista oikeuskäytäntöä. USA:n oikeuden vastuuntoteuttamismuodot arvopaperimarkkinaympäristössä eroaa class action –instituution vuoksi rakenteeltaan huomattavasti eurooppalaisista vaihtoehtoista. Vaikka USA:n oikeuden teoriat ja käytännöt epäilemättä ovat sofistikoituneet ja oikeuskäytäntö verrattain rikasta, olisi siten muun muassa edellä mainituista eroavaisuuksista johtuen suhtaduttava kriittisellä mielenkiinnolla USA:n oikeuden reseptioon Suomessa.

markkinalähtöistä tulkintametodia arvopaperimarkkinoiden rikosoikeudelliseen kontekstiin aikaansaadaan yhteiskunnallinen ohjausväline, jonka avulla voidaan tutkia arvopaperimarkkinoita tehokkuus- ja hyötynäkökulmasta, loukkaamatta kuitenkaan markkinatoimijoiden markkinoita kohtaan kokemaa luottamusta.<sup>6</sup>

Markkinalähtöisen tulkintametodin lähtökohdat ovat oikeustaloustieteessä, jonka tarkoituksena on lainsäädännön taloudellinen analyysi eli sääntelyvaihtoehtojen ja ratkaisukäytäntöjen taloudellisten vaikutusten arvoiminen sekä siihen perustuvat kannanotot eri vaihtoehtojen hyvistä ja huonoista puolista sekä keskinäisestä paremmuudesta.<sup>7</sup> Oikeustaloustieteessä metodina yhdistyvät perinteinen oikeustiede ja taloustiede, joskaan kyseessä ei ole yksi yhteneväinen metodi, vaan pikemminkin kattokäsite, joka kuvaa tietynlaista tutkimusotetta.<sup>8</sup> Tässä tutkielmassa oikeustaloustieteellä metodina tarkoitetaan tarkastelutapaa, jossa oikeudellisen ongelman osapuolia, intressejä, riskejä, toimintaympäristöä ja erityisesti ongelman ratkaisun vaikutuksia tarkastellaan suhteessa niiden taloudelliseen merkitykseen. Oikeustaloustiede antaa siten mahdollisuuden analysoida taloustieteen, erityisesti behavioralistisen taloustieteen tutkimustuloksia, joiden valossa arvopaperimarkkinarikosten tulkinnan taloudelliset ja siten myös yhteiskunnalliset vaikutukset ovat arvioitavissa. Tällä tavoin taloustieteen opit voidaan tuoda osaksi oikeustiedettä niin, että käytäntöä tutkitaan tuomioistuimen sijasta siellä, missä sitä tulisi tutkia eli oikeustieteessä.<sup>9</sup> Taloustieteen hyödyntäminen juridiikassa on omiaan poistamaan epäsymmetriaa käytännön ja tutkimuksen väliltä ja se mahdollistaa inhimillisten valintojen seurauksien objektiivisen analysoimisen.<sup>10</sup> Knuts on esittänyt, että mikäli laintulkinnan perustaksi halutaan ottaa se todellisuus, jossa markkinatoimijat toimivat ja joita sääntelyllä halutaan ohjata, tulee oikeusdogmatiikan myös huomioida nämä reaali maailman olosuhteet. Tällainen kontekstuaalisuus ja tilanneherkkyys edellyttää oikeustieteen ulkopuolista tietoa siitä, millaisena todellisuus arvopaperimarkkinoilla näyttäytyy. Reaalisten argumenttien ja ylipäänsä reaali maailman huomioiminen on siten voitava ottaa laintulkinnalliseksi

---

<sup>6</sup> Knuts 2011, s. 2-3.

<sup>7</sup> Timonen 1998, s. 1.

<sup>8</sup> Oikeustaloustieteen piirissä on harjoitettu hyvin monenlaista tutkimusta, eikä yhteneväistä näkemystä siitä, mitä metodi pitää sisällään, voida antaa. Ks. Lauriala 2001 s. 17. Oikeustalous-tieteen kritiikistä ks. yleisesti Hemmo 1996 ja Lauriala 2001 s. 20-21. Ks. yleisesitys oikeustaloustieteestä metodina Timonen 1996.

<sup>9</sup> Ks. näkemyksestä Lauriala 2001 s. 17-19.

<sup>10</sup> Lauriala 2001 s. 21.

lähtökohdaksi.<sup>11</sup> Tähän on pyritty myös tässä tutkielmassa ulottamalla arvopaperimarkkinarikosten tarkastelu puhtaan oikeusdogmaattisen analyysin ulkopuolelle. Oikeuden ulkopuolisen tiedon hyödyntäminen edellyttää kuitenkin tuon tiedon asettamista kritiikille alttiiksi, sillä muutoin vaarana on laintulkinnallisten ratkaisujen perusteleminen havainnoilla, joilla ei ole oikeudellista eikä oikeuden ulkopuolista validiteettia.<sup>12</sup>

Tutkielman aihealueen ongelman kokonaisvaltaiseksi hahmottamiseksi on kuitenkin laajennettava näkökulmaa oikeustieteen ulkopuolelle. Arvopaperimarkkinat eivät toimi tyhjiössä, vaan niillä on voimakas yhteiskunnallinen ja taloudellinen kytkös. Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tutkimuksessa nämä kytkökset ja markkinoiden toimintaympäristö ovat tyypillisesti hyvin tunnustettuja.<sup>13</sup> Kokoavasti voidaan todeta, että tutkielmassa hyödynnetään metodipluralismia.<sup>14</sup>

## 1.4 Lähteet

Arvopaperimarkkinarikoksista liittyvistä kriminalisoinneista säädetään pääasiassa rikoslaissa ja arvopaperimarkkinalaisissa. Nämä lait muodostavat tärkeimmän normilähteen. Lainsäädännön tukena on käytetty lainvalmisteluaineistoa eli hallituksen esityksiä ja valiokuntamietintöjä. Muu kirjallisuus koostuu pääasiassa suomalaisesta rikos- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisesta kirjallisuudesta. Tutkimuksessa on myös käytetty aihepiiriin liittyviä tieteellisiä artikkeleita eri oikeustieteellisistä julkaisuista. EU-oikeuden markkinoiden väärinkäyttöä koskevaa sääntelyä käytetään merkittävänä lähdeaineistona sen kotimaista lainsäädäntöä olennaisesti ohjaavan vaikutuksen takia. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003:lla sekä sen perusteella annetulla Määritelmädirektiivi 2003:lla on merkitystä kotimaisten arvopaperimarkkinaoikeudellisten normien tulkintalähteenä.

Arvopaperimarkkinoiden luonteesta johtuen lähdeaineistona on myös käytetty soveltuvien osin arvopaperimarkkinoiden itsesääntelysuosituksia ja ohjeita, joilla on

---

<sup>11</sup> Knuts 2007 s. 54.

<sup>12</sup> Knuts 2007 s. 54.

<sup>13</sup> Ks. esimerkiksi Huovisen (2004) tutkimus pörssiyrityksen tiedottamisvelvollisuudesta, jossa Huovinen nimenomaisesti toteaa talous- ja yhteiskuntatieteellisten näkökulmien huomioimisen olevan tärkeitä arvopaperimarkkinaosapuolten tiedonkäsittelyä, odotuksia ja toimintatapoja koskevassa tutkimuksessa, ks. erityisesti s. 18. Ks. myös Knuts (2011) sisäpiirisääntelyä koskeva teos, erityisesti s. 12-25 sekä Knuts 2010a s. 31-61.

<sup>14</sup> Lauriala 2001 s. 16-17.

keskeinen merkitys arvopaperimarkkinoiden koskevan laintulkinnan välineinä. Myös epävirallisempia lähdeaineistoja kuten uutisjuttuja on myös käytetty lähteinä.

Aihepiirin tieteellinen tutkimus on viime vuosina ollut melko suuren mielenkiinnon kohteena. Rikosoikeuden näkökulmasta aihetta ovat lähestyneet Tero Kurenmaa vuonna 2003 tarkastetussa väitöskirjassaan ”Sisäpiirintiedon väärinkäyttö”, Pekka Koponen vuonna 2004 tarkastetussa väitöskirjassaan ”Talousrikokset rikos- ja prosessioikeuden yhtymäkohdassa”, Sakari Huovinen vuonna 2004 tarkastetussa väitöskirjassaan ”Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media”, Vesa Annola vuonna 2005 tarkastetussa väitöskirjassaan ”Informaatio, sisäpiiri, markkinat”. Tämän tutkielman kannalta keskeisin yksittäinen kirjallisuuslähde lienee Janne Häyrysen vuonna 2006 tarkastettu väitöskirja ”Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö”. Tuoreimmat arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä tutkineet väitöskirjat ovat Mårten Knutsin Ruotsin kielinen väitöskirja ”Kursmanipulation på värdepappersmarknaden” sekä Kai Kotirannan väitöskirja ”Sisäpiirintiedon syntyminen. Kontekstuaalinen tulkinta”. Yleisemmin arvopaperimarkkinaoikeuden alalta voidaan mainita vielä Timosen väitöstutkimus ”Määräysvalta, hinta ja markkinavoima” vuodelta 1997, Rudangon tutkimus ”Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus” vuodelta 1998 sekä Sillanpään vuonna 1994 julkaistu väitöstutkimus ”Julkisesta ostotarjouksesta”.

Oikeustapaukset ovat tämän tutkielman keskiössä oikeuslähteinä. Aihepiiriä koskevia korkeimman oikeuden ratkaisuja on niukasti. Tutkimuksen kannalta olennaisia tapauksia ovat: KKO 2006:110, KKO 2009:1 ja KKO 2013:53.<sup>15</sup> Myös alioikeuksien

---

<sup>15</sup> Korkeimman oikeuden ennakkoratkaisujen asema yleisesti oikeuslähteinä talousrikosäännösten tulkinnassa on katsottu myös ongelmalliseksi, koska ratkaisuja on lukumääräisesti vain vähän ja koska perusteluista on usein vaikeaa löytää soveltamista koskevaa *ratio decidenda*. Tulkintavaikeudet liittyvät myös säädeltäviin tilanteisiin ja viime kädessä oikeusnormien ja tosiseikastojen tulkinnanvaraisuuteen. Koska ratkaisussa on otettava aina huomioon monia samaan aikaan vaikuttavia näkökohtia, on mahdotonta kiteyttää ennakolta tietyt tosiseikat ja tulkinnat osaksi relevanttia normistoa, joka tilanteiden toistuessa keskeisiltä osin samanlaisina yksin riittäisi tulkintaratkaisun perusteeksi. Esitetyn näkemyksen mukaan talousrikossääntelyyn vaikuttava aines olisi liian monitahoista ja kulloisiakin kriminaalipoliittisia sekä moraalisia arvoja peilaavana myös jatkuvasti uudistuvaa, ja siksi se ei olisi yksiselitteisesti asetettavissa sitoviin joko-tai –tyyppisiin ohjeisiin. Talousrikossääntelyssä vaikuttavia tekijöitä ei esitetyn näkemyksen mukaan siksi voitaisi rajata siten, että korkeimman oikeuden ennakkoratkaisusta löytyisi sellainen sitova oikeusohje, jonka noudattaminen olisi yhdenvertaisuuden ja oikeusvarmuuden periaatteita seuraava. Ks. Tolonen 2000. s. 62; Lappi-Seppälä 1987, s. 53.

antamia ratkaisuja käytetään tässä tutkimuksessa, jotta saadaan parempi kokonaiskäsitys tuomioistuinten ratkaisukäytännöstä.<sup>16</sup>

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Tämä tutkielma koostuu tämän luvun lisäksi viidestä luvusta. Lukujen esitysjärjestyksessä on noudatettu Rikoslaisissa esitettyä rikostyyppien esitysjärjestystä. Luvussa kaksi paneudututaan arvopaperimarkkinarikoksiin talousrikoksina sekä arvopaperimarkkinarikosten sääntelyn taustoihin, kriminaalipoliittisiin tavoitteisiin sekä tuodaan esiin jännite, joka vallitsee arvopaperimarkkinarikosten avoimien tunnusmerkistöjen sekä laillisuusperiaatteen välillä. Kolmannessa luvussa käsitellään sisäpiirintiedon väärinkäyttöä Suomalaisessa oikeuskäytännössä. Neljännessä luvussa käsitellään markkinoiden/kurssin vääristämistä Suomalaisessa oikeuskäytännössä. Viidennessä luvussa käsitellään arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta Suomalaisessa oikeuskäytännössä. Lopuksi kuudennessa ja viimeisessä kappaleessa vedetään yhteenvedon omaisesti yhteen tutkielman tutkimustulokset ja johtopäätökset.

---

<sup>16</sup> Alioikeustasoisen oikeuskäytännön ja syyttämättäjättämispäätösten oikeuslähdeopilliseen asemaan on suhtauduttu perustellusti kriittisesti. Sillanpään mukaan alioikeuden ratkaisusta ei erityisesti arvopaperimarkkinarikosten osalta voida tehdä juurikaan johtopäätöksiä niiden lainvoimaisuudesta riippumatta, koska usein alioikeudessa tuomitulla vastaajalla ei ole ollut muutoksenhakuinnostia asiassa. Ks. Sillanpää 2006. s. 689. Huomio on arvopaperimarkkinarikoksiin liittyen oikeuslähdeopillisesti perusteltu erityisesti niiden alioikeustasoisten ratkaisujen ja syyttämättäjättämispäätösten osalta, jotka on annettu ennen korkeimman oikeuden ennakkoratkaisua KKO 2006:110. Ennakkoratkaisun KKO 2006:110 jälkeen annetuista alioikeustasoisista ratkaisuista on puolestaan ammennettavissa johtopäätöksiä aina jossain määrin, koska nämä ratkaisut heijastelevat usein ennakkoratkaisun KKO 2006:110 sisältöä ja siinä esitettyjä tulkintoja. Tällöin on kuitenkin erityisesti kiinnitettävä huomiota siihen, onko alioikeudessa ratkaistavana ollut tapaus ollut keskeisten oikeustosisaikkojen osalta samankaltainen ennakkoratkaisussa KKO 2006:110 arvioidun tapauksen kanssa. Arvopaperimarkkinarikosasiassa ratkaistaviksi tulevat jutut ovat nimittäin oikeustosisaikastoiltaan usein toisistaan huomattavastikin poikkeavia. Lisäksi näyttökysymyksillä ja näytön arvioinnilla yleisemmin on huomattavaa merkitystä arvioitaessa eri juttujen mahdollista samankaltaisuutta. Alioikeustasoisten ratkaisujen ja syyttämättäjättämispäätösten perusteella ei voi tehdä juurikaan johtopäätöksiä voimassa olevan oikeuden sisällöstä.

## 2 ARVOPAPERIMARKKINARIKOSTEN SÄÄNTELY SUOMESSA

### 2.1 Yleistä arvopaperimarkkinarikosten sääntelyn historiasta

Alkuperäinen arvopaperimarkkinalaki (L 495/1989) tuli Suomessa voimaan vasta 1989. Ennen arvopaperimarkkinalain säätämistä Suomen arvopaperimarkkinat perustuivat pääosin yleiseen velvoite-, sopimus- ja kauppaoikeuteen, eräisiin yksittäisiin lakeihin sekä yhtiöoikeuteen.<sup>17</sup> Lisääntynyt aktiivisuus Suomen arvopaperimarkkinoilla loi tarpeen yhteiskunnalle säätää lainsäädäntöä, joka ottaisi huomioon arvopaperimarkkinoiden tehokkaat toimintaedellytykset. Suomen rahoitusmarkkinat kokivat suuren rakennemuutoksen 1980-luvun lopulla. Pääomamarkkinoiden rakenteellinen muutos on näkynyt siinä, että yritykset ovat siirtyneet yleisörahoitukseen sekä kansainvälisille rahoitusmarkkinoille. Osake- ja joukkovelkakirjamarkkinoiden merkitys yritysten rahoituksessa on kasvanut voimakkaasti aina 1980-luvun loppupuolelta lähtien. Yritysten halukkuus hakea rahoitusta perinteisiltä luottolaitoksilta on vähentynyt samalla kun arvopaperimarkkinoilta haettava oman ja vieraan pääoman rahoituksen määrä on lisääntynyt. Edellämainitun kehityksen kannalta merkittävä tekijä on myös ollut kotitalouksien ylijäämäläisyyden varallisuuden jatkuva kasvu, jonka ansiosta kotitaloudet ovat halunneet ottaa osaa arvopaperimarkkinoille enenevässä määrin.<sup>18</sup>

Aikaisemmin käytössä olleet yleiset oikeussäännöt ja itsesääntelynormit koettiin epäsopiviksi rakennemuutoksen läpikäyneille arvopaperimarkkinoille. Erityisesti itsesääntely koettiin tehottomaksi, koska se satoi ainoastaan ne piirit, jotka jäsenyyden tai tekemiensä sopimusten nojalla olivat velvollisia noudattamaan kyseisiä itsesääntelynormeja. Myös itsesääntelynormiston sanktiona voitiin käyttää ainoastaan huomautusten ja varoitusten lisäksi jäsenyydestä erottamista sekä sopimukseen perustuvaa uhkasakkoa.

Kansainvälinen vertailu oli tuohon aikaan jo osoittanut että nekin maat, joissa arvopaperimarkkinoiden sääntely oli perustunut itsesääntelyyn, olivat siirtyneet pois puhtaasta itsesääntelystä ja tilalle oli luotu lainsäädännöllä ainakin kehykset arvopaperikaupan sääntelylle ja annettu viranomaisille mahdollisuus puuttua itsesääntelyä harjoittavien elinten toimintaan. Lisäksi kansainvälistyvän

---

<sup>17</sup> Rudanko 1998 s.7-8, Sillanpää 2007 s. 129-130, Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008 s. 2 ja Norros 2009 s. 2.

<sup>18</sup> Lain alkuperäisistä keskeisistä tavoitteista ja keinoista saavuttaa ne. HE 157/1988, s. 3-6.

arvopaperikaupan edellytyksenä nimenomaisesti oli, että viranomaiset saivat oikeuden valvoa arvopaperimarkkinoiden toimintaa.<sup>19</sup>

Tämän tutkielman kannalta on erityisen tärkeää kiinnittää huomiota rikoslain säännösten historiaan. Vuonna 1999 arvopaperimarkkinalainsäädäntö koki merkittävän uudistuksen, kun vakavimmat arvopaperimarkkinarikokset siirrettiin rikoslakiin (39/1889). Ennen vuotta 1999 Arvopaperimarkkinarikokset oli säädetty arvopaperimarkkinalaissa.<sup>20</sup> Ongelmaksi tuolloin koettiin, että rangaistussäännökset olivat liian lieviä. Viemällä säännökset rikoslakiin haluttiin eriyttää rikosten vakavimpia tekemuotoja. Rikoslakia uudistettaessa taloudellista rikollisuutta pidettiin yhtenä yhteiskunnan kannalta huolestuttavimpana ilmiönä, jonka vuoksi vakavimmat taloudellista lainsäädäntöä vastaan tehdyt väärinkäytökset haluttiin saattaa rikoslain nojalla arvosteltaviksi.<sup>21</sup>

## 2.2 Yleistä talousrikollisuuden sääntelystä

Rikollisuutta ja sen kontrollointia koskevaa yhteiskuntapolitiikan osaa kutsutaan kriminaalipolitiikaksi. Kriminaalipolitiikassa keskeistä on lakien säätäminen ehkäisemään rikollisuutta sekä lakeja koskeva soveltaminen rikosasioissa. Yhteiskunnissa pyritään tiettyihin arvopäämääriin säätämällä kriminaalipoliittisin päätöksin lakeja ja muita säädöksiä. Jos arvopäämäärät ja niiden toteuttamiseksi säädetyt keinot ymmärretään yhtenäisiksi, yksiselitteisiksi ja muuttumattomiksi, jää sellaisessa yhteiskunnassa kriminologisen tutkimuksen tehtävänasettelu varsin köyhäksi. Näin ollen kriminaalipolitiikan odotetaan löytävän tehokkaimmat keinot taisteluun talousrikollisuutta vastaan.<sup>22</sup>

Lait nähdään instrumentaalisina välineinä, joilla ohjataan yhteiskunnallisia prosesseja, jotka tapahtuvat erilaisten tutkimusten ja ennusteiden mukaisesti. Lakien tarkoituksena on julistaa tietynlaista yhteiskuntamoraalia, jonka tehtävänä on sanoa mikä on oikein ja mikä on väärin. Näin siitäkkin huolimatta onko kyseinen laki tehokas vai ei.<sup>23</sup> Lakien säätäminen on kriminaalipolitiikan tehokkain keino taistelussa talousrikollisuutta vastaan. Rikollisuuden vähentäminen on tavoite, johon kriminaalipolitiikalla on pyrittävä. Kriminaalipolitiikalla tulee myös kuitenkin tavoitella

---

<sup>19</sup> Lain taustoista KM 44/1987.

<sup>20</sup> HE 254/1998 s. 1.

<sup>21</sup> OLJ 3/1993 s. 9 ja s. 15.

<sup>22</sup> Anttila – Törnudd 1983, s. 22.

<sup>23</sup> Laitinen – Virta 1998, s. 9.

rikollisuudesta ja sen vastustamisesta johtuvien yhteiskunnallisten ja yksilöllisten kokonaishaittojen vähentämistä.<sup>24</sup>

Laitinen ja Virta ovat määritelleet mitä talousrikokset ovat.<sup>25</sup> Arvopaperimarkkinarikoksiin sopivat ehkä parhaiten seuraavat määrittelyt:

- *”Henkilökohtaiseen tai organisaation etuun tähtäävä laiton tai epäeettinen teko, joka vahingoittaa luottamuksellisuutta tai julkista luottamusta, ja jonka tekee arvostetussa tai korkeassa yhteiskunnallisessa asemassa oleva yksilö tai organisaatio, yleensä laillisen ammatinharjoittamisen yhteydessä.”*
- *”Ei-väkivaltainen rikos, joka tehdään taloudellisen hyödyn saavuttamiseksi johtamalla ihmisiä harhaan. Rikos edellyttää tiettyä ammatillista asemaa tai erikoistuneita teknisiä taitoja.”*
- *”Laiton teko tai sarja laittomia tekoja, jotka on tehty väkivallattomasti käyttämällä vilppiä, petosta, manipulaatiota tai salaamista, taikka maksujen välttelyä hyödyn saamiseksi joko yritykselle tai tekijälle itselle”*

Talousrikollisuuden motiivi liittyy aina rahaan. Talousrikokset ovat suunniteltuja tekoja ja rikoksella tavoiteltu hyöty on muihin omaisuusrikoksiin verrattuna yleensä huomattavan suuri ja kiinnijäämisriski pieni, joka motivoi tekemään harkittuja talousrikoksia.<sup>26</sup> Talousrikollisuuden aiheuttamien vahinkojen suuruutta suhteessa perinteisten varallisuusrikosten vahinkoihin on korostettu viime vuosikymmenten kriminaalipoliittisessa keskustelussa. Kritiikkiä on esitetty myös sen vuoksi, että talousrikollisuuden rikosoikeudellinen kohtelu on liian lievää suhteessa perinteisiin omaisuusrikoksiin.<sup>27</sup>

### 2.3 Arvopaperimarkkinarikosten esiintyvyys Suomessa

Talousrikollisuudesta pääosan arvioidaan jäävän tulematta ilmi. Yritykset ilmoittavat poliisille keskimäärin vain noin 10 prosenttia havaitsemistaan yritykseen kohdistuvista talousrikoksista, joskin ilmoitusalttius vaihtelee suuresti rikostyyppistä ja kärsityistä

---

<sup>24</sup> Jaatinen 2000, s. 12.

<sup>25</sup> Laitinen – Virta 1998, s. 12-13.

<sup>26</sup> Huhtamäki 1994, s. 22-23.

<sup>27</sup> Nuutila 1995, s. 201.



vahingoista riippuen. On huomioitava, että yritykset havaitsevat tosiasiallisesti vain osan niihin kohdistuvista rikoksista. Yrityksiin kohdistuvat talousrikokset havaitaan usein sattumalta ja jopa 90 prosenttia rikoksista saattaa jäädä paljastumatta. Piilorikollisuuden laajuudesta talousrikollisuudessa ei ole Suomessa toistaiseksi tehty luotettavia selvityksiä. Viranomaisten tilastoiman, ilmitulleen talousrikollisuuden perusteella ei siten voi tehdä täysin luotettavia päätelmiä talousrikollisuuden määrän kehityksestä kokonaisuutena. Viranomaistilastot ovat kuitenkin toistaiseksi käytännössä ainoa lähde talousrikollisuutta koskevan tilastollisen tiedon saamiseksi Suomessa.<sup>28</sup>

Viranomaistilastojen valossa vaikuttaa siltä, etteivät arvopaperimarkkinarikokset ole Suomessa ainakaan esiintyvyytensä osalta kovinkaan merkittävä ongelma. Vuonna 2012 poliisin tietoon tuli yhteensä 2941 kappaletta vero-, kirjanpito-, virka-, arvopaperimarkkina- ja velallisen rikosta (jotka muodostavat talousrikollisuuden keskeisen ytimen).<sup>29</sup> Vuonna 2012 Finanssivalvonta teki kuitenkin ainoastaan viisi tutkintapyyntöä poliisille arvopaperimarkkinarikosasioissa, mikä vastaa 0,17 prosenttia kaikista poliisin tietoon tulleista talousrikoksista.<sup>30</sup>

**Taulukko 1.** Finanssivalvonnan tutkintapyynnot poliisille, koskien arvopaperimarkkinarikoksia 2002-30.6.2014

Vuosi	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	30.6.2014
Tutkintapyyntö poliisille	6	7	5	1	3	2	5	-	3	4	5	4	2

**Taulukko 2.** Finanssivalvonnan tutkimat arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöepäilyt 2002-30.6.2014.

Vuosi	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	30.6.2014
Tutkittu yhteensä	<b>65</b>	<b>57</b>	<b>61</b>	<b>41</b>	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>86</b>
Sisäpiirintiedon	24	28	24	18	29	45	27	37	27	34	23	47	26

<sup>28</sup> Lappi-Seppälä-Kivivuori 2012, s. 150; samansuuntaisesti Muttilainen – Kankaanranta 2012, s. 179. Ks. myös Lappi-Seppälä-Kivivuori 2013, s. 152.

<sup>29</sup> Tässä luvussa eivät ole mukana esimerkiksi petosrikokset, joita tuli poliisin tietoon vuonna 2012 yhteensä 20 946 kappaletta. Ks. Lappi – Seppälä- Kivivuori 2013, s. 138.

<sup>30</sup> Ks. Finanssivalvonnan tilasto 2013. Yhteensä vuosina 2002-2012 rikosilmoituksia epäillyistä arvopaperimarkkinarikoksista on tehty poliisille 41 kappaletta.

väärinkäyttö													
Kurssin vääristäminen	11	11	12	6	10	5	11	17	11	23	35	28	18
Tiedonantovelvollisuus	30	18	21	13	21	12	12	16	25	16	23	17	34

## 2.4 Arvopaperimarkkinarikosten sääntelyn tavoitteet

Rahoitusmarkkinoiden perustehtävänä on allokoida varoja rahoitusylijäämäisiltä talousyksiköiltä rahoitusalijäämäisille mahdollisimman alhaisin kustannuksin. Tämän tehtävän suorittamiseksi rahoitusmarkkinat välittävät informaatiota, hinnoittelevat erilaiset rahoitusmuodot, parantavat rahoitusinstrumenttien likviditeettiä ja antavat sijoittajille mahdollisuuden riskien hajauttamiseen ja vähentämiseen.<sup>31</sup> Arvopaperimarkkinoiden tehtäväksi osana rahoitusmarkkinoita voidaan vastaavasti lukea 1) riskin jakamisen mahdollistaminen, 2) pääomien keräämisen mahdollistaminen ja 3) yritysten tarkkailun ja valvonnan mahdollistaminen.<sup>32</sup> Markkinoiden sääntelyllä pyritään edistämään ja turvaamaan edellä mainittujen perustehtävien tehokas toteutuminen. Oleellista arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteissa on siis markkinoiden tehokkuuden ja läpinäkyvyyden edistäminen sekä sijoittajien suojan ja markkinoiden yleisen luotettavuuden parantaminen.<sup>33</sup> Olennaista on myös ymmärtää, että luottamus toimiviin jälkimarkkinoihin on perusedellytys, jotta yritykset voivat kerätä edullista pääomaa ensimarkkinoilta arvopaperimarkkinoilla.<sup>34</sup>

Eri osapuolet, jotka ottavat osaa arvopaperimarkkinoille, edellyttävät, että markkinoilla noudatetaan lainsäädäntöä myös tilanteissa, joissa lainsäädäntö on tulkinnanvaraista ja avointa. Tulkinnanvaraisissa tilanteissa erityisesti edellytetään eettisesti hyväksyttäviä markkinatapoja, jotta luottamus markkinoihin säilyisi. Lisäksi markkinoiden luottamus muodostuu siitä, että eri markkinaosapuolilla on luottamus siihen, että on olemassa jokin taho, kuten suomessa Finanssivalvonta, joka kykenee

<sup>31</sup> Ks. rahoitusmarkkinoiden tehtävistä esim. Malkamäki – Martikainen 1990, s. 28-30, Fabozzi – Modigliani – Ferri s. 6-7, Sillanpää 1994 s. 67 ja HE 157/1988, s. 3-6.

<sup>32</sup> Ks. Holmström s. 45-49, Fabozzi – Modigliani – Ferri s. 308, Sillanpää 1994 s. 70-75, Kaisanlahti 1995 s. 1296-1299, Timonen 1997 s. 184, Rudanko 1998 s. 206 sekä Huovinen s. 3.

<sup>33</sup> Ks. HE 157/1988 s. 3, KM 1987:44 s. 30-31, HE 254/1998 s. 4 ja Karjalainen – Laurila – Parkkonen s. 1-3.

<sup>34</sup> HE 137/2004 s. 7 ja 44.

tehokkaasti valvomaan ja puuttumaan markkinoilla tapahtuviin väärinkäytöksiin sekä pyrkivän jatkuvasti kehittämään markkinoiden toimintaympäristöä ja sääntelyä.<sup>35</sup> Sääntelyä voidaan perustella myös intressikonfliktien ehkäisemisellä ja niiden aiheuttaman luottamuksen heikentymisen rajoittamisella.<sup>36</sup> Intressikonfliktilla tarkoitetaan pääasiassa informaation epäsymmetriasta johtuvaa markkinaosapuolien epätasa-arvoisuutta. Oleellista on, miten informaation epäsymmetriasta johtuvaa epätasa-arvoa voidaan sääntelyllä ehkäistä ja rajoittaa.<sup>37</sup>

## 2.5 Arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöjen avoimuus ja laillisuusperiaate

### 2.5.1 Tunnusmerkistöjen avoimuus

Arvopaperimarkkinarikosten tulkintaongelmana on soveltuvan ja tyyppillisesti avoimien tunnusmerkistöjen sisällöllinen tulkinta ja sen arvioiminen, miten yksittäistapauksen tosiseikastoa on tulkittava. Arvopaperimarkkinoilla ilmeneviä väärinkäytöksiä ja rikoksia on jo lähtökohtaisesti vaikea erottaa arvopaperimarkkinoilla ilmenevistä normaaleista toimintatavoista. Arvopaperimarkkinarikosten kriminalisoinnit liittyvät tyyppillisesti sinänsä lailliseen liiketoimintaan, ja vain tietyllä tavalla toteutettu toimintapa katsotaan rikokseksi.<sup>38</sup> Säännösten sisällöllisen avoimuuden vuoksi ei useinkaan ulkoisesti pystytä välittömästi toteamaan, onko jokin käyttäytyminen rikollista vai ei. Näin ollen tunnusmerkistöt eivät yksiselitteisesti määritä kaikkea rangaistavaa käyttäytymistä, vaan ainakin epävarmuusalueella vaaditaan tulkintaa.<sup>39</sup>

---

<sup>35</sup> Hoppu 2004, s. 97-98.

<sup>36</sup> Uche – Chibuike – Ugochukwu 2001, s.68 ja 73.

<sup>37</sup> Häyrynen 2006, s. 25. Epäsymmetrisen informaation teoria kehitettiin 1970-luvulla, sittemmin Nobel-palkittujen taloustietelijöiden Geprge Akerlofin, Michael Spence ja Joseph Stiglitzin toimesta. He katsoivat epäsymmetrisen informaation olevan yksi markkinahäiriöiden ja siten epätäydellisen kilpailun lähteistä. Ks. Akerlofin klassikkoartikkeli ”The Market of Lemons: Quality uncertainty and the Market Mechanism”. *The Quarterly Journal of Economics* (1970), 84, s. 488-500.

<sup>38</sup> Häyrynen 2006, s. 59 ja Häyrynen – Kurenmaa 2006, s. 11.

<sup>39</sup> Häyrynen – Kurenmaa 2006, s. 10. Ks. lisäksi Salminen 1998, s. 54-55. Salmisen mukaan sääntelyn onnistuminen avointen tunnusmerkistöjen avulla riippuu viime kädessä siitä, miten kattavasti tuomioistuimet tulkitsevat säännöksiä.

Markkinoiden toimintavapauden turvaamisen edellyttämä sääntelyn avoimuus ja samalla rikostunnusmerkistöjen tulkinnanvaraisuus voivat helposti aiheuttaa jännitteitä markkinoilla toimivien oikeusvarmuuden ja toimintavapauden sekä rikosvastuun käytännön toteutumisen välillä. Rikosoikeuden ennakoitavuus ja erityisesti siihen sisältyvä laillisuusperiaate edellyttävät rangaistussäännöksiltä täsmällisyyttä ja tarkkarajaisuutta. Liian avoimilla säännöksillä voi olla nimittäin heikko ennaltaehkäisevä vaikutus moitittavien menettelytapojen osoittamisessa. Rikosoikeuden yleisiä oppeja koskeneessa lakiuudistuksessa tuodaan erityisesti esiin jännitte, joka vallitsee toisaalta oikeusvarmuutta tavoittelevan, kattavan sääntelyn ja toisaalta avoimen oikeuskehityksen turvaavan sääntelyn välillä.<sup>40</sup>

Arvopaperimarkkinoita koskevien rikostunnusmerkistöjen tulkintaongelmia hahmotettaessa ja ratkaistaessa onkin arvioitava sekä yksittäisten säännösten tavoitteita että koko arvopaperimarkkinalainsäädännön yleisiä tavoitteita. Tulkinnan erityispiirteenä on myös huomioitava tunnusmerkistöjen voimakas sidonnaisuus taloudelliseen toimintaympäristöön. Arvopaperimarkkinarikoksissa käytettyjä käsitteitä ja niiden sisältöä joudutaan tulkinnassa täsmentämään näin ollen myös rikosoikeuden ulkopuolisen normiympäristön avulla. Verraten väljien ja tulkinnanvaraisten tunnusmerkistöjen vuoksi rangaistavan menettelyn ja kielletyn riskinoton sisältöä on täsmennettävä lisäksi myös kyseistä toimintaympäristöä koskevien lakia alemmantasoisten säännösten, kuten Fivan/Ratan määräysten ja pörssin sääntöjen ja ohjeiden avulla.<sup>41</sup>

Häyrysen mukaan arvopaperimarkkinoiden nopeasti kehittyvän ja jatkuvasti muuttuvan toimintaympäristön vuoksi voidaan arvopaperimarkkinoita koskevien säännösten tiettyä avoimuutta ja tulkinnallista joustavuutta pitää perusteltuna.<sup>42</sup> Huovinen perustelee samoin AML:n yleisiä ja tulkinnanvaraisia periaatteita sillä, että valtio on tarkoituksella luonut vain puitteet tahdonvaraiselle markkinatoiminnalle, jota ei usein edes voitaisi säännellä tarkasti ja yksityiskohtaisesti. Huovinen kutsuukin AML:ia puitelaiksi, joka koostuu ensisijassa periaatteista.<sup>43</sup> Arvopaperimarkkinoita koskevilta rikossäännöksiltä edellytetään näin ollen tiettyä avoimuutta, jotta ne sekä sisällöllisesti että teknisesti pysyvät markkinoiden nopean kehityksen mukana. Yksityiskohtaisiksi säädetyt tunnusmerkistöt jäävät auttamattomasti aina aukollisiksi ja näin ollen helposti kierrettäviksi. Häyrynen toteaaakin, että säännösten avoimuus lisää

---

<sup>40</sup> HE 44/2002 vp, s. 8-9 ja Lahti 2007, s. 8-9, 16. Samoin Häyrynen 2006, s. 59.

<sup>41</sup> Häyrynen 2006, s. 59-60. Ks. myös Kurenmaa 2003, s. 83-84, Häyrynen – Kurenmaa 2006, s. 8 sekä Lahti 2007, s. 8-9.

<sup>42</sup> Häyrynen 2006, s. 60.

<sup>43</sup> Huovinen 2004, s. 5, 57, 393.

lainsoveltajan mahdollisuuksia käyttää yksittäistapauksissa harkintaa säännösten täsmällisemmän merkityssisällön määrittämisessä.<sup>44</sup>

Epätasällisillä säännöksillä voi kuitenkin olla heikko ennaltaehkäisevä vaikutus markkinaosapuolten käyttäytymiselle.<sup>45</sup> Talousrikosoikeuden sääntelylle on tyypillistä, että selvästi laittoman ja selvästi laillisen toiminnan väliin jäävä niin sanottu harmaa alue on laaja. Talousrikollisten onkin katsottu pyrkivän etsimään sääntelemättömiä toimintamalleja ja operoimaan tällä harmaalla alueella käyttämällä nimenomaisesti hyväkseen rikossääntelyn sisällöllistä epätarkkuutta, tekojen selitettävyyttä sekä hyödyntämään näytön esittämisen ongelmia.<sup>46</sup> Oikeusjärjestyksen ei tietenkään tule suojata tarkoituksellista pyrkimystä rikostunnusmekistöjen aukkojen hyödyntämiseen.<sup>47</sup>

Toisaalta markkinoiden tehokkuus ja markkinaosapuolien toiminnan rationaalisuus edellyttävät säännöksiltä ennustettavuutta. Epävarmuus lain sisällöstä ja tuomioistuinten tekemistä ratkaisuista yksittäistapauksissa voivat nimittäin ei-toivotulla tavalla vähentää markkinaosapuolien halukkuutta tehdä säännösten noudattamisen näkökulmasta riskipitoisia mutta sinänsä yhtiön tai osakkeenomistajan näkökulmasta taloudellisesti perusteltuja ratkaisuja.<sup>48</sup> Rangaistussäännösten avoimuudesta johtuva epävarmuus voi olla lisäksi ongelmallinen markkinaosapuolten oikeusvarmuuden kannalta. Näin ollen rikoslainsäädännön sisällöllinen selkeys on rikoslain yleisestävän vaikutuksen keskeinen ehto. Lain säännösten ohjausvaikutuksen ja lainsoveltamisen ennakoitavuuden vuoksi laista onkin oltava selkeästi ymmärrettävissä, mikä on rangaistavaa ja mikä ei.<sup>49</sup>

### ***2.5.2 Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate suhteessa avoimiin tunnusmerkistöihin***

Arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöihin liittyvä sisällöllinen avoimuus ja tulkinnanvaraisuus voivat siis aiheuttaa ongelmia rikosvastuun käytännön totetutumisessa rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen näkökulmasta. RL 3:1 §:n mukaan rikokseen syylliseksi saa katsoa vain sellaisen teon perusteella, joka

---

<sup>44</sup> Häyrynen 2006, s. 60-61 ja Koponen 2004, s. 111.

<sup>45</sup> Häyrynen 2006, s. 62.

<sup>46</sup> Tolonen 2000, s. 39. Samoin Häyrynen 2006, s. 62.

<sup>47</sup> Koponen 2004, s. 35.

<sup>48</sup> Häyrynen 2006, s. 63. Ks myös TaVM 9/2005, s. 3, jossa talousvaliokunta kiinnitti huomiota, että arvopaperimarkkinalain luottavuus on heikentynyt ja sen tulkinnanvaraisuus on lisääntynyt esimerkiksi sisäpiirikauppojen osalta.

<sup>49</sup> Häyrynen 2006, s. 63.

tekohetkellä on laissa nimenomaan säädetty rangaistavaksi. Rangaistuksen ja muun rikosoikeudellisen seuraamuksen on perustuttava lakiin.<sup>50</sup> Laillisuusperiaate kuuluu rikosoikeuden johtaviin periaatteisiin, ja sen taustalla vaikuttavat oikeusturvan ja ennustettavuuden arvot. Laillisuus eli legaliteettiperiaatteen mukaan tuomioistuimien ei saa mennä lain sanamuodon ulkopuolelle katsoessaan jonkun syyllistyneen johonkin rikokseen.<sup>51</sup>

Laillisuusperiaatteeseen kuuluvat alaperiaatteina kirjoitetun lain vaatimus, taannehtivuuskielto, analogiakielto ja täsmällisyysvaatimus.<sup>52</sup> Soveltamiskäytännön kannalta merkityksellisimpiä ovat näistä kaksi viimeksi mainittua. Niitä on käytännön ratkaisutoiminnassa vaikea selvästi erottaa toisistaan ja juuri niiden kohdalla tulee kysymykseen oikeusperiaatteille tyypillinen vastakkaisten argumenttien punninta.<sup>53</sup>

Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen sisältö on siis monimuotoinen. Rikoksesta rankaisemisen tulee aina perustua lain säännökseen. Sekä rikoksen että rikoksesta tuomittavan rangaistuksen on siis perustuttava lakiin (*nulla poena sine lege, nullum crimen sine lege* eli ei rikosta eikä rangaistusta ilman lakia). Lainsoveltajalle on suunnattu *praeter legem* –kielto eli kirjoitetun lain vaatimus, jolla tarkoitetaan, että tuomari ei saa mennä lain ulkopuolelle tulkitessaan lakia. Tuomarin on siis perustettava toimintansa lainsäätäjän tekemiin ratkaisuihin. Laillisuusperiaate ottaa huomioon lisäksi ajallisen ulottuvuuden, sillä periaate kieltää antamasta rikoslaille taannehtivaa merkitystä (taannehtivuuskielto). Näin ollen jälkikäteen ei saa määrätä tekoja rangaistaviksi tai korottaa teosta seuraavaa rangaistusuhkaa. Lisäksi lainsäätäjällä ei saa määrätä taannehtivasti rangaistavaksi sellaisia tekoja, jotka eivät ennen lakia olleet kriminalisoituja. Lakia ei myöskään saa taannehtivasti soveltaa sellaisen teon rankaisemiseksi, joka ei vielä tekohetkellä ollut rangaistavaa.<sup>54</sup>

Tuomarille on suunnattu myös analogiakielto, joka tarkoittaa, että lainkäyttäjällä ei saa syytetyn vahingoksi täydentää lakia analogiapäätelmään turvautumalla (*nullum crimen, nulla poena sine lege stricta*). Tuomioistuimien ei siis saa poiketa lakitekstin yleiskielen

---

<sup>50</sup> Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate eli legaliteettiperiaate on ilmaistu rikoslain lisäksi Suomen perustuslain (11.6.1999/731) 8 §:ssä, jonka mukaan ketään ei saa pitää syyllisenä rikokseen eikä tuomita rangaistukseen sellaisen teon perusteella, jota ei tekohetkellä ole laissa säädetty rangaistavaksi. Rikoksesta ei saa tuomita ankarampaa rangaistusta kuin tekohetkellä on laissa säädetty. Suomen oikeudessa esiintyvän laillisuusperiaatteen pohjana on Euroopan ihmisoikeussopimuksen (63/1999) 7 artikla.

<sup>51</sup> Matikkala 2005, s. 15.

<sup>52</sup> Seikkaperäiset perustelut, ks. esim. OJL 5/2000 sekä HE 44/2002 vp, s. 32-35.

<sup>53</sup> OJL 5/2000, s. 32 ja Koponen 2004, s. 29.

<sup>54</sup> HE 44/2002 vp, s. 29.

mukaisesta tai juridis-teknisestä merkityksestä päättäessään, kuuluuko konkreettinen teko tietyn säännöksen soveltamispiiriin. Laillisuusperiaatteen viimeisen alaperiaatteen muodostaa epätäsmällisyyskielto, jossa lainsäätäjälle asetetaan vaatimus rikoslain laatimisesta sisällöltään täsmälliseksi (nullum crimen, nulla poena sine lege certa). Rikoslain säännösten on näin ollen oltava tarkkarajaisia. Lainsäätäjään kohdistettava täsmällisyysvaatimus merkitsee siten, että sekä rangaistuksella uhatun toiminnan kuvaus että teosta seuraava rangaistus on määritelty sellaisella tarkkuudella, että ainakin oikeustieteellisen koulutuksen saaneet henkilöt – ja mieluiten muutkin – voivat ennakolta tietää, mikä on rangaistavaa ja kuinka ankarasti.<sup>55</sup>

Laillisuusperiaate estää lisäksi rangaistavuuden alan laajenemisen itsesääntelynormien johdosta.<sup>56</sup> Laillisuusperiaate pätee myös ainoastaan toimittaessa syytetyn vahingoksi. Syytetyn eduksi toimenpiteisiin voidaan nimittäin ryhtyä periaatteen sisällöstä riippumatta. Tällöin toinen asia tietenkin on se, että myös muut periaatteet, kuten yhdenvertaisuusperiaate, tulee ottaa huomioon toimiin ryhdyttäessä.<sup>57</sup>

Laillisuusperiaate määrää, että tuomioistuin ei saa ylittää lain sanamuotoa katsoessaan jonkun syylliseksi rikokseen (ns. sanarajasääntö). Sanarajan sisäpuolelle jää kuitenkin aina joukko vaihtoehtoja, joista rikosoikeudellisen tulkinnan avulla valitaan jokin. Sanarajan ylittäminen syytetyn vahingoksi eli rangaistavuuden laajentaminen on kiellettyä. Tulkinnan ydinkysymykseksi muodostuu, missä sanaraja kulkee.<sup>58</sup> Arvopaperimarkkinarikosten ollessa kyseessä laillisuusperiaatteen näkökulmasta ongelmallista on, ettei rangaistussäännöksistä käy riittävän selkeästi ilmi kielletyn ja sanktioidun menettelyn rajat. Erityisen ongelmallisia laillisuusperiaatteen näkökulmasta ovat ns. blankorangaistussäännökset.<sup>59</sup>

Laillisuusperiaatteeseen kuuluvien vaatimusten keskeisin sisältö on, että tekijällä on tullut tekohetkellä olla mahdollisuus tietää kielletyn menettelyn rajat ja näin ollen pidäytyä rikkomasta näitä rajoja. Jotta lain soveltaminen ei kuitenkaan kriminaalipoliittisesti kestävämmällä tavalla suosisi tietämättömyyttä lain sisällöstä, on pääsääntöisesti katsottu välttämättömäksi suorittaa arviointi asiantuntevan henkilön

---

<sup>55</sup> HE 44/2002 vp, s. 29 ja 34. Ks. lisää laillisuusperiaatteesta esim. Frände 2005, s. 31-58.

<sup>56</sup> Kurenmaa 2003, s. 84.

<sup>57</sup> Frände 2005, s. 31.

<sup>58</sup> Matikkala 2005, s. 15-16.

<sup>59</sup> Blankokriminalisoinneissa eli avoimissa rangaistussäännöksissä varsinainen rangaistussäännös (rangaistusuhan asettaminen) ja tunnusmerkistö (teonkuvaus, rangaistavan käyttäytymisen kuvaus) on erotettu toisistaan. Rangaistussäännös on saatettu esimerkiksi sijoittaa lain loppuun, kun taas rangaistavan käyttäytymisen kuvaus on etsittävä muualta, joko samasta laista tai muualta lainsäädännöstä, usein juuri asetuksen tasoisista säännöksistä.

näkökulmasta.<sup>60</sup> Tämän mukaisesti arvopaperimarkkinoilla toimiville ammattimaisille osapuolille voidaan säännösten joustavuudesta huolimatta asettaa suhteellisen korkea selonottovelvollisuus ja ainakin muita markkinoilla toimivia sijoittajia laajempi velvollisuus olla selvillä lain oikeasta sisällöstä.<sup>61</sup>

Rikossäännösten tulkinnassa lähtökohtana on aina siis laillisuusperiaatteen mukaisesti lain sanamuoto, vaikka merkitystä voidaan antaa myös muille tulkintaperusteillekin. Rikosoikeudellisten säännösten tulkinnassa on otettava sanamuodon rajoissa huomioon rikostunnusmerkistöjen takana olevat suojeluobjektit. Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen suojeluobjektina voidaan esimerkiksi pitää sijoittajien tiedollista tasavertaisuutta suhteessa toisiin sijoittajiin ja liikkeeseenlaskijoihin. Arvopaperimarkkinarikoksia koskevia yksittäisiä tunnusmerkistöjä tulkittaessa on siten arvioitava, onko teko tai laiminlyönti loukannut tai vaarantanut sovellettavan tunnusmerkistön suojelevaa oikeushyvää. Arvopaperimarkkinarikoksia koskevien tunnusmerkistöjen avoimuus jättävätkin tilaa tavoitteelliselle eli teleologiselle tulkinnalle. Vaikka arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristössä teleologisen tulkintametodin hyödyntäminen voi usein olla perusteltu, ei se kuitenkaan sulje pois muiden tulkintametodien käytettävyyttä.<sup>62</sup> Arvopaperimarkkinarikossäännösten avoimuuden voidaan nimenomaan jossain määrin katsoa jopa korostavan lain esitöiden painoarvoa korostavaa lain hirtoriallista tulkintaa – kuten myös sen, ettei arvopaperimarkkinarikoksista ole paljoa oikeuskäytäntöä Suomessa. Kuitenkin arvopaperimarkkinoiden toimintaympäristön muuttuessa nopeasti liian tiukka sitoutuminen lain esitöihin voi muodostua epätarkoituksenmukaiseksi.<sup>63</sup> Näin ollen laillisuusperiaate ja perusoikeusargumentit voivat tulla käytettäväksi säännösten tulkinnassa. Lisäksi arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöjen avoimuus korostaa Fivan/Ratan asemaa säännösten sisällön ja tavoitteiden tulkinnassa sekä niiden täsmentämisessä.<sup>64</sup>

---

<sup>60</sup> Koponen 2004, s. 36-38.

<sup>61</sup> Häyrynen 2006, s. 66.

<sup>62</sup> Ks. myös Tapani 2005, s. 137-139. Tapanin mukaan teleologinen tulkinta kuuluu ehdottomasti lainkäyttäjän välineistöön, mutta sen avulla ei voida koskaan korvata muita tulkintametoja, kuten kielipillistä tulkintaa, historiallista metodia, kontekstuaalista ja perusoikeusmyönteistä tulkintaa. Laintulkintametodit muodostavat hänen mukaansa kokonaisuuden, jossa eri tulkintatapojen rajat ovat liukuvia. Samoin Häyrynen 2006, s. 71.

<sup>63</sup> Ks. myös Aarnio 1989, s. 227. Aarnion mukaan lainvalmistelutöitä ei lain säännösten tapaan virallisesti hyväksytä, joten lain esitöillä ei koskaan voi olla laintasoista sitovuutta.

<sup>64</sup> Häyrynen 2006, s. 64-72.



### 3 SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ SUOMALAISESSA OIKEUSKÄYTÄNNÖSSÄ

#### 3.1 Yleistä sisäpiirintiedon väärinkäyttörikoksesta

Sisäpiirisäätely on olennainen osa arvopaperimarkkinaoikeutta. Säätelyn tarkoitus on ylläpitää tehokkaita arvopaperimarkkinoita ja varmistaa, että markkinatoimijoilla on luottamus markkinoiden toimintaan.<sup>65</sup> Riski sisäpiiriläisten mahdollisuudesta päästä hyötymään muita markkinatoimijoita paremmasta tiedostaan heikentäisi markkinoiden tehokkuutta, koska sijoittajien luottamus arvopaperimarkkinoita kohtaan heikkenisi. Sijoittajat saattaisivat pidättyä sijoittamasta pääomia ja liikkeeseenlaskijoiden pääoman hankinta vaikeutuisi ja tästä seuraisi vääristymää arvopaperien hintaan markkinoilla.<sup>66</sup> Arvopaperimarkkinoilla noteerattavan arvopaperin hinta määräytyy saatavilla olevan informaation ja sitä koskevan arvioinnin ja analysoinnin perusteella. Informaatio määrittää siis arvopaperin hintaa arvopaperimarkkinoilla, toisin sanoen arvopaperimarkkinoilla käydään kauppaa arvopaperia koskevalla informaatiolla ja siihen liittyvillä tuotto-odotuksilla.<sup>67</sup> Sijoittajien tasapuolisen kohtelun varmistamiseksi arvopaperimarkkinoilla on liikkeeseenlaskijoilla lakisääteinen velvollisuus julkistaa olennaiset arvopaperin arvoon vaikuttavat tiedot välittömästi ja samanaikaisesti eri markkinaosapuolille.<sup>68</sup>

Informaation tärkeydestä johtuen markkinataloudessa kannustetaan uuden tiedon hankkimiseen ja tuottamiseen. Tämän tiedon hankkiminen ja tuottaminen ei olisi kannattavaa, jos tätä tietoa ei saisi käyttää hyväkseen.<sup>69</sup> Sisäpiirisäätelyllä ei ole tavoiteltu täydellistä tiedollista tasapuolisuutta, eikä tarkoitus ole kieltää kaikkea muita parempaan tietoon perustuvaa kaupankäyntiä, koska usein tämä tieto on hankittu täysin laillisesti julkisista tietolähteistä tutkimusten ja analyysien avulla. Olisi kuitenkin epäoikeudenmukaista sallia sellaisen tiedon käyttö, joka perustuu muuhun kuin julkisista lähteistä kerättyyn ja analyysin ja tutkimuksen perusteella tuotettuun tietoon. Vaikeinta säätelyssä onkin rajan vetäminen siihen, mikä on oikeudenmukaisesti hankittua tietoa ja mikä epäoikeudenmukaisesti hankittua tietoa.<sup>70</sup>

---

<sup>65</sup> Mårten 2011, s. 1

<sup>66</sup> Häyrynen & Parkkonen 2006, s. 1.

<sup>67</sup> Annola 2005, s. 27.

<sup>68</sup> Kurenmaa 2003, s. 3.

<sup>69</sup> Annola 2005, s. 28.

<sup>70</sup> Kurenmaa 2003, s. 4.

### 3.2 RL 51:1 §:n mukainen kriminalisointi – tunnusmerkistön kuvaus

**RL 51:1 §:**ssä säännelty sisäpiirintiedon väärinkäyttörikos kuuluu seuraavasti:

*Joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttää säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi*

*1) luovuttamalla tai hankkimalla sellaisen rahoitusvälineen omaan tai toisen lukuun  
tai*

*2) neuvomalla suoraan tai välillisesti toista sellaisen rahoitusvälineen hankinnassa tai luovutuksessa, on tuomittava sisäpiirintiedon väärinkäytöstä sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.*

### 3.3 SISÄPIIRINTIEDON MÄÄRITELMÄ

#### 3.3.1 Sisäpiirintiedon määritelmä arvopaperimarkkinalaissa

**AML 12:2 § (14.12.2012/746)**

#### **Sisäpiirintiedon määritelmä**

*”Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon.”*

Arvopaperimarkkinalain määritelmä mukailee sisällöltään Euroopan parlamentin ja neuvoston antamaa direktiivä sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista MAD (2003/6/EY, 28.1.2003), jonka mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan:

*”Luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisen rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan”*

### 3.3.2 *Yleistä sisäpiirintiedon määritelmästä*

Rikosoikeuden systematiikalle on tyypillistä, että jos yksikin vastuun edellytys jää täyttymättä, ei muiden edellytysten käsillä oloa tarvitse edes tutkia. Kyseessä on rikos vasta, kun kaikki vastuun edellytykset ovat käsillä.<sup>71</sup> Sisäpiirintiedon määrittely on tärkeää, koska ei voi olla sisäpiirintiedon väärinkäyttöä tai edes sen yritystä, jos ei ole sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon käsitettä rajataan tärkeimmillä tunnusmerkistökäsitteillä. Tiedon sisäpiiriluonnetta rajaa ensinnäkin se, että tiedon on liityttävä arvopaperiin, joka on julkisen tai muun säännöksessä tarkoitetun kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi tai rahoitusväline. Toiseksi sisäpiirintiedon luonnetta kuvataan sillä, että tiedon on oltava täsmällistä. Kolmas rajaava tunnusmerkistökäsite on, että tietoa ei ole saatettu markkinoiden saataville. Neljänneksi vaaditaan, että tieto on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan.<sup>72</sup> Sisäpiirintiedon määritelmä muodostuu näin ollen useasta eri osatekijästä.

Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa ei ole muodostunut selkeää linjaa siitä, kuinka monta osatekijää sisäpiirintiedon määritelmässä on ja mitkä ne ovat.<sup>73</sup> Erityisesti olennaisuuden ja täsmällisyyden välinen suhde on osittain epäselvä. Olennaisuuden ja täsmällisyyden arviointi kulkee usein käsi kädessä, sillä kriteereillä on tiivis kytkös toisiinsa. On esitetty, että kriteerejä ei tulisi tarkastella toisistaan erillisinä.<sup>74</sup> On kuitenkin selvää, että arvioitaessa tiedon sisäpiiriluonnetta yksittäisessä tapauksessa, näitä kriteerejä on tulkittava rinnakkain ja yhdessä. Tästä huolimatta on ymmärrettävä, että kummallekin kriteerille on esitettävissä itsenäiset arviointi- ja tulkintakriteerinsä,

---

<sup>71</sup> HE 44/2002 s. 9.

<sup>72</sup> Häyrynen & Kurenmaa 2006, s. 17.

<sup>73</sup> Häyrysen mukaan sisäpiirintieto muodostuu tiedon rahoitusvälineliitännäisyydestä, tiedon saatavuudesta/julkistamisesta sekä tiedon olennaisuudesta. Häyrynen näkee olennaisuustekijän olevan yhdistelmätekijänä, joka koostuu tiedon olennaisuudesta ja tiedon täsmällisyydestä. Ks. Häyrynen 2006 s. 106-125, Häyrynen 2009 s. 112-130. Vrt. kuitenkin Häyrynen – Parkkonen 2006 s. 14-21, jotka käyttävät tästä poikkeavaa jäsentämistätapaa jakaessaan sisäpiirintiedon määritelmän osatekijöihin, jotka ovat julkisuus, olennaisuus ja täsmällisyys. Ks. Kurenmaa 2003 s. 93-157, joka käyttää sisäpiirintiedon määritelmän osatekijöinä tiedon rahoitusvälineliitännäisyyttä, tiedon julkisuutta ja saatavuutta sekä tiedon olennaisen vaikutuksen vaatimusta. Ks. Annola 2005 s. 208-305, joka käyttää sisäpiirintiedon määritelmän osatekijöinä saatavuutta, sisältöä ja olennaisuutta. Vrt. kuitenkin KKO 2006:110, jossa tuomioistuin näyttäisi asettuvan tiedon arvopaperiliitännäisyyden, täsmällisyyden, julkisuuden ja olennaisuuden kannalle. Ks myös HE 137/2004 s. 60, jossa näyttäisi olevan myös asiaa jäsenetty neljän osatekijän kautta.

<sup>74</sup> CESR 06-562b s. 4.

mikä puoltaa myös yksittäisen kriteerin tarkempaa analyysiä.<sup>75</sup> Toistaiseksi sisäpiirintiedon syntymistä arvioivia tuomioistuinratkaisuja on vähän. Siksi ei ole perusteltua arvioida oikeuskäytännön vielä vakiintuneen sisäpiirintiedon määritelmän edellytysten tai sisäpiirintiedon syntymisen tulkinnan osalta lopullisella tavalla.<sup>76</sup>

### 3.3.3 *Liityntä arvopaperiin*

Sisäpiirintiedon täytyy liittyä julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin tai muuhun arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettuun ammattimaisesti järjestetyn kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin tai rahoitusvälineeseen. Arvopaperin määritelmä löytyy arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1§:stä ja rahoitusvälineen määritelmä sijoituspalvelulain 1 luvun 10 §:stä. Tiedon ei tarvitse suoraan liittyä tiettyyn kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin tai rahoitusvälineeseen, vaan riittää että tiedon vaikutus liittyy tiettyihin arvopapereihin yleisesti tai arvopaperimarkkinoihin yleensä. Näin ollen tieto voi liittyä useaan eri liikkeeseenlaskijaan ja useaan eri arvopaperiin tai rahoitusvälineeseen.<sup>77</sup>

#### 3.3.3.1 *Liikkeeseenlaskijatieto*

Liikkeeseenlaskijatieto on peräisin suoraan liikkeeseenlaskijalta ja on siten arvopaperin tai rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvä tieto.<sup>78</sup> Koska yritystoiminta pörssiyhtiössä on yleensä hyvin monimutkaista ja liiketoimintaympäristöt vaihtelevat huomattavasti, on turhaa yrittää laatia tyhjentävää listaa niistä asioista, jotka voisivat olla liikkeeseenlaskijatieta. Liikkeeseenlaskijan toiminnan ja liiketoimintaympäristön tunteminen on olennaisen tärkeää, kun arvioidaan mitkä asiat tyypillisesti voisivat olla kyseisen pörssiyhtiön kannalta liikkeeseenlaskijatieta. Seuraavat esimerkit voivat

---

<sup>75</sup> CESR 06-562b s. 4.

<sup>76</sup> Kun kysymys on dynaamisesti kehittyvästä oikeudenalasta, jonka kansallinen sääntely kytkeytyy tiiviisti kansainväliseen sääntely-ympäristöön, on myös mahdollista, että oikeuskäytäntö ei esimerkiksi sisäpiirintiedon syntymiseen liittyvien edellytysten täyttymisen arvioinnin osalta tule vaikiintumaankaan tavanomaisesti mielletyllä tavalla. Tämä korostaa lainkäytössä muun muassa jokaisen arviointitilanteen yksilöllisyyttä ja tulkintatilanteen ratkaisemista mahdollisimman monipuolisen aineiston perusteella.

<sup>77</sup> HE 254/1998 s. 34 ja HE 157/1988 s. 45-46.

<sup>78</sup> Arvopaperimarkkinasäätelysystematiikassa liikkeeseenlaskijatieto vastaa sitä tietoa, joka on liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden nojalla tiedotettava markkinoille.

sisältää sisäpiirintietoa, mutta ne eivät kaikissa olosuhteissa kuitenkaan ole sisäpiirintietoa:

- liiketoiminnan tuloksen kehittyminen
- määräysvallan muutokset ja määräysvaltaa koskevat sopimukset
- johdon ja hallinnon muutokset
- tilintarkastajien vaihto tai muu tilintarkastajien toimintaan liittyvä tieto
- pääoman tai velkavakuuksien tai optiotodistusten liikkeeseenlaskemiseen arvopapereiden ostamiseksi tai merkitsemiseksi liittyvät toiminnot
- osakepääoman alentamista tai korottamista koskevat päätökset
- sulautumiset, jakautumiset ja yhteisyritysten perustamiset
- merkittävän omaisuuden tai liiketoiminnan osan hankkiminen tai luovuttaminen
- liikkeeseenlaskijan omaisuuteen tai velkoihin, taloudelliseen asemaan tai voittoon ja tappioon vaikuttavat uudelleenjärjestelyt
- osakkeiden takaisinosto-ohjelmia tai muita rahoitusvälineitä koskevat päätökset
- liikkeeseenlaskijan omien pörssilistattujen osakkeiden tuottamia oikeuksia koskevat muutokset
- muutoksenhaku konkurssi-asiassa tai määräysten antaminen konkurssimenettelyssä
- oikeusriidat
- yhden tai useamman pankin luottosopimusten peruuttaminen tai purkaminen
- purkautumissyyn peruminen tai vahvistaminen
- omaisuuden arvon muutokset
- merkityksellisten velallisten maksukyvyttömyys
- kiinteistöjen arvon alentuminen
- vakuuttamattoman omaisuuden fyysinen tuhoutuminen
- uudet lisenssit, patentit, rekisteröidyt tavaramerkit
- arvopaperisalkun arvon laskeminen tai nouseminen
- patenttien, oikeuksien tai immateriaaliomaisuuden arvon vähentyminen markkinainnovaatioiden vuoksi
- yrityskaupparjousten vastaanottaminen merkittävän omaisuuden osalta
- tuotevastuuta tai ympäristöhaittaa koskevat oikeustapaukset
- odotettua tuottoa tai tappiota koskevat muutokset
- asiakkailta saadut tilaukset, niiden perumiset tai merkittävät muutokset
- vetäytyminen tai siirtyminen uusille liiketoiminnan ydinalueille
- muutokset liikkeeseenlaskijan sijoitustavoissa

- osingon täsmäytyspäivä, osingon maksupäivän tai osingon määrän muutokset; osinkokäytäntöä koskevat muutokset<sup>79</sup>

Suomalaisissa oikeustapauksissa on ollut tyypillistä, että sisäpiirintieto on ollut nimenomaan liikkeeseenlaskijatietoa. Tavanomaisesti liikkeeseenlaskijan sisäpiiriin kuulunut henkilö on tullut tietoiseksi liikkeeseenlaskijaa koskevasta sisäpiirintiedosta ja hyödyntänyt tietoa hankkimalla tai luovuttamalla liikkeeseenlaskijan arvopapeita.

TJ Group -tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin vastaajien tieto siitä, että liikkeeseenlaskijan listautumisannissa ja jatkuvaa sekä säännöllistä tiedonantovelvollisuutta täytettäessä, esitetyt tiedot sisälsivät todellisuutta olennaisesti parempaa tietoa TJ Groupin taloudellisesta asemasta.<sup>80</sup>

Nordic Aluminium -tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin vastaajan tieto Nordic Aluminiumin suunnittelema toiseen yhtiöön kohdistuvasta yritysjärjestelyhankkeesta.<sup>81</sup>

Talentum-tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin toimijan tieto Talentumin ja Soneran kanssa perustettavasta uudesta yhteisyrityksestä. Tapauksessa oikeus katsoi sisäpiirintietoa olleen hallituksen kokouksessa saatu tieto siitä, että hanke eteni hyvin, sekä toimitusjohtajalle annettu valtuutus jatkaa neuvotteluja tavoitteena aikaansaada valmis päätösehdotus seuraavaan hallituksen kokoukseen.<sup>82</sup>

Benefon-tapauksessa oikeus totesi sisäpiirintiedoksi vastaajan tiedon liikkeeseenlaskijan velkojen leikkausprosentista yritysaneerausmenettelyssä ja tiedon liikkeeseenlaskijan rahoitustilanteesta.<sup>83</sup>

Metsä-Serla -tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin toimijan tieto liikkeeseenlaskijan omistamien osakkeiden myynnistä, liikkeeseenlaskijan tulevasta luottojärjestelystä, liikkeeseenlaskijan omaisuuden panttauksen vapautumisesta sekä liikkeeseenlaskijan voitollisesta tuloksesta.<sup>84</sup>

---

<sup>79</sup> CESR/06-562b s. 7-8.

<sup>80</sup> KKO 2009:1. Myös Jippii Groupin, Cencorpin ja Enderon tapauksissa sisäpiirintiedon on syyteratkaisuissa katsottu syntyneen vastaajien markkinoita paremmasta tietoisuudesta liikkeeseenlaskijan todellisesta taloudellisesta asemasta.

<sup>81</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj. Myös Instrumentarium, OP-Pohjola ja WSOY tapauksissa oli kyse toiseen yhtiöön kohdistuvasta yritysjärjestelyhankkeesta.

<sup>82</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj

<sup>83</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

<sup>84</sup> Helsingin HO :n tuomio 9.5.2000 (R99/427) – Metsä-Serla Oyj

WSOY-tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin toimijan tieto liikkeeseenlaskijan tuloskehityksestä.<sup>85</sup>

LSO-osuuskunta -tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin vastaajien tieto HK Ruokatalo Groupin pääsystä toiselle kierrokselle Ruotsalaista Swedish Meatsia koskevassa tarjouskilpailussa.<sup>86</sup>

Kyro-tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin vastaajien tieto Kyron omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmasta.<sup>87</sup>

### 3.3.3.2 *Markkinatieto*

Arvopaperiin liittyvää tietoa on myös markkinatieto. Markkinatieto ei ole liikkeeseenlaskijasta peräisin olevaa tietoa, vaan se on esimerkiksi tietoa siitä, miten arvopaperimarkkinat kehittyvät. Markkinatiedon katsotaan liittyvän liikkeeseenlaskijatieta välillisemmin liikkeeseenlaskijaan. Välillisyyttä ei tässä yhteydessä tulisi ymmärtää millään tavalla kannanotoksi siitä, miten relevanttia markkinatieto voi olla verrattuna liikkeeseenlaskijatietaan. Välillisyydellä korostetaan ainoastaan tiedon lähdettä, ja välillisuus toimii myös eurooppalaisessa oikeussystematiikassa kriteerinä, jolla rajataan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden ulkopuolelle sellaiset tiedot, jotka vain välillisesti liittyvät tiedonantovelvolliseen liikkeeseenlaskijaan.<sup>88</sup>

Alla mainitut tiedot voivat olla markkinatietona sisäpiirintietoa, mutta eivät välttämättä sitä kuitenkaan ole:

- tilastotietoa välittävien julkisten laitosten julkaisemat tiedot ja tilastot
- luottoluokitusyhtiöiden raporttien tuleva julkaiseminen
- listattujen rahoitusvälineiden arvoon liittyvien tutkimusten, suositusten tai ehdotusten tuleva julkaiseminen
- keskuspankin korkoja koskevat päätökset
- valtioneuvoston verotukseen, toimialan sääntelyyn, velanhoitoon jne. liittyvät päätökset

---

<sup>85</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 14795/30.6.2000 (R00/869) - WSOY

<sup>86</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

<sup>87</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

<sup>88</sup> Knuts 2011 s. 38.

- markkinaindeksien muutoksiin (erityisesti indeksien sisältöön) liittyvät päätökset.<sup>89</sup>

Markkinatiedon osalta on syytä huomata, että myös tieto muiden markkinatoimijoiden mahdollisista tulevista toimista voi olla sisäpiirintietoa. Tällainen tieto onkin luontevimmin ymmärrettävissä juuri markkinatiedoksi siitä huolimatta, että tieto ei laajassa mittakaavassa välttämättä vaikutakaan markkinoihin edellä kuvattujen makrotietojen tavoin.<sup>90</sup>

Sampo-tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin vastaajan tieto siitä, että liikkeeseenlaskija suunnitteli yritysjärjestelyhanketta, joka tähtäsi pankki- ja vakuutusalan kannalta merkittäviin rakennejärjestelyihin, jossa tavoitteena oli hankkia huomattava määrä kohdeyhtiön osakkeita.<sup>91</sup>

Liinos-tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin toisen yhtiön liikkeeseenlaskijaan kohdistama yritysjärjestelyhanke.<sup>92</sup>

Tieto sijoittajan tulevasta julkisesta ostotarjouksesta on usein selvää sisäpiirintietoa. Markkinatiedon osalta ei ole merkitystä sillä, onko tieto vielä tavoittanut liikkeeseenlaskijan. Esimerkiksi tieto tulevasta ostotarjouksesta, joka on yksistään tarjouksen tekijän hallussa, voi olla myös sisäpiirintietoa.<sup>93</sup>

TPO-tapauksessa katsottiin sisäpiirintiedoksi arvoperinvälitystä harjoittavan pankkiiriliikkeen tieto asiakkaansa mahdollisesti tapahtuvasta suuresta kohdeyhtiön osakkeista koskevasta ostotoimeksiannosta.<sup>94</sup>

---

<sup>89</sup> CESR/06-562b s. 8-9.

<sup>90</sup> Knuts 2011 s. 40.

<sup>91</sup> KKO 2006:110

<sup>92</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj. Tieto julkisesta ostotarjouksesta on usein parasta sisäpiirintietoa, koska kohdeyhtiön kurssi nousee keskimäärin 30-50%, johtuen siitä että julkisissa ostotarjouksissa tarjoushinta on yleensä pörssikurssia korkeampi. Ks. Sillanpää 1994, s. 84. Myös Conventum ja Soon tapauksissa oli kyse toisen yhtiön liikkeeseenlaskijaan kohdistamasta yritysjärjestelyhankkeesta.

<sup>93</sup> Knuts 2011 s. 40-41.

<sup>94</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj. Oikeudessa vastaajien puolustus esitti, että tieto ei ollut sisäpiirintietoa, koska varsinaista ostotoimeksiannosta ei oltu vielä saatu. Oikeus kuitenkin katsoi että riittää että tieto on sellaista että sillä on reaaliset toteutumismahdollisuudet. Suunnitelman ei tarvitse olla ehdottomasti varmistunut, jotta se olisi sisäpiirintietoa.



### 3.3.3.3 Itsetieto

Itsetietoa on toimijan tieto omista tulevista toimistaan. Itsetieto voi tässä esityksessä edustetun kannan mukaan olla sisäpiirintietoa. Yksinomaan toimijan tuntema (julkistamaton), arvopaperin tai muun rahoitusvälineen kurssin muodostuksen kannalta riittävän merkityksellinen (olennainen) tieto toimijan omista tulevista toimista on siten sisäpiirintietoa. Itsetieto ei siten missään nimessä rajoitu toimijan suunnittelemaan julkiseen ostotarjoukseen, vaan voi olla mitä tahansa muutakin sisäpiirintiedon määritelmän täyttävää, toimijan hallussa olevaa tietoa.<sup>95</sup>

HBOS-tapauksessa sisäpiirintiedoksi katsottiin rikollisen toimijan toimet manipuloida pankin osakekurssia alaspäin ja levittää valheellisia huhuja siitä, että pankki tullaan valtiollistamaan. Ennen valheellisen tiedon levittämistä toimija myy kuitenkin ensin lyhyeksi pankin osakkeita.<sup>96</sup>

Kone-Partek -tapauksessa oli kyse Koneen omistajasuvun holdingyhtiö Security Tradingin nimiin tehdyistä Partekin osakehankinnoista vuosina 2001-2002. Security Trading osti Partekin osakkeita runsaan vuoden ajan ennenkuin Kone julkisti julkisen ostotarjouksen Partekin osakkeista. Holdingyhtiö lopetti ostot puolitoista kuukautta ennen Koneen julkista ostotarjousta Partekista. Holdingyhtiö teki arvioilta 1,5 miljoonan euron myyntivoiton Partekin osakkeiden kurssinousun vuoksi. Kone Oyj:n ja Security tradingin hallitusten puheenjohtajana toimi sama henkilö, joten hänellä oli sisäpiirintietoa tulevasta julkisesta ostotarjouksesta, kun holdingyhtiö hankki Partekin osakkeita. Näin suuren luokan yritysjärjestelyn suunnitteluun ja julkistamiseen puolitoista kuukautta on todennäköisesti liian lyhyt aika.<sup>97</sup> Syyttä ei kuitenkaan nostettu, koska esitutkinnassa ei tullut ilmi näyttöä, jonka mukaan Koneen ja Security Tradingin hallitusten puheenjohtajana toiminut sama henkilö olisi ollut tietoinen Security Tradingin tekemistä Partekin osakkeiden hankinnoista.<sup>98</sup>

---

<sup>95</sup> Knuts 2011 s. 41-42, Kurenamaa s. 138 ja Annola s. 326-329.

<sup>96</sup> FSA:n lehdistötiedote, 1.8.2008 (FSA/PN/086/2008)

<sup>97</sup> Annola 2005, s. 294. Toisaalta sisäpiirintiedon edellytykset eivät täyty välttämättä nopeasti, koska liikkeeseenlaskijan merkittävät liiketoiminnalliset ratkaisut edellyttävät varsin usein pitkää ja huolellista suunnittelua ja valmistelua. Suunnitelmien alkuvaiheessa tieto suunnitelman toteutumisesta on usein epävarmaa ja epätasällista. Tällöin suunnitelmien alkuvaiheessa syntynyttä tietoa voidaan pitää epätasällisenä ja sisäpiirintiedon ulkopuolelle rajautuvana.

<sup>98</sup> Valtakunnansyyttäjänviraston syyttämättäjäätämispäätös 2.2.2006, numero 06/3, diaarinumero 05/28 (Kone-Partekin juttu)

### 3.3.4 Tiedon täsmällisyys

Sisäpiiritiedon määritelmässä tiedon täsmällisyysvaatimus muodostaa ensimmäisen varsinainen edellytyksen, jonka tulee täyttyä, jotta tieto voisi olla sisäpiirintietoa. Tiedon täsmällisyyden ensimmäinen edellytys on, että se koskee tapahtumia, jotka ovat tapahtuneet taikka, joiden voidaan kohtuudella odottaa tapahtuvan. Tällä vaatimuksella on haluttu erottaa sisäpiirintiedon käsite epävarmoista markkinatiedoista ja huhuista. Tiedon täsmällisyysvaatimus ei tarkoita sitä, että tieto koskisi tapahtumia joiden odotetaan todennäköisesti tapahtuvan tulevaisuudessa. Sisäpiirintiedon täsmällisyyden vaatimus täyttyy siis jo silloin, kun tapahtuman toteutumiselle on olemassa tosiasiallinen mahdollisuus. Tapahtuman tulevaisuuteen liittyvät epävarmuudet eivät siten vähennä tiedon täsmällisyyttä; riittää, että on ollut tosiasiallinen mahdollisuus, että tapahtuma toteutuisi.<sup>99</sup> EUT:n asiaan liittyvää ratkaisua analysoitaessa on kuitenkin esitetty, että tapahtuman toteutumisen todennäköisyyden pitäisi olla suurempi kuin tapahtuman ei- toteutuminen.<sup>100</sup> Esimerkiksi neuvottelut yritysjärjestelyistä ovat täsmällistä sisäpiirintietoa, vaikka yritysjärjestelyt eivät etenisikään neuvotteluja pidemmälle. Neuvottelut yritysjärjestelystä voivat edetä esimerkiksi seuraavasti. Katkoviiva kuvaa ajankohtaa, jolloin järjestely on edennyt siihen vaiheeseen, että tietoa siitä on viimeistään pidettävä täsmällisenä sisäpiirintietona.<sup>101</sup>

- Alustavat analyysit ja selvitykset
- Yhteydenotot neuvonantajiin
- Alustavat yhteydenotot
- Ensimmäinen tapaaminen toisen sopijapuolen kanssa
- Alustavat keskustelut toisen sopijapuolen kanssa
- Osapuolten myönteinen suhtautuminen jatkokeskusteluihin
- Salassapitosopimuksen allekirjoittaminen
- Yhtiön päätös tai vastaava kannanotto edetä asian valmistelussa

- 
- Neuvottelut kaupan ehdoista ja rakenteesta/aiesopimus
  - Due diligence, johdon esitykset yms.
  - Kaupan lopullisia ehtoja määrittellen
  - Järjestely hyväksytään yhtiössä

<sup>99</sup> HE 137:2004.

<sup>100</sup> C-19/11 Markus Getl v. Daimler AG (2012) kok. 00000, EUVL C-258. Kyseistä EUT:n ratkaisua ovat analysoineet Krause – Brellocks 2013 ja Kotiranta 2014. Molemmat esittävät, että tapahtuman todennäköisyydeltä tulee edellyttää yli 50 prosentin todennäköisyyttä täyttääkseen täsmällisyyskriteerin.

<sup>101</sup> Knuts 2011, s. 53.

- Sopimuksen tai esisopimuksen allekirjoittaminen
- Julkistaminen

Tiedon täsmällisyyden toinen edellytys on, että kyseinen tieto on riittävän tarkka, jotta tiedon perusteella voidaan päätellä, että tieto vaikuttaa rahoitusvälineiden hintoihin. Tiedon täsmällisyydeltä ei edellytetä hintavaikutuksen suunnan ennakoitavuutta.<sup>102</sup> Tätä on perusteltu muun muassa sillä, että johdannaismarkkinoilla jo sisäpiirintiedon pelkän oletettavan hintavaikutuksen perusteella tietoa voitaisiin käyttää hyväksi siitä, riippumatta mihin suuntaan se tulisi rahoitusvälineen hintaa muuttamaan.<sup>103</sup> Markkinoiden reagointi ei ole useinkaan ennakoitavissa ja tietyn tiedon julkistamista johtuvan hintavaikutuksen arviointi on etukäteen vaikeaa. Osavuosikatsausten tai tilinpäätöstietojen osalta markkinoiden ennako-odotusten mukaista tietoa on pidetty täsmällisenä tietona.<sup>104</sup>

Sampo tapauksessa korkein oikeus pohti tiedon täsmällisyyttä todeten, että tiedon täsmällisyys merkitsee ensinnäkin sitä, että tieto viittaa olosuhteisiin tai tapahtumiin, jotka ovat jo ilmenneet tai toteutuneet taikka joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai toteutuvan. Kyseisen vaatimuksen tarkoitus oli ennen kaikkea tehdä ero yhtäältä sisäpiirintiedon ja toisaalta epävarmoihin seikkoihin tai markkinahuhuihin

---

<sup>102</sup> Ennakkoratkaisupyyntö EUT:lle asiassa C-628/13. Ranskan korkein oikeus kysyy ennakkoratkaisuhakemuksessaan, tuleeko MAD 1 artiklan 1 kohtaa ja Määritelmädirektiivin sisäpiirintiedon määritelmää tulkita siten, että jotta tieto voidaan katsoa täsmälliseksi näiden säännösten tarkoittamalla tavalla, tulee tiedolla riittävän suurella todennäköisyydellä olla huomattava, tietynsuuntainen vaikutus kyseessä olevien rahoitusvälineiden hintaan tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan. Toisin sanoen, EUT:n on ratkaistava tuleeko sisäpiirintiedon täsmällisyyskriteerin osalta markkinatoimijan tiedossa olla riittävän suurella todennäköisyydellä se tuleeko tieto nostamaan vai laskemaan rahoitusvälineen kurssia. Yhtiön toimitusjohtaja, Lafonta, kiisti tapauksessa olleen kyse sisäpiirintiedosta ja esitti, että tieto voi olla täsmällinen vain, jos on mahdollista, että tiedon perusteella voidaan tehdä johtopäätös olosuhteiden tai tapahtumien potentiaalisesta vaikutuksesta kyseessä olevan rahoitusvälineen hintaan. Tästä seuraa Lafontan mukaan se, että tieto voi olla täsmällinen vain, jos sen hallussapitäjä voi tiedon perusteella ennakoita, miten tiedon julkistaminen vaikuttaa rahoitusvälineen arvoon, eli onko tiedolla kurssia nostava vai laskeva vaikutus. Vain tieto, jonka perusteella voidaan arvioida hintavaikutuksen suunta, voi vaikuttaa tiedon hallussapitäjän sijoituspäätökseen ja siten tuottaa etua muihin markkinatoimijoihin nähden. Ratkaisun perusteluissa Lafontan esittämä kanta kiistetään toteamalla, ettei sisäpiirintiedon määritelmässä merkitystä voida antaa sille minkä suuntainen täsmällisyyskriteerin edellyttämä mahdollinen hintavaikutus on.

<sup>103</sup> HE 137/2004 vp, s. 60; Häyrynen 2009, s. 124.

<sup>104</sup> HE 137/2004

perustuvan tiedon välillä. Sisäpiirintiedon täsmällisyyttä koskevan vaatimuksen voidaan katsoa täyttyvän jo silloin, kun kyseisten olosuhteiden tai tapahtumien ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus. Tiedon täsmällisyydeltä edellytetään myös sitä, että tieto on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös tällaisten olosuhteiden tai tapahtumien mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai näihin liittyvien johdannaisrahoitusvälineiden arvoihin. Kun Sampo oli jättänyt Suomi-yhtiölle Pohjolan osakkeita koskevan neuvottelutarjouksen, tiedon täsmällisyyttä koskeva vaatimus oli täyttynyt siitä huolimatta, että tarjouksen käsittelystä tai sen vastaanottajan hyväksymisen todennäköisyydestä ei ollut tietoa.<sup>105</sup>

TJ Group -tapauksessa oikeus totesi, että vain yhtiön johto oli ollut tietoinen julkistetun positiivisen tuloksen paikkansapitämättömyydestä sekä yhtiön todellisen negatiivisen tuloksen määrästä. Yhtiön johdolla oli siten ollut riittävän tarkka tieto mainituista arvopaperin arvoon vaikuttaneista seikoista, jotka olisivat olleet merkityksellisiä niin sanotun järkevän sijoittajan sijoitusharkinnassa osakeantitilanteessa.<sup>106</sup>

Conventum-tapauksessa, joka liittyi Pohjolan ja Conventumin yhdistämiseen, yhdeksi keskeiseksi oikeudelliseksi kysymyksesksi muodostui se, missä vaiheessa yhdistymisprosessia sisäpiirintiedon määritelmän täsmällisuusvaatimuksen voitiin katsoa ylitetyn niin, että sisäpiirintietoa oli syntynyt. Tuomioistuimen niukahkoista perusteluista voidaan tuomioistuimen tulkita omaksuneen KKO 2006:110 tapauksessa esitetyn tulkintalinjan. Tuomioistuin totesi näyttöön viitaten, että ilmaisu pyrkimyksestä neuvotteluyhteyteen ja sitä seuranneisiin yhteydenottoihin ja suunnitelmien laatimiseen liittyvä tieto täytti sisäpiirintiedon täsmällisyydelle asetettavan vaatimuksen.<sup>107</sup>

Liinos-tapaus liittyi Visma ASA:n Oyj Liinos Abp:stä tekemään julkiseen ostotarjoukseen. Sisäpiirintiedon täsmällisyysvaatimuksen täytyminen oli tapauksessa vahvasti näytöllinen kysymys. Tuomioistuin suoritti kokonaisarvioinnin, johon vaikutti yrityskaupan osapuolten välinen kommunikaatio, tapaamisen järjestäminen, toisen osapuolen hankekohtaisen sisäpiirirekisterin perustaminen, osittain myös tarjouksentekijän aikaisempi toimintapa offensiivisenä yritysostojen toteuttajana, sekä vastaajan tietoisuus tästä. Hankkeen toteutumisen epävarmuus ei poistanut tiedolta sen sisäpiiriluonnetta, sillä tieto oli hovioikeuden mukaan kuitenkin koskenut joitakin

---

<sup>105</sup> KKO 2006:110

<sup>106</sup> KKO 2009:1

<sup>107</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

yksilöitävissä olleita tosiasioita tai olosuhteita, joiden ilmenemiseen tai toteutumiseen oli objektiivisesti arvioituna ollut tosiasiallinen mahdollisuus.<sup>108</sup>

Nordic Aluminium- tapaus liittyi merkitykselliseen yrityskauppaan, jonka kohteena oli listaamaton yhtiö. Hovioikeus katsoi, että jo varsin varhaisessa vaiheessa oleva suunnitelma riittävän kokoisesta yrityskaupasta voi olla sisäpiirintietoa.<sup>109</sup> Hovioikeuden mukaan ”jo, kun yrityksen edustajat aloittavat neuvottelut ostettavan yrityksen edustajien kanssa tai kun yritys aloittaa tutkimukset yrityskaupan toteuttamiseksi”, tieto kypsyy sisäpiirintiedoksi. Hovioikeus katsoi hankkeen olleen vireillä huomattavan pitkän ajanjakson, eli 15.8.1998-15.4.1999.<sup>110</sup>

Talentum-tapaus liittyi Talentumin ja Soneran yhteistyöhankkeeseen, jota voitiin pitää merkittävänä. Oikeus katsoi, kirjallisen näytön perusteella, että ns. Sonera hanke oli viimeistään hallituksen kokouksessa 20.4.1999 edennyt niin pitkälle, se oli niin yksilöity ja toteutumiseltaan hyvin todennäköinen, jotta tieto oli täsmällisyyskriteerin täyttävää.<sup>111</sup>

TPO-tapauksessa oikeus katsoi tiedon tulevasta ostotoimeksiannosta kypsyneen riittävän todennäköisyyden tasolle sen jälkeen, kun sijoituspalveluyhtiön päämeklari oli ostotoimeksiannosta harkitsevan yhtiön rahoituspäällikön kanssa sopinut osakkeen hinnaksi 8,50 euroa. Tieto oli sisäpiirintietoa, vaikka varsinaisesta ostotoimeksiannosta ei ollut vielä täyttä varmuutta, koska päätös siitä oli tehtävä vielä ostotoimeksiannosta harkitsevan yhtiön hallituksen kokouksessa.<sup>112</sup>

Benefon tapauksessa oikeus katsoi, että vastaajalla oli ollut osakekauppojen aikaan Benefonin pörssiosakkeeseen liittyvää tietoa, joka on ollut johtopäätösten tekemiseksi olosuhteiden ja tapahtumien mahdollisesta arvovaikutuksesta arvopaperiin riittävän tarkkaa ja sisäpiirintiedon määritelmässä tarkoitettua täsmällistä, vallinneisiin olosuhteisiin ja tapahtumiin (saneerausmenettely ja siihen liittyvä rahoitushanke) liittyvää jo ilmennyt tai toteutunutta (Tracker-hankkeen kariutuminen, maksamatta jääneet vuokrat) tai objektiivisesti arvioiden ainakin ilmenemis- tai toteutumiskelpoista ja -mahdollista (saneerausohjelmaehdotus, konkurssiuhka, Octagon-sijoitustarjous).<sup>113</sup>

Jippii-tapauksessa tiedon täsmällisyyttä ei varsinaisesti oikeus edes pohtinut, koska kävi selväksi, että Jippii Group oli menetellyt lain edellyttämällä tavalla AML:n

---

<sup>108</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010, (R08/3300) - Liinos Oy

<sup>109</sup> Hovioikeus omaksui siten integroidun arviointitavan, jossa täsmällisyys oli toteutumistodennäköisyyden ja olennaisuuden funktio

<sup>110</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj

<sup>111</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj

<sup>112</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

<sup>113</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään ja näin ollen sisäpiirintietoa ei ollut syntynyt lainkaan.<sup>114</sup>

LSO-tapauksessa oikeus katsoi, että erityisen merkittävässä yritysjärjestelyissä tai -kaupoissa verraten alustavana tai hyvin epävarmana pidettävä tietokin voi täyttää sisäpiirintiedon edellytykset jo siinä vaiheessa, kun osapuolet eivät ole vielä keskustelleet ehdoista tai hinnasta. Tässä tapauksessa kyseessä oleva kauppa oli ollut HK:lle hyvin merkittävä, sillä kaupan seurauksena sen liikevaihto 2,5-kertaistui. Kun HK oli jättänyt indikaatiivisen tarjouksen ja oli saanut alustavan, mutta itsekin luotettavana pitämänsä tiedon pääsystään ns. toiselle kierrokselle, on yrityskaupan toteutumiseen objektiivisesti arvioituna ollut tosiasiallinen mahdollisuus. Sitä paitsi HK oli jo indikaatiivisessa tarjouksessaan ehdottanut yrityskauppaa ja kauppahinnan maksamista osin omilla osakkeillaan. Hovioikeus katsoo, että HK:n hallituksen kokouksessa 7.8.2006 kerrottu tieto on täyttänyt sisäpiirintiedon täsmällisyydelle asetettavan vaatimuksen.<sup>115</sup>

Instrumentarium-tapauksessa oikeus totesi, että vastaajalla oli tarkka tieto yrityskaupasuunnitelmien etenemisestä. Vastaajalla oli tieto ostosuunnitelmasta yksityiskohtainen ja siitä, että Instrumentariumin mahdollisuus ostaa vain haluamansa osat kohdeyrityksestä olivat ennen osakkeiden ostopäätöstä 7.10.1997 selvästi parantuneet alkuasetelmasta.<sup>116</sup>

WSOY-tapauksessa oikeus katsoi, että tiedon täsmällisyyskriteeriä ei tarvinnut pohtia WSOY:n tai Rautakirjan tuloskehitysraporttien osalta, koska tieto niistä oli jo realisoitunut. Lisäksi oikeus katsoi, että TukkuTiimi-yhtiöiden yrityskauppaneuvottelut olivat edenneet jo niin pitkälle, että siitä oli tullut sisäpiirintietoa.<sup>117</sup>

Soon-tapauksessa oikeus totesi Elisan Soon Communicationsia kohtaan kohdistuneen julkisen ostotarjouksen olleen täsmällistä sisäpiirintietoa osakkeiden ostotoimeksiantohetkellä 20.3.2001, koska seuraavana päivänä 21.3.2001 Elisa julkisti pörssitiedotteella klo 12.00 tekensä julkisen ostotarjouksen Soon Communicationsista.<sup>118</sup>

Cencorp-tapauksessa oikeus totesi, että vain yhtiön johto oli ollut tietoinen julkistetun positiivisen tuloksen paikkansapitämättömyydestä, koska se oli antanut

---

<sup>114</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj. Myös Endero tapauksessa oikeus totesi liikkeeseenlaskijan menetelleen oikein täyttäessään AML:n mukaista tiedonantovelvollisuuttaan. Ks. Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) Endero Oyj

<sup>115</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

<sup>116</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 1404/99, 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj

<sup>117</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 14795, 30.6.2000 (R00/869) – WSOY Oyj

<sup>118</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

perusteettomia arvioita yhtiön tulevaisuudennäkymistä ja viivyttänyt perustellun tiedon antamista. Lisäksi yhtiön tilinpäätökset vuosilta 2005 ja 2006 eivät antaneet oikeaa ja riittävää kuvaa yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta laskennallisen verosaamisen kirjaamisen vuoksi. Yhtiön vuoden 2006 aikana julkaisemat tulevaisuudennäkymät yhtiön liikevaihto- ja tuloskehityksestä olivat perusteettomia, koska yhtiö ei tulevaisuudennäkymiä julkistaessaan ollut ottanut riittävästi huomioon toteutunutta kehitystä eikä liiketoimintaan liittyviä epävarmuustekijöitä, kuten asiakkaiden ostokäyttäytymisen muutosta ja kilpailutilanteen kiristymistä. Oikeus totesi täsmällisyyskriteerin täyttyneen.<sup>119</sup>

OP-Pohjola-tapauksessa oikeus totesi, että neuvottelut yritysjärjestelyhankkeesta koskien Pohjolan osakkeita, olivat edenneet jo varsin pitkälle heinäkuussa 2005, koska sisäpiirirekisteri perustettiin 4.7.2005 asianajotoimistossa, jossa vastaaja A oli töissä. Samaisen asianajotoimiston toinen työntekijä oli myös 4.7.2005 saanut kuulla, että osakekauppa julkistetaan 12.9.2005. Oikeus näinollen totesi, että sisäpiirintieto oli täsmällistä.<sup>120</sup>

Kyro-tapauksessa oikeus totesi, että tieto osakkeiden takaisinankintaohjelmasta oli kypsynyt sisäpiirintiedoksi 16.8.2001, jolloin vastaaja B antoi osakkeiden hankintatoimeksiannon. Tätä oikeus perusteli sillä, että hanketta omien osakkeiden hankkimisesta oli alettu suunnittelemaan jo yhtiökokouksessa 12.6.2001 ja siitä keskusteltiin hallituksen kokouksessa 15.8.2001 ja lopullinen päätös asiasta tehtiin hallituksen kokouksessa 17.8.2001. Oikeus katsoi, että ei voida olettaa, että päätös omien osakkeiden hankkimisesta olisi tehty tyhjästä 17.8.2001 yhden päivän aikana.<sup>121</sup>

### **3.3.5 Julkistamaton tieto**

Markkinoilla yleisesti tunnettu tieto ei ole sisäpiirintietoa. Sisäpiirintietoa voi olla ainoastaan tieto, jota ei ole julkistettu tai jota ei muuten ole ollut markkinoilla saatavissa. Julkistamisella tarkoitetaan tiedon asianmukaista saattamista yleisön ja tiedotusvälineiden saataville. Julkistamisen kannalta keskeistä on nimenomaan tiedon saattaminen markkinoilla käytettäväksi.<sup>122</sup> Tarkoituksena ei ole rajata sitä, miten tieto saatetaan julkisuuteen. Vaikka tieto on vastoin liikkeeseenlaskijan tahtoa markkinatoimijoiden saatavilla, on sen käyttö sallittua. Esimerkiksi Internetissä olevaa

<sup>119</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj

<sup>120</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

<sup>121</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

<sup>122</sup> HE 254:1998, s. 34-35.

tietoa, joka on vapaasti saatavissa, ei voida pitää sisäpiirintietona. Jos tieto on markkinoiden käytettävissä, vaikka sitä ei ole julkistettu, sen hyväksikäyttäminen on myös sallittua.<sup>123</sup>

Sampo-tapauksessa<sup>124</sup> Korkein oikeus kiteytti arvioinnin toteamalla, että: ”Arvioitaessa sitä, onko sisäpiirintiedoksi väitetty tieto julkistettu tai muutoin markkinoilla saatavissa, huomiota on kiinnitettävä muunmuassa siihen, missä määrin julkistettu tai muutoin markkinoilla oleva tieto vastaa väitettyä sisäpiirintietoa.”<sup>125</sup>

TJ Group -tapauksessa tapahtumain kulkuun kuului liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi antamat useat pörssitiedotteet ja niitä seuranneet pääomistajien ja toimivan johdon laajat osakemyynnit. Tapauksessa liikkeeseenlaskijan ei katsottu riittävällä tavalla julkistaneen (kurssiin olennaisesti vaikuttavia) negatiivisia tietoja. Markkinoilla ei ollut ollut käytettävissään yhtiön johdolla olleita tietoja yhtiön tuloksen vääristämisestä todellisuutta paremmaksi, joten tiedot olivat olleet julkistamattomia siten kuin sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksessä tarkoitettiin.<sup>126</sup>

Jippii-tapauksessa oli kysymys siitä, että liikkeeseenlaskijan väitettiin antaneen sekä jatkuvan että säännöllisen tiedonantovelvollisuuden yhteydessä arvopaperimarkkinoille vääriä ja paikkansapitämättömiä tietoja ja että vastaajat olisivat tämän perusteella syyllistyneet sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Oikeus katsoi, että tiedonantovelvollisuutta täytettäessä oli menetelty lain edellyttämällä tavalla ja että

---

<sup>123</sup> Häyrynen 2009, s. 118. Ks. lisää saatavuuskriteeristä, Annolla 2007.

<sup>124</sup> Ks. KKO 2006:110, kohta 22. Tapausta on kommentoinut oikeuskirjallisuudessa Häyrynen 2007 s. 837-849 ja Annola 2007 s. 720-732. Tapauksen taustalla oli juuri yritysjärjestelyyn liittyvää sisäpiirintietoa. Osakekauppoja toteuttanut sisäpiirintiedosta tietoinen markkinatoimija vetosi puolustuksessaan siihen, että yritysjärjestelyä oli jo kommentoitu ja analysoitu Helsingin Sanomissa. Tästä syystä vastaajan mukaan hänellä ei olisi voitu katsoa olleen sisäpiirintietoa. Tuomioistuin asettui näytön arvioinnin seurauksena sille kannalle, ettei lehdessä julkaistu tieto riittävällä tavalla riittänyt tasoittamaan sitä oleinnaista tiedollista etumatkaa, joka katsottiin vastaajalla olleen. Ks. KKO 2006:110 kohdat 20-28.

<sup>125</sup> Tätä arviota tehdessä on syytä kiinnittää huomiota siihen, ettei sisäpiirintiedon määritelmä edellytä täydellistä informaatiotasapainoa markkinatoimijoiden välillä, vaan epäolennaisen tiedollisen epätasapainon olemassaolo sallitaan edelleen. Markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaatekaan ei siten edellytä täydellistä tiedollista tasavertaisuutta arvopaperimarkkinatoimijoiden välillä. Ks. KKO 2006:110: ”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.”

<sup>126</sup> KKO 2009:1



markkinoilla oli saatavissa oikeat tiedot yhtiön taloudellisesta tilanteesta. Julkistamattomuuskriteeri ei ollut täyttynyt.<sup>127</sup>

TPO-tapauksessa vastaajat esittivät puolustuksessaan, että he olivat yleisellä tasolla tienneet markkinoillakin yleisessä tiedossa olleesta HPY:n kiinnostuksesta TPO:n osakkeita kohtaan. Lisäksi vastaajat olivat edellisvuonna HPY:n TPO:n osakkeista tekemän kaupan vuoksi olleet tietoisia HPY:n strategisista suunnitelmista. Oikeus katsoi, etteivät nämä markkinoilla yleisesti tiedossa olleet tiedot yleisluonteisuutensa takia vastanneet tapauksessa väitettyä sisäpiirintietoa.<sup>128</sup>

Talentum-tapauksessa oli täysin riidatonta, että tieto Talentumin aikeesta perustaa internet-palveluihin keskittyvä yhtiö Soneran kanssa eli niin sanotusta Sonera-hankkeesta oli ollut osakkeiden hankintahetkellä täysin julkistamatonta tai ei ollut muutoinkaan markkinoilla saatavissa.<sup>129</sup>

Benefon-tapauksessa riidatonta oli, että julkisuudessa oli tieto siitä, että Benefon oli jo ennen yrityssaneerausmenettelyn alkamista ajautunut tilanteeseen, missä yhtiöstä oli perusteltua puhua kriisiyhtiönä ja yhtiön osakkeen kurssi oli alamäessä. Julkisuudessa olleet tiedot eivät kuitenkaan yleisluonteisuutensa vuoksi vastanneet oikeuden sisäpiirintiedoksi toteamaa tietoa. Näin ollen julkistamattomuutta koskeva kriteeri täyttyi myös oikeuden mielestä.<sup>130</sup>

Conventum tapauksessa esitetyistä kirjallisista todisteista ilmenee, että Taloussanomissa on kirjoitettu 5.12.2000 ja 23.1.2001 markkinoiden odottavan Conventumin myyntiä. Tämän kaltainen spekulatiivinen arviointi on talouselämään liittyvässä mediassa tavanomaista, eikä sen tarvitse johtaa oletettuun lopputulokseen. Kuten Conventumin hallituksen puheenjohtaja oli kertonut, kaikki yhdistymiseen liittyvä tieto kuten Conventumin ja Pohjolan tuleva vaihtokurssi, oli pidetty 9.5.2001 asti erittäin salaisena ja suppean henkilöryhmän tiedossa. Oikeus katsoi, että kysymyksessä oleva tieto oli täyttänyt julkistamattomuuskriteerin.<sup>131</sup>

Liinos-tapauksessa oikeus totesi että oli yleisesti tiedossa, että vuosina 2000 - 2001 IT - yhtiöt olivat kokeneet ennennäkemättömän pörssikurssien romahtamisen (IT-kuplan puhkeaminen), jonka jälkeen markkinoilla oli yleinen uudelleenjärjestely, jossa yhtiöitä ostettiin ja myytiin paljon. Myös Liinoksen kurssi oli laskenut. Oikeus katsoi,

---

<sup>127</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj. Myös Endero tapauksessa oikeus totesi liikkeeseenlaskijan menetelleen oikein täyttäessään AML:n mukaista tiedonantovelvollisuuttaan. Ks. Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) Endero Oyj

<sup>128</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

<sup>129</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj

<sup>130</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

<sup>131</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

että Liinoksen osakkeiden myyntiin liittyvät, käytännössä vain vastaajan, pankkiiriliikkeen meklarin ja Visma ASA:n toimitusjohtajan tiedossa olleet seikat ovat täyttäneet julkistamattomuuskriteerin.<sup>132</sup>

LSO-tapauksessa esitettyjen lehtileikkeiden mukaan tiedotusvälineissä oli julkaistu useita kirjoituksia, joissa oli spekuloitu Swedish Meatsin liiketoiminnan myynnillä ja siinä yhteydessä oli mainittu HK yhtenä ostajakandidaattina. Tuossa vaiheessa HK:n taholta oli kerrottu sen seuraavan hanketta sivusta ja sen pääintressien olevan muualla kuin Ruotsin markkinoilla. Markkinoilla ei ole ollut tietoa hankkeen etenemisestä tämän jälkeen eikä erityisesti sitä, että HK oli jättänyt tarjouksen ja päässyt ns. toiselle kierrokselle. Oikeus katsoi, että indikatiivinen tarjous ja HK:n pääsy ns. toiselle kierrokselle on täyttänyt julkistamattomuuskriteerin.<sup>133</sup>

Nordic Aluminium -tapauksessa oli riidatonta, että kyseinen yrityskauppa tuli julkisuuteen vasta pörssitiedotteella 15.4.1999 kello 15.30.<sup>134</sup>

Instrumentarium-tapauksessa oikeus totesi että markkinoilla ei ollut Instrumentariumin suunnittelema yrityskaupasta yhtäläisiä tietoja. Markkinoilla oli ainoastaan tieto Instrumentariumin yleisestä suunnitelmasta keskittyä anestesia- ja tehohoitoliiketoimintaan ja tieto siitä, että edellä mainittuihin aloihin keskittynyt kohdeyritys oli myytävänä. Kyseessä ei ollut julkistettu tai julkisuudessa ollut tieto, vaan yhtiön sisäinen suunnitelma yrityskaupasta.<sup>135</sup>

WSOY-tapauksessa oli riidatonta, että kyseessä olleet tiedot WSOY:n ja Rautakirjan tuloskehityksestä sekä TukkuTiimi-yhtiöiden kauppaneuvotteluista olivat olleet vastaajan toimeksiantojen ja kauppojen aikaan julkistamattomia ja luottamuksellisia kyseessä olevia yhtiöitä koskevia tietoja.<sup>136</sup>

Soon-tapauksessa oli riidatonta, että Elisan suunnittelema julkinen ostotarjous Soonin ostamiseksi oli julkistamatonta sisäpiirintietoa.<sup>137</sup>

Cencorp-tapauksessa kyse oli nimenomaan siitä, että yhtiö oli jättänyt asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka AML velvoittaa antamaan tai AML:n mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antanut arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon. Cencorpin todellisen taloudellisen aseman tietojen osalta tieto oli julkistamatonta sisäpiirintietoa.<sup>138</sup>

---

<sup>132</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj

<sup>133</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

<sup>134</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj

<sup>135</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 1404/99, 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj

<sup>136</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 14795, 30.6.2000 (R00/869) – WSOY Oyj

<sup>137</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

<sup>138</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj

OP-Pohjola -tapauksessa tietoa osakekaupasta ei oltu julkistettu ennenkuin 12.09.2005. Asiasta ei ollut edes huhuja liikkeellä, vaikka yksi todistajista kertoi, että hän oli kysellyt markkina-analyytikoilta, oliko liikkeellä mitään huhuja liittyen Pohjolan osakkeeseen tai optioihin. Toisaalta ainoastaan vastaaja C oli osoittanut kiinnostusta Pohjolan osaketta tai optioita kohtaan. Oikeus totesi, että oli riidatonta, että tieto oli julkistamatonta.<sup>139</sup>

Kyro-tapauksessa oikeus totesi riidattomasti, että Kyro oli 12.06.2001 ylimääräisen yhtiökokouksen jälkeen pörssitiedotteella tiedottanut yleisellä tasolla aikovansa aloittaa yhtiön omien osakkeiden hankkimisohjelman. Markkinoiden tietoon ei kuitenkaan ollut saatettu sitä tietoa, että Kyron hallitus teki 17.8.2001 päätöksen hankkia 1.980.000 Kyron osakkeita. Edellä mainittu tieto julkaistiin pörssitiedotteella vasta 22.10.2001. Oikeus totesi, että väitetty sisäpiirintieto ei vastannut sitä tietoa, joka markkinoilla oli. Julkistamattomuuskriteeri oli täyttynyt.<sup>140</sup>

### 3.3.6 *Tiedon olennaisuus*

Olennaisuuskriteeri on liitännäisyyden, täsmällisyyden ja julkistamattomuuden rinnalla neljäs sisäpiirintiedon osakriteereistä. Olennaisuusvaatimuksen tarkoituksena on erottaa kaikesta olemassa olevasta informaatiosta sellainen tiedollinen aines, joka on riittävän olennaista vaikuttamaan markkinatoimijoiden markkinoilla tekemiin sijoituspäätöksiin. Sisäpiirintiedon kontekstissa olennaisuuskriteerillä rajataan sitä tiedollista etumatkaa, jota on sallittua hyödyntää arvopaperimarkkinoilla.<sup>141</sup>

Sisäpiirintiedon tulee koskea seikkaa, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan. Yrityksissä ja niiden palveluksessa olevilla on yleensä koko ajan enemmän tai vähemmän luottamuksellista, julkistamatonta tietoa hallussaan. Vaikutuksen olennaisuusvaatimus osoittaa, ettei tarkoitus ole kriminalisoida sellaisen tiedon hyväksikäyttämistä, jolla on vain vähäinen vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan, vaikka vaikutus olisi kiistatonkin. Olennaisuuskriteeri ohjaa tunnusmerkistön soveltamisen vain niihin tilanteisiin, jotka ovat kriminaalipoliittisesti merkittäviä. Muunlaisen tiedon käyttöä ei rajoitakaan sisäpiirintiedon väärinkäytön rikosoikeudellinen kielto, vaan esimerkiksi markkinoiden itsesääteilyyn perustuvat eettiset ohjeet ja suositukset.<sup>142</sup>

---

<sup>139</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

<sup>140</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

<sup>141</sup> Knuts 2011 s. 86.

<sup>142</sup> Häyrynen & Kurenmaa 2006, s. 27-28.

Olennaisuuskriteerin sisällyttäminen sisäpiirintiedon määritelmään osoittaa, ettei lainsäätäjän pyrkimyksenä ole saattaa markkinatoimijoita täysin symmetriseen tiedolliseen asemaan, vaan tiedollinen epäsymmetria on jo lähtökohtaisesti hyväksyttyä.<sup>143</sup> Epäsymmetria ei saa kuitenkaan olla olennainen, vaan hyväksyttäväksi katsotaan yksinomaan sellaisen tiedon hyödyntäminen, joka ei ole olennaista. On katsottu, että olennaisuuskriteerin tehtävänä on kannustaa markkinatoimijoita hankkimaan ja tuottamaan uutta informaatiota ilman sisäpiirintiedon hyödyntämiseen liittyvää riskiä.<sup>144</sup> Usein tämä tieto on hankittu täysin laillisesti julkisista tietolähteistä tutkimusten ja analyysien avulla. On epäoikeudenmukaista sallia sellaisen tiedon käyttö, joka perustuu muuhun kuin julkisista lähteistä kerättyyn ja analyysin ja tutkimuksen perusteella tuotettuun tietoon. Vaikeinta sääntelyssä onkin rajan vetäminen siihen, mikä on oikeudenmukaisesti hankittua tietoa ja mikä epäoikeudenmukaisesti hankittua tietoa.<sup>145</sup> Joustavaksi muotoiltu olennaisuusvaatimus mahdollistaa sen, että tiedon olennaisuutta voidaan arvioida kunkin yhtiön olosuhteet huomioon ottaen. Niin kuin sisäpiirintiedon määritelmänkin osalta, myöskään jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevassa lainsäädännössä tai säännöksen esitöissä ei ole annettu kriteerejä tai tarkempaa määritelmää sille, mikä on tai ei ole jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyvän olennaisuuskriteerin täyttävää tietoa. Oikeuslähteistä tai –käytännöstä ei ole johdettavissa esimerkiksi prosenttirajaa tai muutakaan numeerista määritelmää sille, mikä katsotaan olennaiseksi vaikutukseksi osakkeen kurssiin.<sup>146</sup> Tällaisen vaatimuksen asettaminen olisi myös käytännön lainsoveltamisen kannalta varsin ongelmallista.

---

<sup>143</sup> Myös tiedonantovelvollisuuksien yhteydessä on kyse eräänlaisesta sietämisvelvollisuudesta, jolla sopimushäiriöihin liittyvän olennaisuusvaatimuksen tavoin pyritään vaihdannan sujuvuuteen ja tehokkuuteen. Olennaisuuskriteerin rajoittaessa tiedon määrää hyväksytään epäolennainen tiedollinen epätasapaino osapuolten välillä. Toisaalta hyväksyttäessä se, että informaatiovirheet tai –puutteet voivat epäolennaisella tavalla vaikuttaa säännellyn toimen lopputulokseen, hyväksytään informaation epätäydellisyys. Olennaisuus toimii siten indikaattorina sille, reaalimaailmassa markkinainformaatio on epäsymmetristä ja epätäydellistä.

<sup>144</sup> Häyrynen – Kajala 2013 s. 412.

<sup>145</sup> Kurenmaa 2003, s. 4.

<sup>146</sup> Häyrynen 2009, s. 126 esittää jo muutaman prosentin kurssimuutoksen olevan mahdollisesti olennainen. Ks. vastaavasti HE 254/1998 s. 35. Myös Ruotsissa tarkan prosenttirajan antaa Samuelsson ym. 2005 s. 191 (noin kymmenen prosenttia). Tanskassa tai Englannissa ei ole oikeustieteessä esitetty tarkkaa prosenttirajaa. Saksassa on esitetty että olennaisuus tarkoittaa noin viiden prosentin kurssimuutosta. Ks. Park 2008, s. 211, joka tosin korostaa, että nyttemmin on luovuttu tästä objektiivisesta mallista ja siirrytty subjektiiviseen malliin, joka perustuu sijottajan (joskin hypoteettiseen) subjektiiviseen arvioon olennaisuudesta.

Sampo-tapauksessa oikeus totesi että yritysjärjestelyissä osakkeista maksetaan tyypillisesti jonkinsuuruinen lisähinta eli preemio, ja yritysjärjestelytilanteissa osakkeen hinta tyypillisesti nousee osakkeeseen kohdistuvan spekulatiivisen odotuksen vuoksi. KKO katsoikin, että tieto osakkeiden ostamista koskevasta neuvottelutarjouksesta ja tavoitteena olleesta yritysjärjestelystä olisi ollut omiaan nostamaan Pohjolan osakkeiden arvoa olennaisesti.<sup>147</sup>

TJ Group-tapauksessa oikeus totesi, että tulostieto on lähtökohtaisesti arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto. Näin ollen tieto julkistetun positiivisen tuloksen paikkansapitämättömyydestä sekä yhtiön todellisen tuloksen negatiivisuudesta on ollut omiaan vaikuttamaan olennaisesti TJ Groupin osakkeen arvoon.<sup>148</sup>

TPO-tapauksessa oikeus totesi, että tässä käsiteltävässä tapauksessa on usean todistajan kertomuksesta käynyt ilmi, että näin suuren toimeksiannon tietoon tulolla on ”olennaista” merkitystä osakkeen hinnan muodostukseen varsinkin epälikvidin (TPO:n osake) ollessa kyseessä. Näin suuria blokkikauppoja tehtiin vuodessa vain muutamia.<sup>149</sup>

Talentum-tapauksessa vastaaja totesi puolustuksessaan, ettei väitetyin sisäpiirintiedon pörssitiedotteella annetun julkitulon jälkeen ollut olennaista vaikutusta Talentumin osakekurssiin. Sellaisia poikkeuksellisia olosuhteita, joiden vuoksi osakekurssin olematonta muutosta ei olisi voitu pitää luotettavana selvityksenä olennaisuuskriteerin täyttymisestä, ei ollut julkistamishetkellä vallinnut. Oikeus kuitenkin katsoi, että tieto oli riittävän merkittävä, että se on voinut osakkeiden ostohetkellä objektiivisesti arvioiden olettaa olennaisesti vaikuttavan osakkeen arvoon ja hintaan, joten oikeus katsoi, että tieto täytti olennaisuuskriteerin.<sup>150</sup>

Benefon-tapauksessa vastaaja myi osakkeita 7.-21.11.2003 välisenä aikana 0,44 euron keskipäiväkurssihintaan, käyttäen sisäpiirintietoa. Korkeimmillaan kurssi oli 0,64 euroa ja alimmillaan 0,39 euroa vastaajan myydessä osakkeitaan. 9.2.2004, kun kaikki oikeuden sisäpiirintiedoksi luokittelemat tiedot olivat julkistettu, Benefonin päätöskurssi oli 0,30 euroa. Oikeus katsoi, että tiedot, jotka vaikuttivat yli 50 prosenttiyksikön tiputukseen Benefonin kurssissa, olivat olennaista sisäpiirin tietoa.<sup>151</sup>

Conventum-tapauksessa esitetystä todistelusta on ilmennyt, että Conventumin taloudellinen tilanne on heikentynyt vuosina 2000 ja 2001 ja yhtiön osakekurssi on laskenut voimakkaasti vuonna 2001. Kurssi on ollut 3,40 euroa 1.12.2000 ja 4,00 euroa 21.12.2000. Vuonna 2001 kurssi on tasaisesti laskenut, ensin 1.2.2001 alle 3 euron ja

---

<sup>147</sup> KKO 2006:110

<sup>148</sup> KKO 2009:1

<sup>149</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

<sup>150</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj

<sup>151</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

26.2.2001 alle 2 euron. Syytteessä tarkoitettujen ostojen aikana 29.3.-11.5.2001 Conventumin kurssi on vaihdellut 1,14-1,45 euron välillä. Yhdistymisessä Conventumin vaihtokurssiksi on päätetty 2,02 euroa. Pörssitiedotteen 13.6.2001 julkaisemisen jälkeen kurssi on noussut 1,40 eurosta 1,98 euroon. Yhdistymisen vaikutus Conventumin osakkeen arvon nousuun on ollut alan ammattilaisten ennustettavissa. Muutos on ollut merkittävä vallinneessa Conventumin heikossa taloudellisessa tilanteessa. Tämän vuoksi oikeus katsoi, että Conventumin yhdistymiseen liittyvällä tiedolla on ollut laissa edellytetty olennainen arvovaikutus.<sup>152</sup>

Jippii-tapauksessa tiedon olennaisuutta ei varsinaisesti oikeus edes pohtinut, koska kävi selväksi, että Jippii Group oli menetellyt lain edellyttämällä tavalla AML:n mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään ja näin ollen sisäpiirintietoa ei ollut syntynyt lainkaan.<sup>153</sup>

Liinos-tapauksessa Visma ASA on ollut vakavarainen ja laajentumishaluinen suurehko toimija alallaan. Asiassa ei ole esitetty seikkoja, joista olisi pääteltävissä, että ei olisi ollut oletettavissa, että Liinoksen osakkeiden kurssi ei tulisi nousemaan, jos Liinoksen ja Visman välillä käydyt Liinoksen osakkeiden myyntineuvotteluja koskevat tiedot olisi vastaajan osakkeiden toimeksianto- ja ostohetkellä julkistettu. Kysymyksessä on ollut merkittävä yrityskauppa, jollaisessa tieto yleensä osakkeesta maksettavan preemion vuoksi vaikuttaa positiivisesti osakkeen arvoon. Oikeus katsoi, että sisäpiirintieto oli ollut olennainen.<sup>154</sup>

LSO-tapauksessa oikeus katsoi, että kun kyse on ollut HK:n kannalta poikkeuksellisen merkittävästä yrityskauppahankkeesta, sitä koskevaa tietoa on jo lähtökohtaisesti pidettävä osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavana. Vastaajien puolesta on tuotu esille se, ettei yrityskaupan vaikutus ostavan yrityksen osakkaiden arvoon tai hintaan ole useinkaan myönteinen.<sup>155</sup> Oikeus katsoi kuitenkin, että tieto HK:n pääsystä ns. toiselle kierrokselle täytti olennaisuuskriteerin.<sup>156</sup>

---

<sup>152</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

<sup>153</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj. Myös Endero tapauksessa oikeus totesi liikkeeseenlaskijan menettelleen oikein täyttäessään AML:n mukaista tiedonantovelvollisuuttaan. Ks. Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) Endero Oyj

<sup>154</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj

<sup>155</sup> Ks. luku 3.3.4, jonka mukaan tiedolta ei edellytetä mahdollisen hintavaikutuksen suunnan ennakoitavuutta. Sen sijaan hintavaikutuksen suunnan arvioinnilla voi olla merkitystä arvioitaessa teon tahallisuutta ja sitä, onko tekijä toiminut hyötymistarkoituksessa. Hyötymistarkoitus voidaan perustellusti katsoa puuttuvan jos tiedon hintavaikutus on negatiivinen. Ks. HE 137/2004.

<sup>156</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

Nordic Aluminium -tapauksessa kirjallisista todisteista kävi ilmi, että Nordic Aluminium Oy:n osake oli noussut pörssitiedotteen jälkeen ja sen nousu oli ollut suurempaa kuin kyseiseen aikaan muussa metalliteollisuudessa. Samoin kirjallisista todisteista kävi ilmi, että yritysoston kohteen, Megatyöstö Oy:n liikevaihto oli noin 22 prosenttia Nordic Aluminium Oy:n liikevaihdosta kaupan teon aikaan. Vastaajan puolelta oli myönnetty, että kyse oli ollut merkittävästä ja olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavasta yrityskaupasta. Oikeus katsoi, että kyseisellä yrityskaupalla oli ollut olennainen vaikutus arvopaperin arvoon.<sup>157</sup>

Instrumentarium-tapauksessa oikeus totesi, että 29.1.1998 Instrumentariumin pörssitiedotteella ilmoittama yrityskauppahinta 2,7 miljardia markkaa oli merkittävä yrityskauppa Instrumentariumille. Instrumentariumin osakekurssi oli noussut välittömästi yrityskaupan julkistamisen jälkeen. Oikeus totesi, että olennaisuuskriteeri oli täyttynyt.<sup>158</sup>

WSOY-tapauksessa oikeus totesi, että yhtiön taloudellinen tila on keskeisin tekijä, jota markkinat seuraavat, koska se vaikuttaa sijoittajan riskin arviointiin. Lisäksi sijoittajat seuraavat osavuosisikatsauksia ja vuositulosta ja että erityisesti osavuosisikatsauksien merkitys on kasvanut, koska niistä on saatavissa ajankohtaisinta tietoa. Myös odotettu tulos on markkinoille tärkeätä tietoa. Oikeus piti osavuosisikatsaustietoja, tilinpäätöstietoja sekä yrityskauppatietoja myös myyvän yhtiön kannalta lain tarkoittamina arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavina tekijöinä.<sup>159</sup>

Soon-tapauksessa oikeus totesi olevan selvää, että tieto Elisan Soonia kohtaan kohdistamasta julkisesta ostotarjouksesta oli olennaista tietoa, koska tiedon julkistamisen jälkeen Soonin osakkeen hinta nousi 53%.<sup>160</sup>

Cencorp-tapauksessa oikeus katsoi, että kyseessä ollut sisäpiirintieto, oli niin olennainen, että se kuului AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden piiriin. Tätä nimenomaista velvollisuutta oli laiminlyöty tai sitä oli rikottu antamalla vääriä tai harhaanjohtavia tietoja sen sijaan.<sup>161</sup>

OP-Pohjola -tapauksessa OKO julkaisi pörssitiedotteessaan 12.09.2005, että se hankkii enemmistön Pohjolan osakkeista ja antaa samanaikaisesti ostotarjouksen jäljellejäävästä osakekannasta. Ostotarjous oli 7% korkeampi kuin osakkeen päätöspäivän kurssi Helsingin Pörssissä 9.9.2005 ja 41% korkeampi kuin osakkeen 12

---

<sup>157</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj

<sup>158</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 1404/99, 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj

<sup>159</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 14795, 30.6.2000 (R00/869) – WSOY Oyj

<sup>160</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

<sup>161</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj

kuukauden keskikurssi. Oikeus katsoi, että tiedon julkistaminen on ollut omiaan vaikuttamaan osakkeen kurssin arvoon ja siten myös optioiden arvoon.<sup>162</sup>

Kyro-tapauksessa osakkeen arvo nousi ostotoimeksiantohetkestä 16.8.2001 29% sisäpiirintiedon julkistamishetkeen 22.10.2001 mennessä. Oikeuden ratkaisussa ei oltu vertailtu 22.10.2001 tiedonjulkistamishetken Kyron kurssia 21.10.2001 päätöskurssiin, joten varsinaista vertailua tiedon olennaisesta vaikutuksesta Kyron osakekurssiin on tässä yhteydessä mahdotonta tehdä. Asiaa on kuitenkin tulkittava niin, että oikeus katsoi olennaisuuskriteerin täyttyneen.<sup>163</sup>

### **3.4 Rikoksen tekijä**

#### **3.4.1 Yleistä**

Arvopaperimarkkinalaissa tai Rikoslaisissa ei ole määritelty, ketkä henkilöt nimenomaisesti kuuluvat sisäpiiriin. Sen sijaan sisäpiiriläisyyttä tulee arvioida sisäpiirintiedon käsitteen kannalta. Henkilöt, joilla on arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa, ovat sen arvopaperin kannalta sisäpiiriläisiä.<sup>164</sup> Sisäpiirintietoa voi saada kuka tahansa sattumalta tai vahingossa; jos tämä tieto on sisäpiirintiedon määritelmän mukaista sisäpiirintietoa, sen hallussapitäjää voidaan kutsua sisäpiiriläiseksi. Käyttökielto koskee kaikkia henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa. Sisäpiirintietoa on usein etenkin listayhtiöiden johdolla ja listayhtiön asiamiehillä, kuten investointipankkiireilla ja asianajajilla; sisäpiirintieto voi silti tulla kenen tahansa haltuun.<sup>165</sup> Oikeushenkilöä ei kuitenkaan pidetä rikoksen tekijänä, vaan tekijä on aina joku sen puolesta toimiva luonnollinen henkilö.<sup>166</sup>

#### **3.4.2 Ensisijainen sisäpiiri**

Ensisijaiset sisäpiiriläiset kuuluvat sisäpiiriin sen vuoksi, että he ovat saaneet tietoa statuksensa nojalla. Tiedon saaminen rikollisen toiminnan perusteella on

---

<sup>162</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

<sup>163</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

<sup>164</sup> Sahlberg 2000 (Defensor Legis 5/2000)

<sup>165</sup> Häyrynen & Parkkonen 2006, s.25.

<sup>166</sup> Ks. RL 9 luku sekä HE 95/1993 yksityiskohtaiset perustelut.



rinnastettavissa tähän muun ensisijaisen sisäpiirin tiedon saamisen perusteeseen. Rikoksen tekijällä oleva tieto perustuu hänen etuoikeutettuun asemaansa suhteessa kyseiseen tietoon.<sup>167</sup>

EU:n tai Suomen sisäpiirisäätelyssä ei ole erityisesti kiinnitetty huomiota sisäpiirin määrittämisen yleisiin rajoihin. Säätelyssä ja valmistelutyössä on keskitytty erityisesti tyyppitilanteiden määrittelyyn. Yleensä onkin selvää, että sisäpiirintieto on peräisin sellaisesta lähteestä, että tiedon haltijat tulevat automaattisesti sisäpiiriin tiedon saadessaan. Keskeiset sisäpiirintiedon lähteet ovat liikkeeseenlaskija ja erilaiset viranomaistahot. Tällaisen tiedon osalta ei ole yleensä tarvetta pohtia mahdollisuutta, että tiedon haltija ei tulisikaan sisäpiirintiedon käyttörajoitusten piiriin tiedon saadessaan.<sup>168</sup>

Sampo-tapauksessa vastaajana oli Sammon toimitusjohtaja, joka oli saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>169</sup>

TJ Group-tapauksessa toisena vastaajana oli TJ Groupin hallituksen puheenjohtaja, joka oli saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>170</sup>

Talentum-tapauksessa vastaajana oli Talentumin hallituksen jäsen, joka oli saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>171</sup>

Nordic Aluminium-tapauksessa toisena vastaajana oli Nordic Aluminium yhtiön johtoryhmän jäsen (toimialajohtaja), joka oli saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>172</sup>

Conventum-tapauksessa vastaajana oli Conventumin yksi pääomistajista, joka oli saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>173</sup>

---

<sup>167</sup> HE 137:2004, s. 62.

<sup>168</sup> Annola 2005, s. 155.

<sup>169</sup> KKO 2006:110. Myös TPO, Liinos – Visman, LSO-osuuskunta, TJ Group, Jippii Group, Endero, Cencorp ja WSOY tapauksissa vastaajana oli toimitusjohtaja.

<sup>170</sup> KKO 2009:1. Myös Jippii Group tapauksessa vastaajana oli hallituksen puheenjohtaja. Myös Endero tapauksessa yksi vastaajista oli hallituksen puheenjohtaja. Nordic Aluminium tapauksessa toinen vastaajista oli virkaatekevä hallituksen puheenjohtaja. Cencorp tapauksessa yksi vastaajista oli hallituksen varapuheenjohtaja.

<sup>171</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj. Myös LSO-osuuskunta, Jippii Group, Endero, Soon ja Kyro tapauksissa vastaajana oli hallituksen jäsen.

<sup>172</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj. Myös Jippii Group (talousjohtaja, yrityspalveluista vastaava varatoimitusjohtaja ja Saksan maajohtaja) ja Cencorp tapauksessa vastaajana oli johtoryhmän jäseniä.

<sup>173</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj. Myös Liinos-Visman tapauksessa vastaajana oli yksi pääomistajista.

Benefon-tapauksessa syytettynä oli Kiinteistöneuvos, joka omisti kiinteistön, jossa Benefon harjoitti liiketoimintaa. Kiinteistöneuvos toimi velkojana Benefonia kohtaan ja hän oli allekirjoittanut salassapito- ja sisäpiirisopimuksen, jonka mukaan hän kuului yhtiön hankekohtaiseen sisäpiirirekisteriin. Näin ollen hän sai sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>174</sup>

Jippii Group -tapauksessa vastaajana oli konserniraportoinnista vastannut controlleri, joka oli saanut väitettyä sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>175</sup>

OP-Pohjola -tapauksessa vastaajana oli arvopaperimarkkina-asioissa neuvonantajana toiminut asianajaja, joka oli saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>176</sup>

Instrumentarium-tapauksessa vastaajana oli Instrumentariumin hallintoneuvoston puheenjohtaja, joka oli saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>177</sup>

TPO-tapauksessa kaksi vastaajista toimi sijoituspalveluyhtiön palveluksessa päämeklarina sekä asiakasvälitysmeklarina ja he olivat saaneet sisäpiirintietoa asemansa perusteella.<sup>178</sup>

### 3.4.3 Toissijainen sisäpiiri

Sisäpiirintiedon hallussa pitäminen voi johtaa henkilön toissijaiseen sisäpiiriin, jos hän ei ole saanut sisäpiirintietoa asemansa perusteella. Säännösten mukaan toissijaiseen sisäpiiriin voi kuulua jokainen, jolla on tiedossaan sisäpiirintietoa. Toissijaiseen sisäpiiriin kuulumisen määrittellään vain henkilön tietoisuuteen liittyen. Sisäpiiridirektiivi ja Suomen sisäpiirisäännös ovat tältä osin käytännössä lähes samansisältöisiä.<sup>179</sup> AML 14 luvun 2 §:n 3 momentin mukaan:

*”Toissijaiseen sisäpiiriin kuuluu henkilö, joka tiesi tai jonka olisi pitänyt tietää, että hänen saamansa tieto on sisäpiirintietoa”*

---

<sup>174</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

<sup>175</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj / Saunalahti Oyj

<sup>176</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

<sup>177</sup> Helsingin käräjäoikeuden tuomio nro 1404/99 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj

<sup>178</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

<sup>179</sup> Annola 2005, s. 170.

Sisäpiiridirektiivissä toissijaisesta sisäpiiristä säädetään aiemman direktiivin tapaan 4 artiklassa. Säännös kuuluu seuraavasti:

*"Jäsenvaltioiden on huolehdittava siitä, että 2 ja 3 artikla koskevat myös muita kuin kyseisissä artikloissa tarkoitettuja henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa, jos kyseinen henkilö tietää tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa"*

OP-Pohjola -tapauksessa vastaajina olivat arvopaperimarkkina-asioissa neuvonantajana toimineen asianajajan aviomies sekä aviomiehen välittäjä, jotka syytteen mukaan saivat tietoonsa väitettyä sisäpiirintietoa muun kuin asemansa perusteella.<sup>180</sup>

Soon-tapauksessa vastaajana oli liikemies, joka oli saanut sisäpiirintietoa tuttavansa välityksellä eli muutoin kuin asemansa perusteella.<sup>181</sup>

Kyro-tapauksessa vastaaja B oli vastaaja A:n vaimo. Syyttäjän mukaan vastaaja B oli saanut vastaaja A:lta laittomasti sisäpiirintietoa. Vastaaja B oli ammatiltaan sairaanhoitaja ja oli syytteen mukaan saanut sisäpiirintiedon laittomasti muutoin kuin asemansa perusteella.<sup>182</sup>

## 3.5 Tekotavat

### 3.5.1 Hyötymistarkoitus

Sisäpiirintiedon väärinkäytön rikosoikeudellinen rangaistavuus edellyttää nimenomaista tarkoitusta hankkia itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä. Hyötymistarkoituksen voidaan lähtökohtaisesti katsoa merkitsevän korotettua tahallisuusvaatimusta.<sup>183</sup> Tekijän suoranaisten tavoitteena (tahtona) tulee olla hyötyminen sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä. Tekijän ei kuitenkaan tarvitse olla varma hyötymisestään, eikä pitää sitä edes todennäköisenä. Teon rangaistavuus ei myöskään edellytä hyödyn konkretisoitumista. Hyötymistarkoitus ilmenee siten, että sisäpiirintiedon johdosta ryhdytään luovuttamaan tai hankkimaan arvopapereita, koska tiedetään tai oletetaan niiden arvon laskevan tai nousevan. Arvopaperien kaupassa voidaan lähes aina katsoa olevan kyse hyötymistarkoituksesta. Rangaistavaksi hyötymistarkoituksen tekee se, että

---

<sup>180</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

<sup>181</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

<sup>182</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

<sup>183</sup> Koponen 2004, s. 110 ja 232-233.

hyötyä tavoitellaan nimenomaan sisäpiirintietoa hyväksikäyttämällä.<sup>184</sup> On kyseenalaista, voidaanko edes RL:n tunnusmerkistön edellyttämälle hyötymistarkoitukselle antaa merkitystä rangaistusvastuun täyttymistä arvioitaessa, mikäli tekijän katsotaan tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttäneen sisäpiirintietoa hyväksi.<sup>185</sup> Tunnusmerkistöön liitettyä hyötymistarkoitusta voidaan pitää tarpeettomana, koska sisäpiirintiedon hyödyntämiseen liitettävä teon moitittavuus voitaisiin ratkaista tyydyttävästi operoimalla pelkästään sisäpiirintiedon (hyväksi) käyttämisen tunnusmerkillä. Säännöksiä on perusteltua tulkita tältä osin yhtenevästi.<sup>186</sup>

Sisäpiirintiedon hallussapidosta huolimatta voi (hyötymistarkoituksessa tapahtuvan) tiedon hyväksikäytön edellytys puuttua, jos tekijä kykenee osoittamaan kaupankäynnille olleen jonkin muun hyväksyttävän ja uskottavan perusteen. Tällöin kyseen voidaan katsoa olevan sisäpiirintiedon sallitusta käytöstä.<sup>187</sup>

Hyötymistarkoituksen edellytyksen olemassaolo on kyseenalaista myös tilanteissa, joissa sisäpiirintiedon väärinkäyttäjän henkilökohtaiseen varallisuusasemaan nähden tehty sisäpiirikauppa on pienimuotoinen.<sup>188</sup> Sisäpiiririkosasioissa oikeudessa vastaajina olleet ovat lähes poikkeuksetta olleet yhtiön johtohenkilöitä, joiden varallisuusasema on ollut hyvin korkea jo valmiiksi.<sup>189</sup> Sillanpää onkin kommentoinut, että oikeudessa käsitellyt tapaukset ovat olleet ”nappikauppaa”<sup>190</sup>, joka on tulkittava niin, että oikeustapauksissa kyseessä olleet sisäpiirikaupat ovat euro-määrältään olleet hyvin pieniä suhteutettuna kyseisten henkilöiden jo olemassa olevaan varallisuusasemaan. Oikeustapauksissa vastaajina olleilla henkilöillä on toisessa vaakakupissa yleensä ollut

---

<sup>184</sup> Häyrynen 2006, s. 145.

<sup>185</sup> Kurenmaa 2003, s. 203, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä tulkittaisiin todennäköisesti aivan samalla tavalla, vaikka siinä puhuttaisiin pelkästä sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä ilman, että erillistä taloudellisen hyödyn hankkimistarkoitusta havaittaisiin. Perusteena näkemykselle on, että arvopaperikaupassa normaalisti aina on tarkoituksena saada taloudellista hyötyä.

<sup>186</sup> Häyrynen 2009, s. 150.

<sup>187</sup> Häyrynen 2009, s. 150. Sisäpiirintiedon sallitusta käytöstä voidaan mainita esim: lakiin tai sopimukseen perustuva velvollisuus, ostajan ja myyjän samat tiedot, yritys- ja liiketoimintakaupat, julkiset ostotarjoukset, sisäpiiriläisten hankinta- ja myyntiohjelmat, yhtiön omien osakkeiden hankinta, optio- ja osakepohjaiset palkitsemisjärjestelmät.

<sup>188</sup> Häyrynen 2006, s. 184

<sup>189</sup> Ks. Taloussanomien 4.6.2012. <http://www.taloussanomien.fi/tyomarkkinat/2012/06/04/hs-selvitys-palkkakuilu-palkansaajien-ja-porssihoitajien-valilla-kasvoi/201230706/12>. Esimerkiksi vuonna 2011, 43:n Helsingin pörssin suurimman yhtiön toimitusjohtajan palkka ja bonukset olivat keskimäärin 918 000€.

<sup>190</sup> Ks. Taloussanomien 2.3.2007. <http://www.talouselama.fi/uutiset/sisaisin+piiri+on+vaarallisin/a2049025>

paljon enemmän menetettävää kuin hyödyttävää kyseisten sisäpiirikauppojen johdosta. Usein valvontaviranomainen on kohdistanut henkilöihin rikosepäilyjä, jotka on myöhemmin todettu perusteettomiksi. Kun rikosepäily on julkistunut, on tämä käytännössä johtanut usein rikosepäilyn kohteena olevan henkilön ammattillisen uran huomattavaan vaikeutumiseen ja ääritilanteissa uran päättymiseen. Liikkeeseenlaskijoiden sisäpiiriläisten ja muiden johtohenkilöiden oikeusturvan näkökulmasta tulee pyrkiä siihen, ettei perusteettomia tutkintoja aloiteta ja toisaalta, että tutkinnan aloittamiselle pitää olla aina riittävät perusteet.<sup>191</sup>

Sampo-tapauksessa korkeimman oikeuden hyötymistarkoitusta koskeva perustelu on lyhyt ja suoraviivainen: osakekaupat oli tehty ensin Suomi-yhtiölle tehdyn neuvottelutarjouksen jälkeen ja sitten heti sen jälkeen, kun vastaaja oli saanut valtuuden neuvottelujen jatkamiseen. Hän oli siten tehnyt sijoituspäätöksensä tilanteessa, jossa hänellä oli sisäpiirintietoa. Sijoituksen suuruudella tai sijoituspäätöksen mahdollisilla vaihtoehdoilla ei ollut merkitystä, vaan taloudellisen hyödyn hankkimisen kriteeri täyttyi ilman lisäkritereitä tai perusteluita.<sup>192</sup>

TJ Group -tapauksessa oikeus katsoi, että ajoittamalla omien osakkeidensa myymisen osakeannin yhteyteen vastaajat olivat tietoisina listalleottoesitteeseen sisällyneistä totuudenvastaisista ja harhaanjohtavista tiedoista pyrkineet saamaan omista osakkeistansa mahdollisimman korkean hinnan. Oikeus katsoi, että vastaajat olivat osakkeita myydessään toimineet hyötymistarkoituksessa siten kuin sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistössä edellytetään. Oikeus totesi lausumillaan perustein, ottaen hyödyn arvioinnissa huomioon myös alan kurssikehityksen vaikutuksen hintaan, päätenyt siihen, että vastaajat A ja B ovat kumpikin saaneet rikoksen tuottamaa taloudellista hyötyä 7.796.250 euroa.<sup>193</sup>

TPO-tapauksessa rikoksen tuottamaksi hyödyksi oikeus katsoi sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta sen hyödyn, minkä sijoituspalveluyhtiö oli saanut ostaessaan 50.000 kappaleen osakemäärän omaan salkkuunsa 18.11.1999 7 euroa/osake ja myydessään siitä suurimman osan 19.11.1999. Asiakirjanäytön perusteella hyödyn määrä on tältä osin 56.365 euroa. Lisäksi oikeus katsoi sijoituspalveluyhtiön 246.610 euron välityspalkkion olleen rikoksella saatua hyötyä.<sup>194</sup>

Talentum-tapauksessa oikeus katsoi, että lähes poikkeuksetta yksityisen henkilön hankkiessa osakkeita ainakin osamotiivina on taloudellisen hyödyn tavoittelu. Asiassa

---

<sup>191</sup> Ståhlberg 2000, s. 731. Samansuuntaisesti ks. Sillanpää 2006, s. 686-687.

<sup>192</sup> KKO 2006:110 & KKO:n ratkaisut kommentein 2/2006, s. 370

<sup>193</sup> KKO 2009:1

<sup>194</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

ei ole ilmennyt mitään sellaista, mistä voisi päätellä asian olevan vastaajan kohdalla toisin. Syyttäjän mukaan rikoksena saatu hyöty oli 3.150 euroa.<sup>195</sup>

Benefon-tapauksessa oikeus katsoi vastaajan hallinnoiman yhtiön rikoshyödyksi 7.-21.11.2003 välillä myydyt 1.260.716 osaketta 0,44 euron keskimäärin mukaan, joka teki yhteensä 560.615,08 euroa. Kauppahinta em. osakekaupoista olisi ollut 9.2.2004 kurssin mukaan laskettuna yhteensä 378.214,80 euroa. Vastaajan saamaksi rikoshyödyksi katsottiin siten saadun yhteiskauppahinnan 560.614,08 euroa ja laskennallisen 9.2.2004 kurssin mukaisen määrän 378.214,80 euron erotus eli syyttäjän toissijaisen vaatimuksen mukaiset 182.400,28 euroa.<sup>196</sup>

Conventum-tapauksessa tapahtuneet osakekaupat ovat määrien ja hintojen osalta riidattomia samoin kuin vaihtotarjouksessa osakkeille määritelty arvo. Osakeostoista kertynyt voitto on ollut 140.078 euroa. Laissa edellytetty hyötymistarkoitus on siten ollut olemassa.<sup>197</sup>

Liinos-tapauksessa vastaajan rikoksella saavutettu hyöty oli ollut 184.630 euroa, vastaaja B:n joka oli vastaajan vaimo, euroa ja vastaaja C:n joka oli Liinoksen talousjohtaja 122.064 euroa. Oikeus katsoi, että laissa edellytetty hyötymistarkoitus on siten ollut olemassa. Oikeus ei pitänyt uskottavana perusteluna osakkeiden hankkimista talousjohtajalle sillä, että hänet haluttiin sitouttaa yhtiöön.<sup>198</sup>

LSO-tapauksessa vastaajat ovat vedonneet siihen, että LSO:n strategiana oli säilyttää omistusosuutensa ja äänivaltansa HK:ssa jäsenkuntansa etujen ajamiseksi. Vastaajien mukaan LSO:n tarkoituksena ei ollut saada voittoa arvopaperikaupalla eikä se ollut koskaan myynyt omistamiaan HK:n osakkeita, mutta hankki niitä aina, kun ns. ikkuna oli auki eli kuukauden ajan tilinpäätöksen julkistamisen jälkeen, edellyttäen kuitenkin, että sillä oli likvidejä kassavaroja. Oikeuden mielestä tapauksessa sijoituspäätöstä tehtäessä on voitu pitää mahdollisena, että yrityskaupan julkistamista koskeva tieto tulisi nostamaan osakkeiden hintaa ja kaupan yhteydessä toteutettavat järjestelyt olisivat vaarantaneet LSO:n omistusosuuden säilymisen. Osakeostojen tarkoitusta arvioitaessa on otettava huomioon, ettei LSO ollut ostanut osakkeita aina, kun ikkuna oli ollut auki ja sillä oli ollut likvidejä varoja, esimerkiksi toukokuussa 2006 edellisen vuosineljänneksen tuloksen julkistamisen jälkeen. Oikeuden määrittelemä rikoksella saatu hyöty oli tapauksessa yhteensä 107.865 euroa. Oikeus katsoo, että vastaajien

---

<sup>195</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj

<sup>196</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

<sup>197</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

<sup>198</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj

vetoamat seikat eivät osoita, ettei osakkeiden hankinta olisi tapahtunut ainakin osin hyötymistarkoituksessa.<sup>199</sup>

Nordic Aluminium-tapauksessa oikeus katsoi, että poikkeuksetta yksityishenkilön hankkiessa osakkeita ainakin osamotiivina on taloudellisen hyödyn tavoittelu. Asiassa ei ole ilmennyt mitään sellaista, mistä voisi päätellä asian olevan vastaajan kohdalla toisin huomioon ottaen lisäksi teko aika ja tekotapa. Vastaajan on täytynyt ymmärtää, että kyseisenlainen tulossa oleva merkittävä yrityskauppa nostaa osakkeen arvoa. Vastaaja A:n saama rikoshyöty oli oikeuden mukaan 12.600 euroa ja vastaaja B:n rikoshyöty oli 1.344 euroa.<sup>200</sup>

Instrumentarium-tapauksessa oikeus totesi, että siitäkin huolimatta, että vastaaja oli kertonut hankkineensa Instrumentariumin osakkeet sitoutuakseen enemmän yritykseen, jonka hallintoneuvoston puheenjohtajana hän toimi sekä se, että hän ei ollut ikinä myynyt ostamiaan osakkeita ja näin ollen ei koskaan saanut taloudellista hyötyä osakekaupasta ei vaikuttanut siihen, etteikö tekoa tulisi arvioida niin, että vastaaja ei olisi tavoitellut taloudellista hyötyä osakekaupasta.<sup>201</sup>

WSOY-tapauksessa oikeus ei pitänyt uskottavana vastaajan ilmoittamaa tarkoitusta ostaa osakkeita silloin, kun kurssit ovat vakiintuneet. Ajankohtien valinnasta on päinvastoin pääteltävissä, että toimeksiannot on annettu, koska osakkeiden ostaminen on ollut turvallista sekä tulevan osakkeen arvonnousun kannalta että Rautakirjan osalta myös osingonsaannin kannalta. Sekään asia, että vastaaja ei ikinä myynyt ostamiaan osakkeita, ei oikeuden mielestä poistanut hyötymistarkoitusta. Asiassa on siten näytetty, että vastaaja oli teot tehdessään toiminut hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä.<sup>202</sup>

Soon-tapauksessa oikeus totesi, että erityisesti vastaajan kiire hankkia Soonin osakkeita; hänellä Soonin osakkeen kurssinoususta ollut odotus, sijoitukseen käytetty suuri rahamäärä ja osakkeiden nopea poismyyminen tiedotteen julkistamisen jälkeen, puhuivat sen puolesta, että vastaajalla oli selkeä pyrkimys tavoitella taloudellista hyötyä. Vastaaja oli myynyt ostamansa osakkeet 130.000 eurolla tehden 34.000 euron nettovoiton.<sup>203</sup>

Cencorp-tapauksessa oikeus totesi, että vastaaja A:n kohdalla osakkeiden luovuttaminen perustui aiemmin tehtyyn sopimukseen, jonka mukaan vastaaja A ja pankkiriiliike olivat sopineet, että kun Cencorpin osakekurssi ylittää tietyn tason,

---

<sup>199</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

<sup>200</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj

<sup>201</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 1404/99, 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj

<sup>202</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 14795, 30.6.2000 (R00/869) – WSOY Oyj

<sup>203</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

osakkeita myydään ja niillä lyhennetään vastaaja A:lla pankkiiriliikkeestä ollutta lainaa. Vastaaja A:lla oli ollut laina, jonka hän oli joutunut ottamaan maksaakseen termiinit, joiden alkuperäisenä vakuutena olivat olleet Cencorp Oyj:n osakkeet. Vastaaja A:n osakekaupoista syntynyt voitto oli noin 400.000 euroa. Vastaaja B:n osalta oikeus piti uskottavana, että hän oli hankkinut osakkeet osoittaakseen sitoutuneisuutta yhtiöön. Myös ilmoitusta osakekaupan tapahtumisesta lainarahalla ja että vastaaja B:llä oli ajankohtana ollut myös asuntolainaa, oli pidettävä uskottavan. Vastaaja B:n osakekaupoista syntynyt voitto oli 22.000 euroa. Vastaaja C:n osalta oikeus katsoi varsinaisena motiivina osakkeiden myymiselle olleen irrottautuminen Cencorpista ja siirtyminen asumaan Hong Kongiin. Vastaaja C:n osakekaupoista syntynyt voitto oli 8.000 euroa.<sup>204</sup>

### 3.5.2 Tahallisuus ja törkeä huolimattomuus

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttyminen edellyttää joko tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Törkeää tuottamusta koskeva säännös on tarpeellinen, koska arvopaperimarkkinoilla toimitaan sen luottamukseen perustuvien toimeksiannoin, eikä jälkikäteen ole aina helppoa tai edes mahdollista selvittää tekijän tietoisuutta rangaistavuuden edellytyksistä. Monet markkinoiden luotettavuutta heikentävät teot jäisivät tosiasiallisesti vaille rangaistusta, jos rangaistavuus aina edellyttäisi tahallisuuden osoittamista.<sup>205</sup>

Seurausrikosten osalta tahallisuus määritellään RL 3:6 §:ssä.<sup>206</sup> Sisäpiirintiedon väärinkäyttö ei edellytä erityisen seurauksen aiheutumista, siksi sen osalta ei myöskään suoraan voida soveltaa RL:n 3:6:n tahallisuusmääritelmää, joka koskee tunnusmerkistön mukaisen seurauksen aiheutumista. Tunnusmerkkien osalta sovelletaan siten olosuhdetahallisuutta. Jollei tunnusmerkistöstä muuta ilmene, tahallisten rikosten rankaisemisessa on katsottu riittävän pääsääntöisesti tahallisuuden alimman asteen. Poikkeuksena ovat kuitenkin ne tunnusmerkistöt, joissa olosuhteiden osalta on edellytetty tietoa, taikka joissa vaaditaan erityistä tarkoitusta.<sup>207</sup> Sisäpiirintiedon väärinkäyttö säännöksen tunnusmerkistötekijöiden osalta alimman asteen tahallisuus on kuitenkin riittävä.

---

<sup>204</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj

<sup>205</sup> HE 254/1998 s. 21.

<sup>206</sup> Rikosoikeuden yleisten oppien uudistus (515/2003) tuli voimaan 1.1.2004. Tahallisuusvaatimuksen rikoslakiin kirjaamisesta ja sitä koskevista kiistoista, ks. Lappi-Seppälä 2003, s. 778-781.

<sup>207</sup> HE 44/2002 vp, s. 74 ja 85-88.



Koska sisäpiirintiedon väärinkäytössä sekä tahalliselta että tuottamukselliselta teolta edellytetään hyötymistarkoitusta ja tiedon hyväksikäyttöä, tekijän varsinaisen tahdonmuodostuksen keskeiseksi arviointikriteeriksi syyksiluettavuuden osalta jää tietoisuus tiedon sisäpiiriluohteesta. Tahallinen ja tuottamuksellinen tekemuoto eroavat toisistaan juuri sen perusteella, onko tekijä tiennyt käyttämänsä tiedon olevan sisäpiirintietoa vai ei.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta tahallisuuden tulisi täytyä, mikäli tekijä pitää hallussaan olevaa tietoa vähintään varsin todennäköisesti sisäpiirintietona ja sitä hyväksikäyttäen tekee hyötymistarkoituksessa arvopaperikaupan. Tahallisuuden täyttymiseksi on kuitenkin katsottu riittävän jo sen, että tekijä on tuntenut ne seikat ja olosuhteet, joiden nojalla sisäpiirintiedon luonnetta koskeva arviointi suoritetaan. Sisäpiirintiedon luonteen osalta tahallisuusarvostelussa ratkaisevaa merkitystä ei siten välttämättä ole edes sillä, oliko tekijä itse mieltänyt tiedon sisäpiirintiedoksi.<sup>208</sup>

Törkeästä huolimattomuudesta tapahtuneessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä tekijä on ollut törkeän huolimaton sen suhteen, onko kysymys ollut tunnusmerkistön mukaisesta sisäpiirintiedosta, mutta siitä huolimatta on ryhtynyt säännöksessä tarkoitettuun toimenpiteeseen. Tekijälle on siten asetettu selonottovelvollisuus tiedon sisäpiirintiedon luonteesta. Sisäpiirintiedon väärinkäytön toisena tekotapana olevan neuvomisen osalta syyksiluettavuuden edellytyksenä on, että tekijä nimenomaan mieltää neuvovansa toista. Näin ollen ajattelemattomuudesta tai muusta syystä tapahtunut sisäpiirintiedon paljastaminen ei täytä kyseistä tunnusmerkistöä.<sup>209</sup> Tuottamuksellisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä on arvopapereita koskevan neuvomisen, samoin kuin niiden hankinnan ja luovutuksen, kuitenkin oltava tarkoituksellista ja törkeä huolimattomuus kohdistuu vain siihen, onko tieto sisäpiirintietoa.<sup>210</sup>

Huolimattomuuden astetta arvioitaessa on syytä kiinnittää huomiota muun muassa tiedon merkitykseen sekä tekijän asemaan. Poikkeuksellisen merkittävän tiedon kyseessä ollessa, voidaan vaatia parempaa huolellisuutta tiedon sisäpiiriluohteen selvittämisen osalta kuin vähemmän merkittävän tiedon kohdalla. Sitä huolellisempi on myös oltava, mitä merkittävämpi arvopaperikauppa on tekijälleen. Törkeä huolimattomuus voi helpommin täytyä sellaisen henkilön kohdalla, jolla on pitkä kokemus arvopaperimarkkinoilta ja jolta siksi voidaan odottaa suurempaa huolellisuutta kuin henkilöltä, joka tekee ensimmäisiä arvopaperikauppojaan.<sup>211</sup> Arvopaperimarkkinoilla toimivilta ammattilaisilta, kuten liikkeeseenlaskijoiden johdolta

---

<sup>208</sup> Koponen 2004, s. 82 ja s. 115-116.

<sup>209</sup> HE 254/1998 s. 23.

<sup>210</sup> HE 254/1998 s. 21-23.

<sup>211</sup> Häyrynen & Kurenmaa 2006, s. 49.

ja arvopaperinvälittäjiltä, voidaan yleensä odottaa hyvää tietämystä markkinoita koskevasta keskeisestä lainsäädännöstä, ja heille voidaan siten myös asettaa ankarampi huolellisuusvaatimus kuin ulkopuolisille. Tuottamuksen törkeyttä arvioitaessa tulee myös ottaa huomioon tekijän menettely pidemmältä ajanjaksolta ennen varsinaista tekohetkeä.<sup>212</sup>

Arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimivat voivat tuskin koskaan vastuusta vapautuakseen vedota kyvyttömyyteensä. Samoin tilaisuuden puuttuminen voi vain harvoin johtua tekoon vaadittavien tietojen tai taitojen puutteesta. Esimerkiksi liikkeeseenlaskijan johtoon kuuluvaa henkilöä ei ole perusteltua vapauttaa vastuusta ainoastaan puutteellisten tietojen tai puutteellisen asiantuntemuksen vuoksi. Hankittujen ominaisuuksien puutteista huolimatta voidaan toimintaan ryhtyminen sinänsä lukea tekijän syyksi ryhtymistuottamuksena. Varsinkin suurten yhtiöiden johdon on katsottava olevan velvollinen hankkimaan tarvittavia tietoja sekä asiantuntemusta.<sup>213</sup>

Sampo-tapauksessa törkeää huolimattomuutta arvioitaessa korkein oikeus totesi, että pörssiyhtiön toimitusjohtajana työskennelleellä ja lakimieskoulutuksen saaneella kokeneella yritysjohtajalla olisi ”kokemuksensa ja koulutuksensa perusteella ollut perustellusti aihetta epäillä” kyseisen tiedon olevan sisäpiirintietoa. Osakekaupat tehtiin yritysjärjestelyjä koskevien suunnitelmien kriittisessä vaiheessa, niiden arvo ei ollut vähäinen ja suunnitelmat olivat merkittäviä koko toimialan kannalta. Nämä seikat huomioon ottaen vastaajalla oli KKO:n mukaan ”ollut erityinen velvollisuus huolellisesti varmistua siitä, ettei hän menettelyllään syylistynyt sisäpiirintiedon väärinkäyttöön”. Vastaaja oli rikkonut tätä huolellisuusvelvollisuuttaan ja siten menettelyt törkeän huolimattomasti.<sup>214</sup>

TJ Group -tapauksessa oikeus katsoi, että vastaajat olivat tahallaan käyttäneet julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan TJ Groupin osakkeeseen liittyvää sisäpiirintietoa hyväkseen luovuttaessaan yhtiön osakkeita osakemyynnin yhteydessä syytteessä kerrotulla tavalla. Vastaajat olivat lisäksi toimineet TJ Groupin edustajina yhtiön hallituksen laskiessa samassa yhteydessä liikkeeseen ja luovuttaessa yhtiön uusia osakkeita. Heidän menettelynsä täyttää rikoslain 51 luvun 2 §:n 1 momentissa tarkoitetun törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön. Vastaajat ovat siten syyllistyneet törkeään sisäpiirintiedon väärinkäyttöön 2.-21.2.2000.<sup>215</sup>

TPO-tapauksessa vastaajat olivat alan ammattilaisia ja heidät oli koulutettu tuntemaan asioista annetut säännökset ja määräykset ja heidän olisi pitänyt varmistaa,

---

<sup>212</sup> HE 254/1998 s. 21.

<sup>213</sup> Nuutila 1996, s. 562.

<sup>214</sup> KKO 2006:110 & KKO:n ratkaisut kommentein 2006/2, s. 370-371.

<sup>215</sup> KKO 2009:1

etteivät he käytä sisäpiirintietoa. Laiminlyömällä varmistautumisen tiedon sisäpiirin luonteesta, vastaajat ovat menetelleet törkeän huolimattomasti. Oikeus katsoi myös, että itse sisäpiirintietoa oli käytetty tahallisesti.<sup>216</sup>

Talentum-tapauksessa vastaajan toiminta hänen pyrkiessään varmistumaan siitä, että ajankohta olisi osakehankintojen kannalta turvallinen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia säännöksiä ajatellen, osakkeiden hankinnan ajoittaminen ja hankintatapa, ostettujen osakkeiden vähäinen määrä, vastaajan kertomus hänen tarkoituksestaan vähitellen kartuttaa osakeomistustaan yhtiössä, jonka hallituksen jäsen hän on, sekä se, että vastaaja on omistanut Talentum Oyj:n osakkeita ennen nyt kysymyksessä olevaa hankintaa, hankkinut niitä lisää elokuussa 1999 ja että hänen omistukseensa on jäänyt yhtiön osakkeita joulukuussa 1999 tapahtuneen osakkeiden luovutuksen jälkeen osoittavat kuitenkin, että vastaajan tarkoituksena hänen 3.5.1999 osakkeita hankkiessaan ei ole ollut hyödyntää hänen Sonera-hankkeesta saamaansa sisäpiirintietoa aineellisen edun tavoittelutarkoituksessa ja että hän ei ole suhtautunut Sonera-hanketta koskevan tiedon sisäpiirinluonteisuuteen mainitussa yhteydessä piittaamattomasti. Edellä kerrotuilla perusteilla oikeus katsoi, että asiassa ei ole näytetty vastaajan tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttäneen sisäpiirintietoa. Syyksiluettavuudeksi jäi korkeintaan varomattomuus.<sup>217</sup>

Benefon-tapauksessa vastaaja ei ollut kertomistaan syistä kiinnostunut sisäpiirintiedon luonteesta, ei ollut ottanut selvää sisäpiirintiedon luonteesta, ei ollut lukenut asiakirjoja, koska markat olivat niin pieniä, oli antanut asioiden mennä toisesta korvasta sisään ja toisesta ulos, oli olettanut Benefonin tiedottaneen asianmukaisesti, ettei sisäpiirintietoa ollut voinut olla, kun koko Salo tiesi Benefonin asiat. Edellä mainitut vastaajan kertomukset osoittivat hänen ei vain tietoisesti torjuneen tiedon merkitystä ja normien velvoitteita, vaan olleen sellaisella tasolla tietoisien välinpitämätön, että tuo välinpitämättömyys olisi jo vähintään alimman asteen eli dolus eventualis-tahallisuuden edellytykset täyttävää eikä vain huolimattomuutta. Oikeus totesi menettelyn olleen tarkoituksellista eli selvästi tahallista.<sup>218</sup>

Conventum-tapauksessa oikeus katsoi, että vastaaja antaessaan syytteessä mainitut ostotoimeksiannot on tietoisena hänellä olleesta sisäpiirintiedosta, käyttänyt tietoa hyväkseen hankkiakseen taloudellista hyötyä. Vastaajan menettely oli ollut tahallista.<sup>219</sup>

Jippii-tapauksessa oikeuden ei tarvinnut pohtia tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta, koska sisäpiirintietoa ei ylipäänsä ollut olemassa.<sup>220</sup>

---

<sup>216</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

<sup>217</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj

<sup>218</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

<sup>219</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

Liinos-tapauksessa oikeus perusteli tahallisuutta vastaaja A:n pyrkimyksellä salata Liinoksen myyntihanke Visma ASA:lle muilta ihmisiltä ryhtymällä etukäteisvalmisteluihin Liinoksen saamiseksi myyntikuntoon Visma ASA:lle mm. hankkimalla uuden toimitusjohtajan Liinokselle. Oikeus katsoi teon olleen tahallinen, jopa erityisen suunnitelmallinen.<sup>221</sup> Katso lisää kohta 3.5.8 Liinos-tapaus.

LSO-tapauksessa oikeus katsoi, että vallinneissa olosuhteissa vastaajilla on ollut perustellusti aihetta epäillä, että heillä osakkeiden hankinnasta päättäessään 7.8.2006 ollut tieto saattoi olla laissa tarkoitettua sisäpiirintietoa. Vastaajia oli nimenomaisesti informoitu HK:n kannalta merkittävästä yrityskauppahankkeesta, mutta he olivat myöhemmin samana päivänä tehneet suuren osakemäärän ostamista koskevan päätöksen selvittämättä millään tavalla heillä olleiden tietojen merkitystä. Ottaen lisäksi huomioon vastaajien aseman LSO:n hallituksessa ja muun kokemuksen vastuullisista tehtävistä yrityselämässä, oikeus katsoi vastaajien menetelleen törkeän huolimattomasti.<sup>222</sup>

Nordic Aluminium -tapauksessa oikeus päätyi siihen, että tapauksen molemmat vastaajat tehdessään osakekauppaa, olivat törkeästi huolimattomuudesta laiminlyöneet velvollisuutensa selvittää hankkeen sisäpiiriluontoisuuden ja puntaroida sen oletettavia vaikutuksia osakkeen arvoon ja hintaan.<sup>223</sup>

Instrumentarium-tapauksessa oikeus totesi, että yrityskauppa oli vastaajan ostaessa Instrumentariumin osakkeita melko alkuvaiheessa ja yrityskaupan toteutuminen oli tuolloin vielä epätodennäköistä. Vastaaja toimi asiassa avoimesti omissa nimissään Instrumentariumin osavuosikatsauksen julkistamisen jälkeen ja osakekauppa rekisteröitiin asianmukaisesti. Tämän vuoksi oikeus katsoi, ettei syyttäjän ensisijaisen rangaistusvaatimuksen tunnusmerkistö täyty. Vastaaja ei ollut tahallaan tai törkeästi huolimattomuudesta käyttänyt sisäpiirintietoa hyväkseen.<sup>224</sup>

WSOY-tapauksessa oikeus totesi, että vastaajan asema pörssissä noteeratun yhtiön pääjohtajana, hänen pitkäaikainen toimintansa yrityselämän johtotehtävissä sekä toimintansa WSOY:ssä sisäpiiriohjeiden antamiseksi ja tarkistamiseksi huomioon ottaen vastaajan on tarvinnut mieltää käyttävänsä hyväkseen sisäpiirintietoa antaessaan syytteessä kerrotut ostotoimeksiannot ennen osavuosikatsausten ja vuosituloksen

---

<sup>220</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj. Ks Endero tapaus, jossa vastaava tilanne. Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) Endero Oyj

<sup>221</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj

<sup>222</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

<sup>223</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj

<sup>224</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 1404/99, 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj. Teko tuomittiin kuitenkin silloisen sisäpiirintiedon luvattoman hyväksikäytön perusteella.

julkistamista. Lisäksi huomioon ottaen TukkuTiimi-yrityskaupan varman toteutumisen, suuruusluokan, tulevan myyntivoiton suuruuden ja markkinoiden kiinnostuksen yrityskauppoja kohtaan, vastaajan on täytynyt mieltää käyttävänsä sisäpiirintietoa antaessaan ostotoimeksiannon. Oikeus totesi selvitettyksi, että syytteessä kerrottujen sisäpiirintiedon väärinkäyttörakosten tunnusmerkistö on toteunut jokaisen teon kohdalla ja että vastaajan toiminta on ollut tahallista sisäpiirintiedon väärinkäyttöä.<sup>225</sup>

Soon-tapauksessa oikeus totesi vastaaja A:n menettäneen tahallisesti ja tavoitelleen erityisen suurta taloudellista hyötyä. Oikeus ei pitänyt uskottavana vastaaja A:n kertomusta, ettei hän ollut tiennyt neuvoa antaneen henkilön jäsenyydestä Soonin hallituksessa. Ostotoimeksianto oli myös ollut vastaaja A:n aikaisempaan sijoitushistoriaan nähden erityisen suuri, eikä hän ollut oma-aloitteisesti antanut toimeksiannon toteuttamiselle mitään rajahintaa. Vastaaja A oli myös jatkuvasti tiedustellut osakkeen kurssin nousumahdollisuudesta toteamuksella ”jos ei ole mitään kurssinousuja alkanut”. Vastaaja B:n osalta oikeus totesi, että vastaaja B:n asema Soonin hallituksessa, hänellä ollut sisäpiirin tieto, syytettyjen väliset puhelinkeskustelut, jotka olivat ajoittuneet osakkeiden ostoa ja myyntiä edeltäviin ajankohtiin sekä vastaaja B:n kiinnostus vastaaja A:n toimista, puhuivat sen puolesta, että törkeän huolimattomuuden kriteeri oli täyttynyt.<sup>226</sup>

Cencorp-tapauksessa syyttäjä pystyi ajamaan juttua vain törkeänä sisäpiirintiedon väärinkäyttönä, koska perustekomuodon vanhentumisaika 5 vuotta oli jo mennyt umpeen. Törkeä tekemuoto edellyttää aina tahallisuutta, jota oikeus ei todennut tapahtuneen kenenkään vastaajan kohdalla. Oikeuden mukaan tahallisuus oli poistunut jo sillä, että kenelläkään vastaajista ei ollut taloudellista hyötymistarkoitusta osakekauppoja tehdessään. Lisäksi oikeus piti uskottavana, että kaikki vastaajat olivat Cencorpin sisäpiirikäytännön mukaisesti ennen kauppoja olleet yhteydessä yhtiön sisäpiiriasioista vastaavaan henkilöön, eikä tämän kannanoton mukaisesti estettä kaupoille ollut ollut.<sup>227</sup>

---

<sup>225</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 14795, 30.6.2000 (R00/869) – WSOY Oyj

<sup>226</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj. Kyseistä ratkaisua voidaan kritisoida siitä, että sisäpiirintiedon paljastaneen vastaaja B:n toiminta katsottiin tiedon nojalla kauppoja tehneen vastaaja A:n toimintaa vähemmän moitittavaksi. Sisäpiirintietoja luovuttavan henkilön toimintaa tulisi ainakin lähtökohtaisesti pitää vähintään yhtä moitittavana kuin tietoa kaupoissa tosiasiaassa hyödyntävän henkilön toimintaa. Sisäpiirintietoja ulkopuolisille levittävän henkilön toiminta voi tiedon levitessä aiheuttaa yhtiölle ja markkinoille kokonaisuudessaan huomattavasti suurempia vahinkoja kuin yksittäisen henkilön kaupankäynti kyseisen tiedon perusteella. Lisäksi kyseisessä tapauksessa Vastaaja B oli käyttänyt hyväkseen erityisen vastuullista asemaansa Soonin hallituksessa.

<sup>227</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj

### 3.5.3 *Arvopaperin luovuttaminen tai hankkiminen omaan tai toisen lukuun*

Ensimmäisenä tapana toteuttaa sisäpiirintiedon väärinkäyttö on arvopaperin luovuttaminen tai hankkiminen omaan tai toisen lukuun. Tavallisimmin näissä tilanteissa on kyse arvopaperikaupasta, mutta tunnusmerkistö täyttyy myös arvopaperien vaihdolla tai osakkeiden merkinnällä. Luovuttamisella ei sen sijaan tarkoiteta esimerkiksi osakkeiden käyttämistä vakuutena.<sup>228</sup> Osakkeiden vakuutena käyttäminen on siis säännöksen puitteissa mahdollista, vaikka vakuudenantaja sisäpiirintiedon perusteella tietäisi niiden menettävän olennaisesti arvoaan vakuudeksi antamisen jälkeen.<sup>229</sup>

Hallituksen esityksen mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltävä säännös edellyttää aktiivista tekemistä. Rangaistavaa ei ole jättää arvopapereita luovuttamatta tai hankkimatta sisäpiirintiedon vuoksi, vaikka toiminta täyttäisikin tiedon hyväksikäytön edellytyksen. Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, ettei kiellettyä myöskään ole saadun sisäpiirintiedon vuoksi peruuttaa välittäjälle jo annettua arvopapereiden luovuttamista tai hankkimista koskevaa toimeksiantoa.<sup>230</sup> Tällainen toiminta voidaan kuitenkin nähdä eettisesti ongelmalliseksi, jos henkilö esimerkiksi myyntitoimeksiannon antamisen jälkeen saa tietoonsa yritystä koskevia hyviä uutisia, jonka jälkeen hän peruu toimeksiannon voidakseen hyvien uutisten julkistamisen jälkeen myydä osakkeet paremmalla hinnalla.<sup>231</sup>

Sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ei ole kysymys niissä tapauksissa, joissa määräysvaltaa pitävä osakkeenomistaja myy koko omistuksensa tai joissa osakkeiden hankkiminen tai luovuttaminen liittyy jotakin liiketoiminnan osaa koskevaan kauppaan. Yritysten erilaiset rakennemuutokset ovat tarpeellisia, ja tällaisissa kaupoissa osapuolten on vaihdettava riittävästi liiketoimintaa koskevia tietoja kohteen arvon määrittämiseksi. Vaikka nämä tiedot useasti luokitellaan sisäpiirintiedoksi, ei toiminnan kuitenkaan katsota vaarantavan arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta, sillä kaupan molemmat osapuolet käyttävät samaa kummankin tuntemaa sisäpiirintietoa keskinäisessä kaupankäynnissään. Tilanne on toinen, jos saatua sisäpiirintietoa käytetään hyväksi luovuttamalla tai hankkimalla kysymyksessä olevan yhtiön osakkeita tavanomaisessa arvopaperikaupassa tai neuvomalla toista sellaista arvopaperia

---

<sup>228</sup> HE 254/1998 s. 21-22.

<sup>229</sup> Vaikka sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva säännös ei sovellukkaan, voi menettely täyttää rikoslain 36 luvun petosta koskevat tunnusmerkit.

<sup>230</sup> Astola 1990, s. 190 ja Kurenmaa 2003, s. 186-187.

<sup>231</sup> Ks. hyvän tavan vaatimuksesta arvopaperimarkkinoilla esim. Arvopaperipörssin ohjesääntö, s. 5.

koskevassa kaupassa.<sup>232</sup> Oikeuskäytännössä rahoitusvälineiden luovuttaminen tai hankkiminen on pääsääntöisesti ollut riidatonta.<sup>233</sup>

Sampo-tapauksessa oli riidatonta, että vastaaja oli hankkinut alaikäisen tyttärensä nimiin 28.5.1999 600 kpl Pohjolan osakkeita hintaan 44,80 euroa ja 7.6.1999 hankkinut määräysvallassaan olevan yhtiön nimiin 600 kpl Pohjolan osakkeita, joista 200 kpl hintaan 42,75 euroa ja 400 kpl hintaan 42,80 euroa. Kokonaisuudessaan osakehankintojen yhteisarvo oli 52.550 euroa.<sup>234</sup>

TJ Group -tapauksessa oli riidatonta, että molemmat vastaajat olivat tahoillaan myyneet 3.534.750 kpl TJ Groupin osakkeita.<sup>235</sup>

TPO-tapauksessa sijoituspalveluyhtiö oli ostanut yhtiön pääsalkkuun eli omaan lukuunsa 50.000 TPO:n osaketta ja seuraavana päivänä myynyt 46.971 TPO:n osaketta.<sup>236</sup>

Benefon-tapauksessa vastaaja oli kiistatta lain tarkoittamalla tavalla luovuttanut osakkeita myymällä vaimonsa kanssa yhdessä omistamansa ja hallinnoimansa kiinteistöosakeyhtiön omistamat Benefon-osakkeet.<sup>237</sup>

Conventum-tapauksessa vastaaja oli kiistatta lain tarkoittamalla tavalla hankkinut Conventumin osakkeita määräysvallassaan olleiden yhtiöiden, Thomproperties Oy:n, Thominvest Oy:n, Oy Thombrokers Ab:n ja Inter Masters Oy:n lukuun 29.3.-11.5.2001 yhteensä 207.900 kappaletta yhteensä 255.580 euron hankintahinnasta.<sup>238</sup>

Jippii-tapauksessa vastaajia oli yhteensä 13, joista jokainen oli myynyt erisuuruisia määriä Jippiin osakkeita ja optioita vuoden 2001 aikana, osakkeiden myynnit olivat riidattomia oikeudessa.<sup>239</sup>

Liinos-tapauksessa oli kiistatonta, että vastaaja oli hankkinut 1.11.2001 antamallaan toimeksiannolla itselleen 100.000 Liinoksen osaketta sekä vaimolleen 50.000 Liinoksen

---

<sup>232</sup> HE 254/1998 s. 22.

<sup>233</sup> Markkinavalvonta Helsingin Pörssissä 2014, s. 11. Rahoitusvälinekaupoista jää aina jälki kaupankäyntijärjestelmään, jota voidaan käyttää näyttönä oikeudessa. NASDAQ OMX:n markkinavalvonnan työkalu SMARTS on suunniteltu havaitsemaan poikkeuksellisia kurssi- ja volyymimuutoksia sekä havaitsemaan mahdollisia markkinoiden väärinkäyttötapauksia.

<sup>234</sup> KKO 2006:110

<sup>235</sup> KKO 2009:1

<sup>236</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj. Myös Talentum

<sup>237</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

<sup>238</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

<sup>239</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj

osaketta. Edelleen vastaaja on 28.11.2001 antanut toimeksiannon, jonka mukaan talousjohtajalle tulee hankkia 200.000 Liinoksen osaketta.<sup>240</sup>

LSO-tapauksessa oli kiistatonta, että vastaajat olivat hankkineet ajalla 9. - 22.8.2006 HK:n osakkeita yhteensä 317.250 kappaletta, yhteensä 3.077.303.50 euron arvosta.<sup>241</sup>

Nordic Aluminium -tapauksessa oli riidatonta että vastaaja A oli ostanut 2.3.1999 Nordic Aluminium Oyj:n osakkeita 15.000 kpl hintaan 5 euroa eli yhteensä 75.000 euron arvosta. Lisäksi vastaaja B oli antanut 14.4.1999 Ålandsbankenin konttorissa toimeksiannon ostaa Nordic Aluminium Oyj:n osakkeita 1.600 kpl puolisonsa nimiin avatulle arvo-osuustilille. Toimeksiannon perusteella oli ostettu 1.600 osaketta hintaan 5,50 euroa eli yhteensä 8.800 euron arvosta.<sup>242</sup>

Instrumentarium-tapauksessa oli riidatonta, että vastaaja oli 7.10.1997 ostanut 2.000 Instrumentariumin A-osaketta yhteishintaan 384.900 markkaa.<sup>243</sup>

WSOY-tapauksessa oli riidatonta, että vastaaja oli hankkinut 20.9.1996 200 kpl ja 6.10.1997 250 kpl Instrumentariumin osakkeita yhteishintaan 97.750 markkaa. Lisäksi 6.10.1997 125 kpl ja 2.2.1998 250 kpl Rautakirjan osakkeita yhteishintaan 149.250 markkaa.<sup>244</sup>

Endero-tapauksessa oli riidatonta, että vastaaja A oli luovuttanut 85.150 kpl Enderon osakkeita hintaan 33.478,50 euroa ja vastaaja B 32.200 kpl Enderon osakkeita hintaan 12.106 euroa.<sup>245</sup>

Soon-tapauksessa oli riidatonta, että vastaaja A oli hankkinut 20.-21.3.2001 välisenä aikana Soonin osakkeita yli 83.000 eurolla ja myynyt osakkeet 130.000 eurolla.<sup>246</sup>

Cencorp-tapauksessa oli riidatonta, että vastaaja A oli luovuttanut 15.9.2005 383.500 kpl keskihintaan 1,85 euroa kpl eli yhteensä 710.529,63 euron arvosta Cencorpin osakkeita. Vastaaja B oli luovuttanut 30.3.2006 62.857 kpl keskihintaan 0,979 euroa eli yhteensä 61.565,29 euron arvosta Cencorpin osakkeita. Vastaaja C oli luovuttanut 10.5.2006 30.000 kpl keskihintaan 0,86-0,94 euroa yhteensä 26.600 euron arvosta Cencorpin osakkeita.<sup>247</sup>

OP-Pohjola -tapauksessa vastaaja C antoi ostotoimeksiannon 2.9.2005 2.000 osto-optiosta, joiden maturiteetti oli 16.9.2005 ja 500 osto-optiosta, joiden maturiteetti oli

---

<sup>240</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj

<sup>241</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

<sup>242</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium Oyj

<sup>243</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 1404/99, 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj

<sup>244</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 14795, 30.6.2000 (R00/869) – WSOY Oyj

<sup>245</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) – Endero Oyj

<sup>246</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

<sup>247</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj



16.12.2005. Kauppa toteutettiin 5.9.2005 ja 18.9.2005 ja osto-optioiden hinta putosi syyskuussa 0,12 euroa osakkeelta ja joulukuussa 0,50 euroa osakkeelta. Samoin vastaaja C antoi ostotoimeksiannon 7.9.2005 1.000 osto-optiosta, joiden maturiteetti oli 16.9.2005 ja 500 osto-optiosta, joiden maturiteetti oli 16.12.2005. Kauppa oli tehty 7.9.2005 ja osto-option hinta laski syyskuussa 0,18 euroa osakkeelta joulukuussa 0,5950 euroa osakkeelta. Hankitut osto-optiot vastaavat 400.000 Pohjolan osaketta, joiden hankintahinnaksi tuli näinollen 96.750 euroa. Osto-optioiden toteutushinta oli 12 euroa osakkeelta. Vastaaja C oli ajalla 12.-15.9.2005 myynyt osto-optionsa 485.000 eurolla. Voittoa vastaaja C sai näin ollen 388.250 euroa.<sup>248</sup>

Kyro-tapauksessa vastaaja B osti 16.08.2001 omiin nimiinsä Kyro Oy Ab:n osakkeita 4.000 kpl hintaan 4,60 eur osakkeelta. Vastaaja B myi nämä 4.000 osakettaan 22.10.2001 hintaan 5,95 euroa osakkeelta.<sup>249</sup>

### **3.5.4 Neuvominen suoraan tai välillisesti**

Toisena sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen keinona mainitaan toisen neuvominen arvopaperia koskevassa kaupassa, joko suoraan tai välillisesti. Suorana neuvomisena pidetään esimerkiksi kehotuksen tai ohjeen antamista toiselle henkilölle arvopaperin hankkimiseksi tai luovuttamiseksi. Neuvojan ei kuitenkaan tarvitse paljastaa tiedonsaajalle sitä, mihin neuvo perustuu.<sup>250</sup> Välillistä neuvomista on lähinnä sijoitusvihjeiden antaminen, mutta kysymykseen voi tulla muunkinlainen toiminta, jonka perusteella sisäpiirintietoa saanut voi mieltää toisen ymmärtävän tietyn arvopaperikaupan edulliseksi juuri hänellä (neuvojalla) olevan sisäpiirintiedon vuoksi.<sup>251</sup> Tällöin voidaan esimerkiksi antaa toisen ymmärtää, että osakkeiden hankkimista kannattaisi harkita odotettavissa olevan arvonnousun takia. Välillistä neuvomista koskevan tunnusmerkin soveltamista rajaa käytännössä se, että tällöinkin edellytetään tarkoitusta hankkia hyötyä joko itselle tai toiselle.

Sisäpiirintiedon väärinkäytössä neuvoja syyllistyy rikokseen pelkästään neuvomalla toista, vaikka neuvon saanut ei arvopaperikauppaa tekisikään. Neuvojan syyllisyyden kannalta ei merkitystä ole myöskään sillä, onko kauppa jäänyt toteutumatta esimerkiksi puuttuvan rahoituksen tai muun syyn takia. Neuvojan on kuitenkin aina mielletävä neuvovansa toista, sillä ajattelemattomuudesta tai muista vastaavista syistä tapahtuva

---

<sup>248</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

<sup>249</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

<sup>250</sup> Astola 1990, s. 190.

<sup>251</sup> HE 254/1998 s. 22.

tiedon paljastaminen ei ole säännöksen mukaista neuvomista. Lisäksi neuvon on aina liityttävä arvopaperikauppaan. Neuvon saaja puolestaan syyllistyy sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, mikäli hän tekee kaupan nimenomaan kyseisen tiedon perusteella ja samalla tiedostaa neuvon perustuneen sisäpiirintietoon.<sup>252</sup> Poikkeustilanteena on se, kun sisäpiirintietoa luovutetaan osana tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Tiedon vastaanottajalla ei kuitenkaan ole oikeutta sisäpiirintiedon perusteella hankkia tai luovuttaa sisäpiirintiedon perusteella arvopapereita.<sup>253</sup>

Soon-tapauksessa oikeus totesi, että vastaaja B oli antanut puhelimitse sisäpiirivinkin vastaaja A:lle. Oikeus katsoi, että teletunnistetiedot olivat vahva näyttö sisäpiirintiedon kertomisesta vastaaja A:lle. Keskustelujen sisällöt eivät käyneet teletunnistetiedoista ilmi. Vastaaja B:n asema Soonin hallituksessa, hänellä ollut sisäpiirintieto ja vastaaja A:n ja vastaaja B:n väliset puhelinkeskustelut, jotka ajoittuivat vastaaja A:n osakkeiden ostoa ja myyntiä edeltäviin ajankohtiin, sekä vastaaja B:n kiinnostus vastaaja A:n toimista, puhuivat sen puolesta, ettei ollut uskottavaa vastaaja A:n ja vastaaja B:n keskustelleen Soonista vain yleisellä tasolla. Siten vastaaja B:n näytettiin paljastaneen vastaaja A:lle sisäpiirintietoa ja neuvoneen vastaaja A:ta Soonin osakkeiden kaupassa. Oikeus ei uskonut, että vastaaja A päätti ostaa Soonin osakkeita Tamperelaisessa ravintolassa kuullun huudon jälkeen: ”Kai sulla Soonia on!”<sup>254</sup>

OP-Pohjola -tapauksessa syyttäjä esitti, että vastaaja A olisi laittomasti luovuttanut sisäpiirintietoa vastaaja B:lle ja että vastaaja C olisi toteuttanut laittomat optiokaupat. Käräjäoikeus oli katsonut, että koska A ja B olivat aviopari, ei syyttäjältä voitu edellyttää yksityiskohtaista näyttöä siitä, miten ja minä ajankohtana sisäpiirintieto oli ilmaistu. Käräjäoikeuden mukaan se, että vastaaja C ja vastaaja B olivat yrittäneet esitutkinnassa pitää salassa välisensä yhteydenpidon, joka oli tapahtunut muun muassa erikseen hankittuja prepaid-liittymiä käyttämällä, osoitti, että vastaaja C oli saanut sisäpiirintiedon vastaaja B:ltä. Vastaaja B taas ei käräjäoikeuden mukaan ollut voinut saada sisäpiirintietoa muulta taholta kuin vastaaja A:lta. Hovioikeus kuitenkin katsoi jääneen näyttämättä, että vastaaja A oli ilmaissut sisäpiirintietoa vastaaja B:lle. Koska vastaaja B oli aikaisemminkin jo toiminut aktiivisesti osakemarkkinoilla, ei ollut hovioikeuden mukaan poissuljettua, että hän oli voinut saada toimintaansa vaikuttavan tiedon muulta taholta kuin vastaaja A:lta. Näin ollen hovioikeus hylkäsi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan syytteen vastaaja A:n osalta. Vastaaja B oli syyttäjän mukaan kertonut vastaaja C:lle Pohjolan omistussuhteiden muutoksista, ja vastaaja C oli

---

<sup>252</sup> HE 254/1998 s. 22-23.

<sup>253</sup> AML 14:2.2

<sup>254</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

syytteen mukaan käyttänyt tuota tietoa hyväkseen optiokaupoissa. Hovioikeus tulkitsi syytettä syytettyjen eduksi siten, että syytteessä tarkoitettiin nimenomaan vastaaja A:lta, eikä jostain muusta lähteestä saatua sisäpiirintietoa. Koska vastaaja A:n ei ollut näytetty ilmaiseen sisäpiirintietoa, hovioikeus hylkäsi syytteet myös vastaaja B:n ja vastaaja C:n osalta.<sup>255</sup>

Kyro-tapauksessa syyttäjä esitti, että vastaaja A olisi laittomasti luovuttanut sisäpiirintietoa vastaajalle B. Vastaaja A:n lausunnon mukaan vastaajan B osakesalkku oli täysin hänen oma asiansa, ja vastaaja A oli suuttunut vastaajalle B, kun hän oli saanut kuulla, että vastaaja B oli hankkinut yhtiön osakkeita, jossa hän oli hallituksessa. Käräjäoikeus katsoi, että vastaajan A menettelytapaa ei voitu näyttää täyttävän rikoksen tunnusmerkistöä avunannosta tai yllytyksestä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Käräjäoikeus katsoi myös, että ei voitu näyttää, että vastaajalla B olisi ollut hallussaan sisäpiirintietoa. Täten oikeus hylkäsi syytteet vastaajan A ja vastaajan B osalta.<sup>256</sup>

### 3.6 Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö

#### RL 51:2 § (14.12.2012/753)

*Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö*

*Jos tahallisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä*

*1) tavoitellaan erityisen suurta hyötyä tai huomattavaa henkilökohtaista etua,*

*2) rikoksentekijä käyttää rikoksen tekemisessä hyväksi erityisen vastuullista asemaansa arvopaperikeskuksen, selvitysyhteisön, sijoituspalvelun tarjoajan, pörssin tai rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijan tai tällaisen yhteisön kanssa samaan konserniin kuuluvan yhteisön palveluksessa tai edustajana taikka tällaisen yhteisön antamassa tehtävässä tai*

*3) rikos tehdään erityisen suunnitelmallisesti*

*ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö on myös kokonaisuutena arvostellen törkeä, rikoksentekijä on tuomittava törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä vankeuteen vähintään neljäksi kuukaudeksi ja enintään neljäksi vuodeksi..*

<sup>255</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

<sup>256</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

### 3.6.1 Erityisen suuren hyödyn tavoittelu

Rikoksella tavoitellun hyödyn suuruutta tulee tarkastella sekä rahamääräisenä suureena että myös suhteutettuna kurssien muutokseen.<sup>257</sup> Tavoitellun hyödyn tulee olla erityisen suuri suhteessa vastaavansuuruisessa arvopaperikaupassa yleensä odotettavissa olevaan hyötyyn. Tätä perustellaan esitöissä sillä, ettei hyödyn suuruutta tule verrata siihen arvorajaan, jonka perusteella varkautta on pidettävä törkeänä, koska tällöin kaikki sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat tapaukset katsottaisiin todennäköisesti törkeiksi. Perustelujen mukaan tällaisessa toiminnassa, joka yleensä tapahtuu yhteisöjen toiminnan yhteydessä ja jossa hyötykin saattaa ohjautua yhteisölle, eikä ainakaa välittömästi rikokseen syyllistyneille hyödyn määrän suoraviivainen vertaaminen esimerkiksi varkausrikoksella tavoiteltavan hyödyn määrään, ei ole perusteltua. Perustelujen mukaan lähempänä perinteisen varallisuusrikosten piirteitä on sen sijaan sellainen sisäpiirintiedon väärinkäyttö, jolla tavoitellaan henkilökohtaista etua. Tällöin edellä tarkoitettua pienemminkin hyödyn tavoittelun on katsottu voivan olla paheksuttavuudeltaan muihin törkeisiin varallisuusrikoksiin rinnastuvaa. Huomattavalla henkilökohtaisella edulla on myös tarkoitettu muutakin kuin pelkkää arvopaperin arvon tai hinnan muutokseen suoraan koituvaa taloudellista hyötyä. Henkilökohtaista etua voi olla esimerkiksi liikesuhteiden tiivistymisestä ja jatkuvuudesta seuraava etu sekä menestyksenä työuralla saatu etu.<sup>258</sup>

Edellä mainittu tulee ymmärtää niin, että tekijän tavoitellessa puhtaasti henkilökohtaista etua, voidaan hyödyn määrää laskettaessa rinnastusta hakea muissa törkeissä varallisuusrikoksissa omaksutusta euromääräisestä arvorajasta. Törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytösrankaistusasteikko vastaa myös muiden varallisuusrikosten törkeiden tekemuotojen asteikkoja. Perusteluja voi tulkita myös siten, että huomattavan henkilökohtaisen edun kriteeri täyttyy ainakin euromääräisesti alemmalla tasolla kuin erityisen suuren hyödyn kriteeri. Tekijön varallisuusasemaa tai henkilökohtaisia taloudellisia olosuhteita ei kuitenkaan voida ottaa huomioon huomattavan henkilökohtaisen edun kriteeriä tulkittaessa. Ratkaisu on tehtävä objektiivisin kriteerein. Erityisen suuren hyödyn arvioinnissa puolestaan sijoitetun summan suuruuden sekä tekohetkellä oletettavissa olleen kurssimuutoksen suuruuden tulee täyttää tietty minimitaso, mutta jo toisen edellytyksen eli huomattavan henkilökohtaisen edun yksinään tulisi riittää kyseisen ankaroitamisperusteen soveltamiseksi.<sup>259</sup>

---

<sup>257</sup> HE 254/1998 s. 24.

<sup>258</sup> *ibid* ja OLV 3/1993 s. 35.

<sup>259</sup> Häyrynen 2006, s. 184-185.

Conventum-tapauksessa vastaajan edustamien yhtiöiden saama hyöty on ollut yhteensä 140.078 euroa. Ostoajankohtana kurssi on vaihdellut 1,14-1,45 euron välillä. Vaihtotarjouksessa osakkeen arvoksi on sovittu 2,02 euroa. Kurssinousu on ollut 0,57-0,88 euroa eli 39-77 prosenttia noin 2,5 kuukauden aikana. Syyttäjän todistajan kertoman mukaan vastaajan toimeksiannon sisältönä on ollut ostaa kaikki myyntiin tulevat Conventumin osakkeet ilman toimeksiantajan asettamia hintarajoja. Oikeus katsoo, että vastaaja on toiminnallaan tavoitellut erityisen suurta hyötyä. Sen sijaan erityisestä suunnitelmallisuudesta ei ole esitetty näyttöä. Asiaa kokonaisuutena arvioidessaan hovioikeus ottaa vielä huomioon Conventumin heikon taloudellisen tilanteen ja siitä keväällä 2001 johtuneen voimakkaan kurssilaskun, yhdistymisestä Conventumin omistajille odotettavissa olleen hyödyn, vastaajan aseman Conventumin merkittävän omistajatahon edustajana sekä vastaajan ammattilaisuuden sijoitustoiminnassa ja katsoo, että sisäpiirintiedon väärinkäyttö on ollut kokonaisuutena arvostellen törkeä.<sup>260</sup>

Liinos-tapauksessa vastaajan rikoksella saavutettu hyöty oli ollut 184.630 euroa, vastaajan vaimon 30.000 euroa ja Liinoksen talousjohtajan 122.064 euroa. Edellä mainittujen summien vuoksi oikeus katsoi, että vastaaja oli tavoitellut teollaan rikoslain 51 §:n 2 §:ssä tarkoitetulla tavalla erityisen suurta hyötyä ja huomattavaa henkilökohtaista etua.<sup>261</sup>

TJ Group -tapauksessa oikeus totesi, että vastaajaat A ja B olivat tahallisesti tavoitelleet ja saaneet kumpikin taloudellista hyötyä 7.796.250 euroa. Oikeus totesi erityisen suuren hyödyn tavoittelun kriteerin täyttyneen molempien osalta.<sup>262</sup>

Soon-tapauksessa käräjäoikeus tuomitsi vastaaja A:n törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Hänen näytettiin toimineen tahallisesti ja tavoitelleen erityisen suurta taloudellista hyötyä, joka oli osakkeiden myynnistä saatu 34.000 euron nettovoitto.

### **3.6.2 Vastuullisen aseman hyväksikäyttö**

Erityisen paheksuttavana ja arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta vakavasti vaarantavana pidetään erityisen vastuullisen aseman väärinkäyttämistä rikosten tekemisessä. Perusteen soveltaminen edellyttää, että erityisen vastuullinen asema pohjautuu toimimiseen kyseisten yhteisöjen palveluksessa, edustajana tai niiden

---

<sup>260</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

<sup>261</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj

<sup>262</sup> KKO 2009:1

antamassa tehtävässä.<sup>263</sup> Erityisen vastuullisen aseman kriteeri voi siten täytyä suhteellisen helposti. Säännöstä ei kuitenkaan ole tarkoitettu sovellettavaksi suoraviivaisesti kaikkiin kyseisessä vastuuasemassa oleviin, jotka syyllistyvät sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Edellytyksenä on, että erityisen vastuullista asemaa on käytetty hyväksi rikoksen tekemisessä. Tämä voi ilmetä esimerkiksi siten, että tekijä on saanut tiedot erityisen vastuullisen asemansa vuoksi tai siinä, että hän on kyennyt niiden hyödyntämiseen aemansa avulla.<sup>264</sup>

TJ Group -tapauksessa oikeus katsoi, että vastaajat A ja B ovat osakkeita myydessään käyttäneet hyväkseen erityisen vastuullista asemaansa liikkeeseenlaskijan edustajina ja sen johtoon kuuluneina henkilöinä. A oli toiminut hallituksen puheenjohtajana ja B toimitusjohtajana.<sup>265</sup>

### 3.6.3 Erityinen suunnitelmallisuus

Teon tavanomaista suurempaa paheksuttavuutta ilmentävä rikoksen erityinen suunnitelmallisuus voi ilmetä laajoina etukäteisvalmisteluina, kuten rahoituksen järjestämisenä tai yhteistyökumppaneiden hankkimisena. Samoin rikoksen ilmitulon estämiseksi etukäteen tehdyt taloudelliset tai yhtiöoikeudelliset harhautustoimenpiteet voivat ilmentää suunnitelmallisuutta.<sup>266</sup> Törkeää tekemuotoa koskevan säännöksen soveltaminen edellyttää lisäksi, että rikos myös kokonaisuutena arvostellen on törkeä. Perustelujen mukaan kyseinen edellytys sulkee soveltamisalan ulkopuolelle esimerkiksi sellaiset suunnitelmaiset väärinkäytökset, joissa tavoitteellaan vain vähäistä hyötyä. Samoin erityisen vastuullisen aseman väärinkäyttämisestä huolimatta rikosta ei ole syytä katsoa törkeäksi, jos sillä tavoitellaan vain vähäistä hyötyä tai henkilökohtaista etua.<sup>267</sup>

---

<sup>263</sup> Hyväksikäyttäminen on perustuttava juuri tuossa erityisasemassa saatuihin tietoihin tai siihen liittyviin toimintamahdollisuuksiin. HE 254/1998 s. 24 ja OLJ 3/1998 s. 36-37.

<sup>264</sup> HE 254/1998 s. 24-25 ja OLJ 3/1993 s. 35. Poikkeuksellisesti myös yhteisöjen palveluksessa muissa kuin johtotehtävissä olevalla saattaa olla laaja oikeus saada sisäpiirintietoja tai merkittävä toimivalta tehdä itsenäisesti ratkaisuja. Tällaisissa tapauksissa säännöstä voitaisiin soveltaa myös hänen toimintaansa.

<sup>265</sup> KKO 2009:1

<sup>266</sup> Kurenmaa 2003, s. 245, jonka mukaan bulvaanit ja sisäpiirinringit ovat merkki suunnitelmallisuudesta.

<sup>267</sup> HE 254/1998 s. 26.

Liinos-tapauksessa oikeus päätyi pitämään tekoa erityisen suunnitelmallisena perustellen sitä seuraavasti: Vastaaja oli toteuttanut kauppaan liittyvät toimenpiteet pääasiassa yksin ja vain teknistä tietoa tarvittaessa yhdessä Liinoksen tuotekehitysjohtajan kanssa, mistä on pääteltävissä, että vastaaja on halunnut pitää Liinoksen myyntihankkeen salassa. Vastaaja on ryhtynyt ennen myyntiä etukäteisvalmisteluihin palkkaamalla Liinokselle uuden toimitusjohtajan salaten häneltä Visman ASA:n tekemät yhteydenotot yrityskauppaneuvotteluista. Vastaaja oli tehnyt osakepalkkausta koskevan sopimuksen Liinoksen talousjohtajan kanssa kertomatta hänelle mitään jo kuukauden ajan Visma ASA:n kanssa käymistään kauppaneuvotteluista. Liinoksen talousjohtaja oli hankkinut lainarahoituksen omien ja Liinoksen uuden toimitusjohtajan osakkeiden hankkimista varten. Vasta 4.12.2001 vastaaja oli antanut yhtiön lakiasianjohtajalle määräyksen perustaa sisäpiirirekisteri.<sup>268</sup>

TJ Group -tapauksessa oikeus totesi, että vastaajat olivat ryhtyneet osakeantiin tietoisina listalleottoesitteeseen sisältyneistä totuudenvastaisista ja harhaanjohtavista tiedoista. Vastaajat olivat toimineet erityisen suunnitelmallisesti osakeantiin liittyneen välitilin päätöksen tuloksen muokkaamisessa positiiviseksi, millä on heidän tietensä ollut erityinen merkitys TJ Groupin osakkeen arvolle ja siten heidän päämääränsä toteutumiseksi. Tässä harkinnassa ei ollut merkitystä sillä, että TJ Group on antia valmistellessaan käyttänyt apunaan alan ammattilaisia, koska vastaajat olivat toimineet edellä kerrotulla tavalla tahallisesti. Oikeus katsoi, että kaikki syytteessä esitetyt kvalifiointiperusteet olivat täyttyneet. Osakeantitilanteessa tehtyä tekoa on myös kokonaisuutena arvostellen pidettävä törkeänä etenkin, koska se on vakavasti loukannut luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan.<sup>269</sup>

---

<sup>268</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010 (R08/3300) - Liinos Oyj

<sup>269</sup> KKO 2009:1

## 4 MARKKINOIDEN/KURSSIN VÄÄRISTÄMINEN SUOMALAISESSA OIKEUSKÄYTÄNNÖSSÄ

### 4.1 Yleistä markkinoiden/kurssin vääristämiskäytännöstä

Markkinoiden vääristämällä tai manipuloinnilla tarkoitetaan rikoslaissa (RL 51:3) toimintaa, jonka pyrkimyksenä on vääristää tietyn rahoitusvälineen hintataso (kurssitaso) ja vääristynyttä hintatasoa hyväksikäyttämällä hankkia taloudellista hyötyä. Muiden arvopaperimarkkinoita koskevien rangaistussäännösten tapaan markkinoiden vääristämisen kieltämisellä pyritään markkinoiden informaatioasymmetrioiden ehkäisemiseen. Kurssin vääristämisen yhteydessä informaatioasymmetriat perustuvat markkinoiden tai markkinaosapuolien tietämättömyyteen (väärään tai harhaanjohtavaan informaatioon) arvopaperin hinnanmuodotukseen vaikuttavista tekijöistä. Sijoittajat, jotka toimivat markkinoilla arvopaperin vääristäneeseen hintatasoon luottaen, tekevät väärään informaatioon perustuvia epärationaalisia sijoituspäätöksiä.<sup>270</sup>

Markkinoiden vääristämistä koskevan rangaistussäännöksen suojeluobjektina voidaan siten pitää arvopaperin aidon kysynnän ja tarjonnan turvaamista sekä markkinoiden hinnanmuodotuksen luotettavuutta. Markkinoiden vääristämisen kriminalisoinnilla suojeltava oikeushyvä liittyy ennen kaikkea sijoittajien tiedolliseen tasa-arvoisuuden turvaamiseen suhteessa muihin sijoittajiin, liikkeeseenlaskijaan tai muuhun markkinoilla toimivaan osapuoleen, jonka toiminta tähtää markkinoiden vääristämiseen. Markkinoiden vääristämiskiellon suojatarkoitus ulottuu markkinoilla toimivien sijoittajien lisäksi myös muihin osapuoliin, jotka voivat tehdä päätöksiä arvopaperien hintatason perusteella. Tällaisia tahoja voivat olla esimerkiksi listayhtiöiden tai muiden markkinaosapuolien velkojat sekä luotonantajat.<sup>271</sup>

Keinot ja mahdollisuudet kurssien manipuloimiseksi ovat markkinoiden nopean teknisen kehityksen vuoksi lisääntyneet huomattavasti. Uusien sijoitusinstrumenttien ja markkinoiden kansainvälistymisen myötä manipuloinnin toteuttaminen on muodostunut sekä helpommaksi että toisaalta vaikeammin havaittavaksi ja tutkittavaksi. Markkinoiden vääristämistä koskeneet oikeustapaukset ovat Suomessa olleet hyvin

---

<sup>270</sup> Kaisanlahti 1995, s. 1302.

<sup>271</sup> Samuelsson 2002, s. 879 av. 24.



harvinaisia. Vanhan arvopaperimarkkinain voimassaolon aikana on silloisen kurssin vääristämissäännöksen nojalla annettu tuomioita vain viidessä tapauksessa.<sup>272</sup>

Käytännössä markkinoiden vääristämistä on erittäin hankala paljastaa.<sup>273</sup> Vääristävien menettelytapojen tehokas paljastaminen vaatii kaupankäynnin jatkuvaa ja aktiivista valvontaa sekä siten myös riittäviä resursseja ja valvontajärjestelmiä. Vääristävien menettelytapojen ilmitulo ja tutkiminen edellyttävät valvontaviranomaisilta ja kaupankäyntipaikoilta myös tehokasta yhteistyötä ja tietojenvaihtoa.<sup>274</sup> Toinen keskeinen syy oikeuskäytännön vähäisyydelle liittyy itse vääristävien menettelytapojen määrittelyn vaikeuteen sekä vääristävistä toimista ja niiden tarkoituksesta saatavan näytön arviointiin. Normaalien markkinatoimenpiteiden erottaminen vääristävistä menettelytavoista voi olla tulkinnanvaraista ja vaikeaa. Samoin kurssin vääristämisen rangaistavuuden edellytyksenä olevan toiminnan tahallisuuden ja erityisen hyötymistarkoituksen toteennäyttäminen on ongelmallista.<sup>275</sup> Rangaistussäännöksessä katsottiin olevan syytä kuvata sekä tyypilliset menettelytavat että teon moitittavuuden kannalta keskeiset hylättävät tarkoitukset.<sup>276</sup> Koska riittävän

---

<sup>272</sup> Kolme tuomiota koski yhtiön äänivallan kannalta merkittävien osakekauppojen (ns. blokkikauppojen) toteuttamista pörssissä varainsiirtoveron välttämiseksi. Ks. Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/2654, [ns. YIT-tapas], Helsingin hovioikeus 31.5.2005, R 02/4230, [ns. TPO-tapaus] sekä Helsingin hovioikeus 9.9.1993, R92/969. Rata on vuosina 1998-2004 tehnyt kurssimanipulaatiotutkimuksia vuositasolla n. 5-10 kappaletta. Ainoastaan kahdessa tapauksessa Rata on koko kyseisenä ajanjaksona tehnyt asiasta tutkintapyyntöä poliisille. Rata on kuitenkin antanut joitakin ei-julkisia huomautuksia tutkimiensa vääristämistapausten osalta. (Lähde: Rata/Finanssivalvonta)

<sup>273</sup> Kyseisen toiminnan paljastaminen voi olla hyvin vaikeaa esimerkiksi tilanteissa, joissa vääristämiseen on osallistunut useampia sijoittajia ja mahdollisesti myös useamman välittäjän kautta.

<sup>274</sup> Ks. IOSCO, jossa korostetaan pörssien ja valvontaviranomaisten välisen yhteistyön merkitystä. Erityisesti pörssin rooli katsotaan keskeiseksi, koska sillä tyypillisesti on parhaat tekniset edellytykset seurata päivittäistä kaupankäyntiä ja kerätä kaupankäyntiä koskevaa informaatiota. Monissa valtioissa pörssille on laissa asetettu nimenomainen velvollisuus antaa valvontaviranomaiselle informaatiota mahdollisista vääristävistä kaupankäyntitavoista. Suomen osalta ongelmana pitkään ollut erityisesti se, ettei valvontaviranomaisella tai pörssillä ole ollut käytössään erityistä valvontajärjestelmää, jolla poikkeavia kurssi- ja volyyminmuutoksia olisi voitu arvioida. Tilanne on kuitenkin tältä osin korjaantunut pörssissä vuonna 2005 käyttöön otetun uuden kaupankäynnin valvontajärjestelmän (ns. Smarts-valvontajärjestelmä) myötä.

<sup>275</sup> Vääristävien menettelytapojen erottamisen vaikeutta normaaleista menettelytavoista sekä toisaalta myös riittävän näytön saantiin liittyviä ongelmia osoittaa osaltaan Ratan tekemien vääristämistapausten tutkimusten suhde sen poliisille tekemiin tutkintapyyntöihin.

<sup>276</sup> HE 254/1998 s. 12.

tarkkarajaisen ja täsmällisen markkinoiden vääristämistä koskevan rangaistussäännöksen laatimisen katsottiin olevan erityisen vaikeaa, haluttiin tahallisuusvaatimus puolestaan asettaa tiukaksi.<sup>277</sup>

## 4.2 RL 51:3 §:n mukainen kriminalisointi – tunnusmerkistön kuvaus

**RL 51:3 §:**ssä säännelty markkinoiden/kurssin vääristämisrikos kuuluu seuraavasti:

*Joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä vääristää säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan rahoitusvälineen markkinoita, on tuomittava markkinoiden vääristämisestä sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.*

### **AML 14:3 § (14.12.2012/746)**

#### **Markkinoiden vääristäminen**

*Säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan rahoitusvälineen markkinoita ei saa vääristää.*

*Markkinoiden vääristämisellä tarkoitetaan:*

- 1) säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaa rahoitusvälinettä koskevaa harhaanjohtavaa osto- tai myyntitarjousta, näennäiskauppaa ja muuta vilpillistä toimintatapaa;*
- 2) liiketoimia ja muita toimia, jotka ovat omiaan antamaan väärää tai harhaanjohtavaa tietoa säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta;*
- 3) liiketoimia ja muita toimia, joilla yksi tai useampi yhteistyössä toimiva henkilö varmistaa säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle;*
- 4) säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaa rahoitusvälinettä koskevan väärän tai harhaanjohtavan*

---

<sup>277</sup> Ennen lakiuudistusta voimassa olleessa säännöksessä välittäjien toimesta tapahtuva kurssitasoon vaikuttaminen oli säädetty rangaistavaksi myös törkeästä tuottamuksesta tehtynä. Lakiuudistuksen yhteydessä syyksiluettavuuden asteen nostamisen tahallisuutta edellyttäväksi katsottiin lisäävän rikoksen selvittämiseksi alettavia vaatimuksia, mutta korkeaa näyttökynnystä pidettiin tärkeänä vastaajien oikeusturvan kannalta. Ks. HE 254/1998 s. 11 ja 27.

*tiedon julkaisemista tai muuta levittämistä, jos tiedon julkaisija tai levittäjä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan väärä tai harhaanjohtava.*

MAD:n implementoimiseksi tehdyssä lakiuudistuksessa kurssin vääristämistä koskevaa RL:n säännöstä muutettiin. Kurssin vääristämisen tekoapojen määritelmät siirrettiin VAML:n 5:12§:ään ja sieltä AML 14:3§:ään, johon RL: määritelmäsäännöksessä viitataan. Kurssin vääristämistä koskevat tekoavat ovat siten AML:ssa että RL:ssa kielletty kurssin vääristämisen osalta identtiset.

### 4.3 Rikoksen tekijä

Markkinoiden vääristämisen tekijäpiiriä ei ole rajattu muuten kuin termillä ”joka”. Markkinoiden vääristämiseen voi syyllistyä kuka tahansa, joka toimii säännöksessä edellytetyllä tavalla. Periaatteessa tekijänä voi kaikkien tekoapojen osalta olla esimerkiksi arvopaperinvälittäjän tai liikkeeseenlaskijan palveluksessa oleva henkilö tai yksittäinen sijoittaja. Käytännössä harhaanjohtaviin toimenpiteisiin ryhtyminen voi usein edellyttää toimeksiantajana toimivan sijoittajan ja sen toteuttajan eli arvopaperinvälittäjän palveluksessa toimivan meklarin yhteistoimintaa. Vääristämistarkoituksessa tapahtuvaan totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamiseen voivat sen sijaan tosiasiallisesti usein syyllistyä liikkeeseenlaskijoiden johtoon tai yhtiön läheiseen intressipiiriin kuuluvat henkilöt. Säännöstä ei kuitenkaan ole rajattu vain heitä koskevaksi, vaan säännöksessä tarkoitettuja tietoja voivat antaa myös yhtiöiden ulkopuoliset tahot, kuten esimerkiksi sijoitusanalyysijä tekevät sijoituspalveluyritykset tai tiedotusvälineiden edustajat.<sup>278</sup>

TPO-tapauksessa kurssin vääristämisestä ja siihen avunannosta vastaajina olivat Nordea Securitiesin kaksi meklaria, jotka hoitivat Tampereen Puhelimen osakkeilla tehtyä pörssikauppaa vuonna 1999.<sup>279</sup>

---

<sup>278</sup>Ennen vuonna 1999 tehtyä lakiuudistusta, kurssin vääristäminen oli säädetty arvopaperimarkkinarikoksena (VAML 8:2.1,4) rangaistavaksi ainoastaan arvopaperinvälittäjän toimesta tehtynä. Säännöstä uudistettaessa todettiin vääristämisen takana usein olevan muun kuin vääristämisen toteuttajan ja pidettiin tärkeänä, että myös tällaista henkilöä voidaan pitää rikoksen tekijänä. Aloitteen harhaanjohtavaan toimenpiteeseen todettiin tulevan yleensä liikkeeseenlaskijasta tai suurelta sijoittajalta ja katsottiin asianmukaisemmaksi arvioida tällaista toimintaa suoraan tekijän toimintana kuin soveltaa rikokseen osallisuutta koskevia säännöksiä. HE 254/1998 s. 12 ja 27.

<sup>279</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

Cultor-tapauksessa Pankkiiriliike H.Kuningas & Co:n toimitusjohtaja oli vastaajana vuonna 1989 arvopaperimarkkinarikoksesta liittyen kurssin vääristämiseen.<sup>280</sup>

YIT-tapauksessa vuonna 2000 ainoastaan välittäjän Leonia-Pankin (nykyään Sampo-konserni) edustajat olivat vastaajina kurssin vääristämisestä, mutta liikkeeseenlaskijan edustajaa koskeva syyte avunannosta kurssin vääristämiseen hylättiin.<sup>281</sup>

Jippii-Group -tapauksessa vuonna 2001 yhtiön toimitusjohtaja ja hallituksen jäsenet olivat vastaajina käräjäoikeudessa ja myöhemmin hovioikeudessa törkeästä kurssin vääristämisestä. Myös samassa tapauksessa yhtiön varatoimitusjohtaja, controller, Saksan liiketoiminnoista vastaava johtaja sekä talousjohtaja olivat vastaajina avunantoon törkeään kurssin vääristämiseen.<sup>282</sup>

Elektrotel-tapauksessa pankkiiriliike Oy Pro Value Ab:n toimitusjohtaja oli vastaajana kurssin vääristämisestä.<sup>283</sup>

## 4.4 Tekotavat

### 4.4.1 Harhaanjohtavat tarjoukset ja näennäiskaupat

AML:n 14:3 §:n 2 momentin ensimmäisessä kohdassa kielletään markkinoiden vääristäminen säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaa rahoitusvälinettä koskevaa harhaanjohtavaa osto- tai myyntitarjousta, näennäiskauppaa ja muuta vilpillistä toimintatapaa käyttämällä. Harhaanjohtavuuden arvioiminen saattaa olla hankalaa, koska harhaanjohtava osto- tai myyntitarjous voi ulkonaisesti ilmetä aivan tavanomaisena toimeksiantona. Toimeksianto saattaa kuitenkin olla harhaanjohtava johtuen seikasta tai olosuhteesta, joka vaikuttaa kauppaan, mutta joka salataan muilta markkinaosapuolilta. Ratkaisevaa harhaanjohtavuuden arvioinnissa on se, ovatko toimet harhaanjohtavia markkinoiden kannalta. Toimien harhaanjohtavuus ilmenee harhaanjohtavasta tai totuudenvastaisesta vaikutelmasta, jonka toimet antavat markkinoille kyseisen arvopaperin kysynnästä, tarjonnasta, hinnasta tai vaihdannasta.<sup>284</sup>

<sup>280</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3808/9.9.1993 (R92/969) – Cultor Oy

<sup>281</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654) – YIT-Yhtymä Oyj

<sup>282</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj

<sup>283</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3880/8.9.1994 (Dnro R 93/2387) – Elektrotel Oy

<sup>284</sup> HE 254/1998 s. 28, Lau Hansen 2001 s. 553.

Kauppaan perustuva toiminta, jolla pyritään antamaan vaikutelma toiminnasta, jota ei todellisuudessa tapahdu, on pykälän nojalla kielletty. Esimerkiksi näennäiskauppa (”wash sale”), jossa sama taho on tosiasiallisesti sekä myyjänä että ostajana, eli rahoitusvälineen omistajuus ei todellisuudessa siirry, on kielletty.<sup>285</sup> Komission määritelmädirektiivissä yhtenä vääristämisen arvioinnissa huomioon otettavana signaalina mainitaan juuri sen tarkkailu, johtavatko toteutetut transaktiot rahoitusvälineen lopullisen omistajan vaihtumiseen.<sup>286</sup> Kaupan taustalla voi olla esimerkiksi salainen sopimus, jolla arvopaperin myyjä sitoutuu lunastamaan myymänsä arvopaperin tiettyyn hintaan takaisin.<sup>287</sup> Internetin käyttäminen tarjoustensa asettamiseen on helpottanut mahdollisuuksia vaikuttaa näin arvopaperin hintaan. Internetin kautta sijoittaja voi periaatteessa jättää suoraan sekä osto- että myyntimääräyksen.<sup>288</sup> Kiellettyjä ovat myös sellaiset liiketoimet, joissa osapuolet, jotka ovat salaa yhteistyössä, antavat samasta arvopaperista samanaikaisesti osto- ja myyntitoimeksiannot, joissa hinta ja määrä ovat samat (”match orders”).<sup>289</sup> Harhaanjohtavaa kurssiin vaikuttamista voivat olla myös tekijän antamat toimeksiannot ostaa tai myydä arvopaperia ilman, että hänellä on tarkoitusta toteuttaa niitä. Tarkoituksena saattaa olla vallitsevan kurssi- tai tarjoustason vääristäminen antamalla vallitsevasta tasosta selvästi poikkeavia toimeksiantoja. Kyse on tällöin pyrkimyksestä antaa harhaanjohtava kuva siitä, että markkinoilla olisi kysyntää tai tarjontaa kyseiseen hintatasoon.<sup>290</sup>

TPO-tapauksessa Nordea Securitiesin kaksi meklaria hoitivat Tampereen Puhelimen osakkeilla tehtyä pörssikauppaa vuonna 2002 nostaen TPO:n kurssia liki 15 % muutamalla nopealla kaupalla ja pankkiiriliike keräsi suurvoitot, sillä he olivat aiemmin keränneet TPO:n osakkeita salkkuunsa halvempaan hintaan. Tässä tapauksessa oikeus katsoi toimeksiantojen ja kauppajen nopeuden olleen ristiriidassa avoimuusperiaatteen kanssa. Nopeudella pyrittiin oikeuden mukaan kurssin nopeaan nostamiseen sisäisen kaupan (teknisesti toteutetun sopimuskaupan) hintatasolle, joka oli ollut markkinoita harhaanjohtava toimenpide.<sup>291</sup>

---

<sup>285</sup> HE 254/1998 s. 28

<sup>286</sup> Komission määritelmädirektiivin 4 artiklan c-kohta.

<sup>287</sup> HE 254/1998 s. 28.

<sup>288</sup> af Sandberg 2002, s. 134-135.

<sup>289</sup> HE 254/1998 s. 28.

<sup>290</sup> Ks. komission määritelmädirektiivin 4 artiklan f-kohta. Sen mukaan on otettava huomioon esimerkiksi se, missä määrin osto- ja myyntitarjouksia peruutetaan ennen toteuttamista.

<sup>291</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

YIT-tapaus, jossa kurssin vääristämisessä oli kysymys siitä, että Rautaruukkiryhmä 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. Täten kurssin vääristämisen toteuttamiselle valittu markkinoiden hiljainen ajankohta oli ollut omiaan varmistamaan sopimuskaupan onnistumisen sovittuna aikana ja sovitulla kurssilla.<sup>292</sup>

#### ***4.4.2 Toimet, jotka ovat omiaan antamaan väärän kuvan rahoitusvälineen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta***

AML:n 14:3 §:n 2 momentin mukaan kiellettyä markkinoiden vääristämistä ovat liiketoimet tai muut toimet, jotka antavat väärää tai harhaanjohtavaa tietoa rahoitusvälineiden tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta. Toimenpiteen harhaanjohtavuus perustuu yleensä toimenpiteen sisältöön tai noudatettuun toteutustapaan. Vääristäville toimille on ominaista, että menettely kokonaisuudessaan poikkeaa tavanomaisesta markkinakaupasta ja arvopaperimarkkinoilla noudatettavasta hyvästä tavasta.<sup>293</sup>

Sellaisia kaupankäynnin sääntöjen mukaisesti tehtyjä toimia, jotka merkitsevät aidosti markkinariskin ottamista tai siitä luopumista, ei voida pitää harhaanjohtavina. Jotta menettelyä ei pidettäisi harhaanjohtavana, on sen oltava julkista ja muiden markkinoilla toimivien tiedossa. Kaikilla markkinoilla toimivilla tulee olla mahdollisuus osallistua kauppaan.<sup>294</sup>

Markkinoiden sulkeutuessa tapahtuvaa rahoitusvälineiden ostamista tai myymistä siten, että johdetaan harhaan sijoittajia, jotka toimivat kyseisten markkinoiden sulkeutuessa voimaan jäävän hinnan perusteella, kutsutaan käsitteellä ”marking the close”.<sup>295</sup> Kaupat ja toimeksiannot, jotka olennaisesti vaikuttavat arvopaperin päätöskurssiin ja antavat vaikutelman arvopaperin lisääntyneestä kysynnästä tai tarjonnasta, voivat olla manipulatiivisia.<sup>296</sup> Juuri ennen markkinoiden sulkeutumista tapahtuvaa hintojen vääristämistä, vaikkakin melko heikosti ja vähäisessä määrin, on

<sup>292</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654) – YIT-Yhtymä Oyj

<sup>293</sup> HE 254/1998 s. 26.

<sup>294</sup> HE 254/1998 s. 27-28.

<sup>295</sup> Ks. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 1 artiklan 2 kohta.

<sup>296</sup> HE 137/2004 s. 76.

nähtävillä myös Helsingin pörssissä.<sup>297</sup> Komission määritelmädirektiivin mukaan yhtenä vääristämisen signaalina voidaan pitää sitä, missä määrin transaktiot keskittyvät pörssipäivän aikana tietyille lyhyelle ajanjaksolle.<sup>298</sup> Arvopaperin hinta saa yleensä markkinoiden sulkeutuessa enemmän huomiota kuin päivät muut hinnat, esimerkiksi mediassa, ja siksi se suuremmalla todennäköisyydellä vaikuttaa mielikuviin siitä, ovatko markkinat nousussa vai laskussa, ja näin virkistää tai vähentää kyseisen arvopaperin kysyntää.<sup>299</sup>

Lyhyeksimyynti (”short sale”) on lähtökohtaisesti sallittu toimintatapa, jolla tarkoitetaan sitä, että myyjä myy osakkeita, joita hän ei todellisuudessa omista. Lyhyeksimyynti voidaan suorittaa esimerkiksi niin, että se katetaan sopimalla jo ennen myyntiä jonkin institutionaalisen sijoittajan kanssa siitä, että tämä lainaa tarvittaessa osakkeet. Lyhyeksimyynti on kuitenkin kiellettyä silloin, kun sillä pyritään hyötymistarkoituksessa laskemaan arvopaperin kurssitasoa esimerkiksi ostamalla lyhyeksimyynnin jälkeen arvopapereita takaisin halvempaan hintaan.<sup>300</sup>

Harhaanjohtavana voidaan pitää myös sellaista kauppaa, jossa kauppa tehdään ostajan ja myyjän välillä sovittuun vääristettyyn hintaan, mutta ero normaaliin markkinahintaan tasoitetaan kaupan osapuolten välisellä perusteettomalla laskutuksella. Tämä saattaa antaa sijoittajille harhaanjohtavan kuvan arvopaperilla käytävästä vilkkaasta kaupasta ja varsinkin arvopaperin hinnasta.<sup>301</sup>

Cultor-tapauksessa pankkiiriliike harjoitti sisäistä kauppaa saadakseen asiakasyrityksen kaupankohteena olevien Cultor-osakkeiden kurssin tietylle tasolle; Cultor I 195 markan ja Cultor II 80 markan kurssiin. Pankkiiriliike oli aloittanut toteuttaa 28.000 osakkeen ostotoimeksiantoa. Ostot on suoritettu neljää päätettä käyttäen niin nopeasti kuin mahdollista. Cultor I osakkeen kaupankäyntikurssi kurssi on tällöin noussut yhden minuutin ja 21 sekunnin aikana 174 markasta 195 markkaan. Muut pörssivälittäjät kuin kyseinen vastaaja eivät ole tuona päivänä ostaneet Cultor I osaketta 195 markan kurssiin. Ostotapa on ollut normaalista poikkeava ja niin nopea, että muut välittäjät eivät ole ehtineet tekemään uusia myyntitarjouksia 195 markkaa alempaan kurssiin. Kurssi on siten vastaajan tekemien ostojen vuoksi noussut mainittuun määrään 10.500 osakkeen ostoilla. Ostotoimeksiannon loput osakkeet vastaaja on ostanut myöhemmin samana päivänä 195 markan ja sitä alempaan kurssiin. Sama oli harjoitettu Cultor II osakkeelle.

---

<sup>297</sup> Rata tiedottaa 3/2004.

<sup>298</sup> Komission määritelmädirektiivin 4 artiklan e-kohta

<sup>299</sup> Pitt-Dorcey-Renzi 1992, s. 329.

<sup>300</sup> Häyrynen 2006, s. 205.

<sup>301</sup> Rautio 2002, s. 1503.

#### 4.4.3 *Toimet, joilla saadaan rahoitusvälineen hinta epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle*

AML 14:3 §:n 2 momentin 3 kohdassa kielletään liiketoimet tai muut toimet, joilla yksi tai useampi yhteistyössä toimiva henkilö varmistaa säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle.

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin perusmääritelmästä on johdettu esimerkki, jossa yhden tai useamman yhteistyössä toimivan henkilön toimet määräävän asemansa varmistamiseksi vaikuttavat rahoitusvälineiden tarjonnassa tai kysynnässä siten, että se suoraan tai välillisesti johtaa osto- tai myyntihintojen tai muiden, kohtuuttomien kaupankäyntiehtojen määräytymiseen. Lau Hansen määrittää direktiivin tämän kohdan hallitsevan aeman väärinkäytöksi (”abuse of dominant position”).<sup>302</sup>

Vääristäväenä voidaan pitää tilannetta, jossa henkilö ostaa usean välittäjän kautta huomattavan suuren määrän osakkeita ja myy kyseiset arvopaperit pois heti, kun arvopaperin kurssi on ostojen johdosta noussut. Jotta toimenpide voidaan katsoa vääristäväksi, on kyseessä oltava osakkeen normaaliin vaihdantaan nähden erittäin huomattava kaupankäynti.<sup>303</sup>

Määritelmädirektiivin mukaan vilpillisiä menettelyjä tai järjestelyjä arvioitaessa olisi otettava huomioon toimeksiantojen antajien, niitä toteuttaneiden tai kyseisiin henkilöihin yhteydessä olevien henkilöiden levittämät harhaanjohtavat tiedot ennen tai jälkeen kyseisiä toimeksiantoja ja kauppvoja. Lisäksi olisi otettava huomioon toimeksiantojen antaminen tai kauppvojen toteutuminen ennen tai jälkeen sen, kun kyseiset henkilöt tai heihin yhteydessä olevat henkilöt ovat tuottaneet tai levittäneet virheellisiä, puolueellisia tai merkittävän intressiedun vaikuttamia sijoitustutkimuksia tai sijoitussuosituksia.<sup>304</sup>

Harhaanjohtavaksi voidaan katsoa myös rahoitusvälineen ostamisen jälkeen tapahtuva rahoitusvälineen suosittelu muille, kun tarkoituksena on hyötyä niistä vaikutuksista, joita rahoitusvälineen hintaa koskevat lausunnot saavat aikaan, eikä eturistiriidasta ole asianmukaisesti ja tehokkaasti ilmoitettu yleisölle (”pumping and dumping”).<sup>305</sup> Esimerkkinä tällaisesta menettelystä on tilanne, jossa ostetaan nouseviin hintoihin osakkeita, jotka ovat yksikköhinnaltaan usein edullisia ja epälikvidejä. Myyjinä ja ostajina ovat samat henkilöt, jotka saavat toimillaan osakkeen hinnan

<sup>302</sup> Lau Hansen 2004, s. 206. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 1 artikla.

<sup>303</sup> Komission määritelmädirektiivin 4 artiklan d-kohta.

<sup>304</sup> Komission määritelmädirektiivin 5 artikla.

<sup>305</sup> Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 5 artikla, Ks. myös CESR’s Guidance 2005 s. 11-13.



nousemaan. Tässä niin sanotussa pumping-vaiheessa julkistetaan positiivisia lausuntoja tai analyyskejä rahoitusvälineistä tai epäsuorasti rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijasta. Kun riittävä kysyntä on luotu, vääristäjä myy osakkeet korkeaan hintaan uusille sijoittajille. Dumping- vaiheen jälkeen osakkeen arvo yleensä romahtaa täysin.<sup>306</sup> Toimintaa, jossa henkilö ostaa arvopapereita ja suosittelee sen jälkeen arvopaperin ostoa muille markkinoilla toimiville ja myyntisuosituksen nostaessa arvopaperinhintaa myy omistamansa arvopaperit voitolla, kutsutaan nimellä ”scalping”.<sup>307</sup>

Esimerkiksi tarjousten suuri määrä ja lyhytaikaisuus voivat johtaa markkinoita harhaan, kun markkinaosapuolet eivät ehdi täysipainoisesti reagoida tarjouksen sisältämään informaatioon. Ei ole sinänsä estettä sille, että joku, jolla on suuri erä tiettyjä arvopapereita, hankkii niitä lisää kurssitason ylläpitämiseksi, kunhan toiminta on avointa.<sup>308</sup> Tällaista kiellettyä toimintaa ovat niin sanotut blokkikaupat, joissa ostaja ja myyjä sopivat keskenään kaupasta, joka varainsiirtoveron välttämiseksi tehdään pörssissä. Blokkikauppa on kasvotonta markkinoihin nähden, mutta kaupan osapuolet ovat tietoisia toisistaan. Jotta kauppa voidaan toteuttaa sovittuun hintaan, on osakkeen kurssi nostettava sovitululle tasolle, ja kaikki kyseistä hintaa halvemmat myyntitarjoukset on ostettava pois ennen sopimuskaupan toteuttamista. Kun kaupat tehdään riittävän nopeasti, eivät markkinat ehdi reagoimaan, eikä kukaan ehdi tekemään kokonaiskaupan suhteen ylimääräisiä myyntitarjouksia.<sup>309</sup>

Elektrotel-tapauksessa oli päivittäin annettu meklarilistalle osto- ja myyntitoimeksiantoja saman pankkiiriliikkeen toimesta ja täten tehty sisäistä kauppaa. Kyseisten sisäisten kauppojen kohteena oli ollut kannattavuuskriisissä olleen yhtiön osakkeet, jotka olivat olleet luottojen vakuutena. Tarkoituksena oli ollut käydä sovitulla kurssilla sisäistä kauppaa, jotta osakkeiden ostokurssi pysyisi rahoittajien vuoksi tietyllä keinotekoisella tasolla.<sup>310</sup>

---

<sup>306</sup> Rata tiedottaa 3/2004

<sup>307</sup> Ferrarini 2004, s. 727, Ehdotus markkinoiden väärinkäyttödirektiiviksi, Liitteen kohta B.

<sup>308</sup> HE 254/1998 s. 28. Ks. myös Komission määritelmädirektiivin 4 artiklan e-kohta. Sen mukaan on otettava huomioon se, missä määrin kauppaa koskevat toimeksiannot sekä toteutetut transaktiot keskittyvät tietylle lyhyelle ajanjaksolle ja johtavat hinnanmuutokseen.

<sup>309</sup> Häyrynen 2006, s. 204.

<sup>310</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3880/8.9.1994 (Dnro R 93/2387) – Elektrotel Oy

#### 4.4.4 *Rahoitusvälinettä koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon julkaiseminen tai levittäminen*

AML 14:3 §:n 2 momentin 4 kohdan mukaan kiellettyä kurssin vääristämistä on rahoitusvälinettä koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon julkaisemista tai muuta levittämistä, jos tiedon julkaisija tai levittäjä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan väärä tai harhaanjohtava.

Väärien tai harhaanjohtavien tietojen levittäminen voi johtaa siihen, että sijoittajat toimivat markkinoilla näiden virheellisten tietojen perusteella.<sup>311</sup> Tiedon antaminen ei välttämättä edellytä, että tieto samalla julkistetaan tai tulee muuten julkiseksi, vaikka julkistaminen yleensä tapahtuukin samanaikaisesti. Tieto on annettu säännöksessä sanotulla tavalla, kun se on annettu arvopaperipörssille, tietotoimistolle tai muulle tiedotusvälineelle julkistettavaksi.<sup>312</sup> Markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä mainitaan informaation levitystapoina media, internet tai muut toimet. Tiedon levittämismuotoa ei ole rajattu, kyseeseen voi tulla myöskin markkinoiden ulkopuolella levitettävä totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto.<sup>313</sup>

Totuudenvastaisuus tarkoittaa, että tieto on väärä. Tällaisen tiedon todenperäisyys voidaan siis tarkistaa. Totuudenvastaisten tietojen antamisesta on kysymys, jos asioita selostetaan virheellisellä tai selvästi vääristävällä tavalla, esimerkiksi väittämällä taloudellisessa kriisissä olevaa yritystä vakavaraiseksi.<sup>314</sup>

Harhaanjohtavuus voi ilmetä usealla tavalla. Esimerkiksi epäolennaisten seikkojen liiallinen korostaminen voi olla harhaanjohtavaa. Myös jostain olennaisesta seikasta vaikeneminen esiteltäessä jotain suunnitelmaa tai toimenpidettä voi olla esimerkki harhaanjohtavasta toiminnasta. Harhaanjohtavaa on myös johdattaa markkinoinnin kohteena oleva muodostamaan väärä käsitys jonkin seikan merkityksestä.<sup>315</sup>

Huhut ja väärien tai harhaanjohtavien uutisten levittäminen mainitaan esimerkkinä pykälässä mainituista vääristä tai harhaanjohtavista tiedoista. Toisaalta tulee kuitenkin huomata, että erilaiset huhut ovat tunnusomaisia arvopaperimarkkinoille. Tämän vuoksi näyttökynnys on asetettava riittävän korkealle.<sup>316</sup>

Väärien tai harhaanjohtavien tietojen antamista koskevaa kohtaa ei sovelleta toimittajiin, jotka viestin laadinnassa ovat sitoutuneet noudattamaan oman

<sup>311</sup> Ehdotus markkinoiden väärinkäyttödirektiiviksi, perustelut 1 (a).

<sup>312</sup> HE 254/1998 s. 28.

<sup>313</sup> CESR's Guidance 2005 s. 13.

<sup>314</sup> HE 254/1998 s. 28.

<sup>315</sup> He 254/1998 s. 29.

<sup>316</sup> Kaisanlahti 1995 s. 1303.

ammattikuntansa sääntöjä (AML 14:4.2). Mainittua kohtaa sovelletaan kuitenkin silloin, jos viestin laatija saa suoraan tai välillisesti itselleen etua tai hyötyä tiedon julkaisemisesta tai levittämisestä.<sup>317</sup>

Tietojen salaamista ei ole otettu kurssin vääristämisen tekotavaksi, vaikka vaikutus voi käytännössä olla sama kuin harhaanjohtavan tai totuudenvastaisen tiedon antamisella. Tätä on perusteltu sillä, että salaamista voidaan pitää erehdyttämisenä vasta, jos tiedottaminen siihen liittyvän harkitun salaamisen johdosta on harhaanjohtavaa tai suorastaan totuudenvastaista. Tällainen tiedottaminen on jo säännöksen mukaan rangaistavaa, koska vakavimmat salaamistapaukset voivat ilmetä harhaanjohtavien tietojen antamisena.<sup>318</sup>

Väorien tai harhaanjohtavien tietojen antajan syyllisyyttä ei aina ole helppo todistaa. Yhtenä tapana on tarkkailla hänen omia viimeaikaisia sijoituksiaan: ” did he put his money where his mouth was”, eli toimiko hän omien neuvojensa mukaan. Tällaiset aiheodisteet ovat tärkeitä väorien tietojen antamisen todistamisessa, koska rikkomus nojaa viestijän oman mielipiteen ja tehdyn ilmoituksen ristiriitaan ja vain jälkimmäinen näistä on objektiivisesti mitattavissa.<sup>319</sup> Harhaanjohtavan tai totuudenvastaisen informaation levittäjänä kyseeseen voi tulla erittäin laaja tekijäpiiri. Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamiseen voivat useimmiten syyllistyä vain yrityksen johtoon tai lähipiiriin kuuluvat henkilöt, joiden asemansa peusteella voidaan olettaa tietävän jotain yrityksen tilasta ja suunnitelmista. Kriminalisointia ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista rajoittaa koskemaan vain heitä, koska myös ulkopuoliset voivat levittää harhaanjohtavia tai totuudenvastaisia tietoja. Sijoittajat voivat esimerkiksi käyttäen hyväkseen aikaansaamaansa tilapäistä kurssin laskemista, saada arvopapereita poikkeuksellisen halvalla. Rikoslakiprojektissa mainitaan esimerkiksi taloudellista tutkimusta tekevien laitosten henkilöstö tai arvopaperimarkkinoita ammattimaisesti kommentoivat tiedotusvälineiden edustajat.<sup>320</sup>

Jippii-tapauksessa syyte koski sitä, että yhtiön pörssitiedotteissa olisi annettu julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan Jippii Group Oyj:n osakkeeseen liittyviä totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja tarkoituksenaan vääristää arvopaperin hintataso. Oikeus hylkäsi syytteet, koska se katsoi, että Jippii Group oli menetellyt oikein täyttäessään arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuuttaan.<sup>321</sup>

---

<sup>317</sup> HE 137/2004 s. 78.

<sup>318</sup> HE 254 /1998 s. 29.

<sup>319</sup> Lau Hansen 2004, s. 208.

<sup>320</sup> OLV 3/1993 s. 42.

<sup>321</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj

## 4.5 Vääristämis- ja hyötymistarkoitus

Rikoslain mukaan markkinoiden vääristäminen on rangaistavaa, kun se tehdään tahallaan, kun tavoitteena on ensinnäkin vääristää arvopaperin hintatasoa ja toiseksi käyttää tätä vääristynyttä hintatasoa taloudellisen hyödyn hankkimiseen. (RL 51:3). Jatkuvassa kaupankäynnissä rahoitusvälineen arvo muodostuu kysynnän ja tarjonnan perusteella. Osto- ja myyntitarjousten tasoon vaikuttavat rahoitusvälineen tuottoa, liikkeeseenlaskijan taloudellista asemaa ja rahoitusvälineeseen liittyvä riskiä koskevat odotukset sekä korko ja valuuttakurssitasoon ja kansantalouden tilaan liittyvät tulevaisuudennäkymät.<sup>322</sup>

Yhteistä markkinoiden vääristämiseen tähtäävillä toimilla on se, että estetään tai häiritään aitoa kysyntää ja tarjontaa ja näin vaikutetaan arvopaperin normaaliin hinnanmuodostusmekanismiin. Vääristäjän tavoitteena on muuttaa kurssia siitä, mihin normaalisti vaikuttavat tekijät olisivat hinnan asettaneet. Kaikki suuret arvopaperikaupat vaikuttavat arvopaperin hintaan, eivätkä ne ole kiellettyjä silloin, jos ne tehdään avoimesti ja kaupat perustuvat aitoon kysyntään ja tarjontaan.<sup>323</sup>

Rangaistavuuden edellytyksenä on tarkoitus vääristää rahoitusvälineen markkinoita. Rangaistavuus ei kuitenkaan edellytä, että rahoitusvälineen markkinat olisivat tosiasiallisesti vääristyneet tai että joku tosiasiasa tulee harhaanjohtetuksi. Rikoslain tunnusmerkistö edellyttää myös nimenomaista tarkoitusta hankkia itselle tai toiselle taloudellista hyötyä. Miten tai milloin hyöty hankitaan, ei ole rajoitettu. Hyötyä voidaan tavoitella välittömällä myynneillä tai ostoilla tai pidemmän ajan kuluessa tai jopa julkisten markkinoiden ulkopuolella.<sup>324</sup> Hyötymistarkoitukselle ei kuitenkaan tulisi antaa liian suurta painoarvoa, koska voidaan olettaa markkinoiden vääristämisen tapahtuvan aina hyötymistarkoituksessa. Ei myöskään voida edellyttää, että tekijä on tosiasiasa saanut itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä.<sup>325</sup>

Rangaistavuus edellyttää, että tekijä on tahallaan vääristänyt rahoitusvälineen kurssia eli tekijä on tietoinen toimenpiteiden totuudenvastaisuudesta tai harhaanjohtavuudesta,<sup>326</sup> tai että tekijä ainakin mieltää suorittamansa toimet harhaanjohtaviksi tai mieltää antamiensa totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen vaikuttavan tiedon saajan kuvaan rahoitusvälineen arvosta. Tahallisen vääristämisen osoittaminen on vaikeaa, mutta näyttökynnyksen korkeus on tärkeää oikeusturvan kannalta.

<sup>322</sup> Karjalainen – Parkkonen 2003, s. 352.

<sup>323</sup> Rautio 2002, s. 1501.

<sup>324</sup> HE 254/1998 s. 27-29.

<sup>325</sup> Knuts 2004, s. 583-584.

<sup>326</sup> Knuts 2004, s. 583.

Suurin eroavuus rikoslain säännösten ja markkinoiden väärinkäyttödirektiivin välillä on siinä, että direktiivissä ei talous- ja sosiaalikomitean kehotuksesta huolimatta nimenomaisesti mainita tietoisuutta eli tahallisuutta rangaistavuuden ehtona. Direktiivi ei myöskään vaadi erityistä hyötymistarkoitusta.<sup>327</sup> Direktiivissä ainoastaan kielletään ketään vääristämästä markkinoita (5 artikla).

Kun kurssin vääristäminen on tehty ns. blokkikaupoilla, tällaisissa tapauksissa blokkikauppoja koskevat tuomiot liittyvät kurssin vääristämisellä saavutettuun verohyötyyn.<sup>328</sup>

TPO-tapauksessa syytetyt henkilöt eivät hyötyneet tästä kurssinvääristämisestä itse, vaan hyötyjä oli heidän työnantajansa. Nordea Securities sai hyötynä sekä ostajan että myyjän maksamat välityspalkkiot, myyntivoittoa omaan salkkuun hankituista osakkeista sekä näillä järjestelyillä välttynyttä varainsiirtoveroa.<sup>329</sup>

YIT-tapauksessa hyöty oli kokonaisuudessaan varainsiirtoveron määrä 704.906,04 euroa, joka jakautui YIT-osakkeiden ostajien ja myyjien sekä välittäjän kesken.<sup>330</sup>

Cultor-tapauksessa vastaaja oli velvollinen korvaamaan valtiolle sen hyödyn määrän, minkä hän oli hänen syykseen luetulla rikoksella henkilökohtaisesti saanut. Vastaaja oli tehnyt Cultor Oy osakkeiden lisäostot asiakkaansa nimiin ja hänen hyötynsä ostoista on ollut hänelle välittäjänä tullut palkkio. Palkkion määräksi hovioikeus oli arvioinut 30.000 markkaa.<sup>331</sup>

Elektrotel-tapauksessa syytettyjen henkilöiden tarkoituksena oli hankkia itselle ja toiselle laitonta aineellista etua, koska osakkeen kurssia vääristämällä osakkeiden vakuusarvo rahoittajalle oli parempi. Osakkeiden todellinen huono vakuusarvo oli vaikuttanut heikentävästi rahoittajankin taloudelliseen asemaan. Tässä oikeus oli arvioinut pankeille aiheutuneen vahingon määrän olevan yli 13 miljoona markkaa.<sup>332</sup>

Jippii-tapauksessa syyttäjä esitti, että osakkeen korkeammasta hintatasosta on ollut taloudellista hyötyä yhtiölle rahoitusneuvotteluissa sekä yhtiön käyttäessä tai pyrkiessä käyttämään omia osakkeitaan yrityskaupoissa rahoitusvälineenä. Lisäksi osa syytetyistä on myynyt omistamiaan ja hallinnoimiensa yhtiöiden omistamia Jippii Group Oyj:n

---

<sup>327</sup> Talous- ja sosiaalikomitean lausunto, kohta 4.1.1, sen mukaan sanamuodon voitiin kuitenkin päätellä siinä tarkoittavan tahallista toimintaa. Ks. myös markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 1 artikla.

<sup>328</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3808/9.9.1993 (R92/969) – Cultor Oy, Helsingin HO :n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654) – YIT-Yhtymä Oyj sekä Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

<sup>329</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

<sup>330</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654) – YIT-Yhtymä Oyj

<sup>331</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3808/9.9.1993 (R92/969) – Cultor Oy

<sup>332</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3880/8.9.1994 (Dnro R 93/2387) – Elektrotel Oy

osakkeita ja siten hankkineet itselle tai toiselle taloudellista hyötyä. Oikeus vapautti kaikki vastaajat syytteistä, koska Jippii Group oli menetellyt oikein täyttäessään arvopaperimarkkinolain mukaista tiedonantovelvollisuuttaan.<sup>333</sup>

## 4.6 Törkeä markkinoiden/kurssin vääristäminen

### RL 51:4 § (14.12.2012/753)

*Törkeä Markkinoiden/kurssin vääristäminen*

*Jos markkinoiden vääristämisessä*

- 1) aiheutetaan laajamittaista taloudellista vahinkoa tai*
- 2) rikos on omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan*

*ja markkinoiden vääristäminen on myös kokonaisuutena arvostellen törkeä, rikosentekijä on tuomittava törkeästä markkinoiden vääristämisestä vankeuteen vähintään neljäksi kuukaudeksi ja enintään neljäksi vuodeksi.*

#### 4.6.1 Laajamittainen taloudellinen vahinko

Ensimmäinen ankaroittamisperuste on laajamittaisen taloudellisen vahingon aiheuttaminen. Vahingon on johdettava välittömästi vääristämisestä aiheutuvista kurssimuutoksista eikä siis esimerkiksi markkinoiden luotettavuuden heikkenemisestä mahdollisesti heijastuvasta menetyksestä. Laajamittaisuudella kuvataan sitä, että vahinko kohdistuu kysymyksessä olevan rahoitusvälineen omistajiin joukkona. Tappion ei siis tarvitse olla merkittävä yksittäisen sijoittajan kohdalla. Perusteen soveltaminen edellyttää, että markkinoiden vääristämiseen syylistynyt on voinut mieltää rikoksensa vaikuttavan tällä tavalla.<sup>334</sup>

---

<sup>333</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj

<sup>334</sup> HE 254/1998 s. 29-30.

#### 4.6.2 *Heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan*

Markkinoiden vääristämisen merkittävimmät haitat liittyvät sen aiheuttamiin vahinkoihin markkinoilla toimiville sekä markkinoita kohtaan tunnettavan luottamuksen heikkenemiseen. Tästä johtuen teko katsotaan toisen ankaroittamisperuteen mukaisesti törkeäksi myös silloin, kun markkinoiden vääristäminen on omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Säännöksessä ei edellytetä, että rikos olisi todellisuudessaakin heikentänyt luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan, vaan kysymyksessä olevalla teolla tulisi yleensä olla sellainen vaikutus.<sup>335</sup> Luottamuksen heikkeneminen on tarkoitettu arvioitavaksi sitä silmällä pitäen, kuinka vakavasti teon voidaan olettaa heikentävän arvopaperimarkkinoiden kiinnostavuutta sijoitusvaihtoehtona. Vaikka kurssin vääristäminen teon paljastumisen tai rahoituksen puuttumisen vuoksi jäisi loppuun saattamatta eikä siten ehtisi lainkaan aiheuttaa taloudellisia menetyksiä, se saattaa kuitenkin tekotavaltaan olla arvopaperisäästäjiä karkoittava.<sup>336</sup>

Jippii-tapauksessa syytteen mukaan yhtiön kirjanpitoon oli kirjattu liiketapahtumia, jotka saivat yhtiön tuloksen näyttämään paremmalta ja siten antamaan paremman kuvan yhtiön tuloksesta osavuosikatsauksessa ja siten vääristämään osakkeen hintatasoa. Jotta kyse olisi törkeästä kurssin vääristämisestä, olisi voitava osoittaa kaikkien rikoksen tunnusmerkistökelijöiden täyttyvän ja että vastaajat olivat toimineet tahallisesti. Lisäksi olisi voitava osoittaa, että vastaajien tarkoituksena oli ollut nimenomaan vääristää osakkeen hintatasoa ja hankkia näin taloudellista hyötyä. Ollakseen törkeä, tulisi osoittaa teon olevan omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan sekä olevan myös kokonaisuutena arvostellen törkeä. Törkeään kurssinvääristämiseen liittyvä todistaja kertoi, että Jippii Group oli tuona aikana Helsingin Pörssin pienimpiä yhtiöitä, sen suhteellinen osuus Helsingin Pörssin liikevaihdosta oli 0,06%, varojen määrästä 0,03% ja markkina-arvosta 0,01%. Tämän perusteella oikeus totesi, että annetut tiedot eivät voineet olla sellaisia, että ne olisivat olleet omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan.<sup>337</sup>

---

<sup>335</sup> HE 254/1998 s. 30.

<sup>336</sup> HE 254/1998 s. 31.

<sup>337</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530 21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj

## 5 ARVOPAPERIMARKKINOITA KOSKEVA TIEDOTTAMISRIKOS SUOMALAISESSA OIKEUSKÄYTÄNNÖSSÄ

### 5.1 Yleistä tiedottamisrikoksesta

Arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus huolehtia siitä, että yhtiön osakkeenomistajilla ja muilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla on riittävät, oikeat ja ajantasaiset tiedot perusteltujen sijoituspäätösten tekemiseksi. Liikkeeseenlaskijoille asetettu tiedonantovelvollisuus mahdollistaa sen, että sijoittajat voivat julkistettavan informaation perusteella arvioida kyseisten seikkojen vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja sen tulevaan toimintaan. Tiedonantovelvollisuudella luodaan näin ollen puitteet sijoittajien mahdollisimman yhdenvertaiselle ja oikeudenmukaiselle kohtelulle. Tiedonantovelvollisuudella pyritään lisäksi turvaamaan se, että kaikilla markkinoilla toimivilla on samanaikaisesti käytettävissään riittävät ja oikeat tiedot arvopaperin liikkeeseenlaskijasta.<sup>338</sup>

Tiedottamisrikosta koskevilla säännöksellä pyritään siten markkinoilla ilmenevien informaatioepäsymmetrioiden ehkäisemiseen. Rangaistussäännöksen suojeluobjektina voidaan siis pitää sekä sijoittajien tasavertaisuutta suhteessa tiedon saantiin että arvopaperien hinnanmuodostuksen luotettavuutta ja siten sijoittajien päätäntärationaliteetin suojaamista. Tiedonantovelvollisuuksien tavoitteenahan on, että sijoittajien päätöksenteko voi nojautua nimenomaan perusteltujen odotusten varaan. Sijoittajan on näin ollen voitava luottaa siihen, että liikkeeseenlaskija antaa markkinoille sijoittajan päätöksen edellyttämät tiedot samoin kuin laiminlyöntiä julkistaa seikka, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, voivat merkittävästi heikentää markkinoita kohtaan tunnettavaa luottamusta. Näin ollen arvopaperimarkkinoiden toiminnan luotettavuuden ja sijoittajien suojan kannalta on välttämätöntä, että markkinoilla on saatavissa riittävä ja luotettava informaatio vaihdannan kohteeksi otettavista tai vaihdannan kohteena olevista arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista.<sup>339</sup>

Viime kädessä arvopaperimarkkinoita koskevalla tiedottamisrikossäännöksellä suojeltavan oikeushyvän voidaan katsoa kohdistuvan sijoittajien omaisuuden suojaan. Tiedottamisrikoksen rangaistavuus ei kuitenkaan edellytä konkreettisen taloudellisen vahingon aiheutumista.<sup>340</sup> Rangaistavuudelta ei siis edellytetä, että joku olisi

<sup>338</sup> Häyrynen – Kurenmaa 2006, s. 82.

<sup>339</sup> Häyrynen 2006, s. 233. Samoin Häyrynen – Kurenmaa 2006, s. 83.

<sup>340</sup> Samuelsson 1991, s. 197 ja 341. Samoin Häyrynen 2006, s. 234.



virheellisten tietojen vuoksi tosiasiallisesti erehtynyt ja kärsinyt taloudellista vahinkoa tai että edes erehdyttämisyritys olisi kohdistunut joihinkin yksilöitäviin henkilöihin.<sup>341</sup> Arvopaperimarkkinoilla ilmenevät tiedottamisrikokset voidaan siis rinnastaa ns. vaarantamisrikoksiin, joissa rangaistavuus on yleisesti sidottu siihen, oliko kyseinen menettely omiaan (ex ante eli tekohetkellä) aiheuttamaan sellaisen vaaran, jota rikosoikeudellisilla säännöksillä on haluttu suojata. Lisäksi tiedottamisrikokset voidaan rikosoikeudellisesti luokitella myös tekorikoksiin tai laiminlyöntirikoksiin.<sup>342</sup>

Viimeaikainen maailmantaloudellinen kehitys on osoittanut suhdannekäänteiden voivan olla hyvinkin nopeita. Maailman- sekä kansantalouden nopeat muutokset edellyttävät myös pörssiyhtiöiltä yhä avoimempia tiedottamisvalmiuksia, tehokkaampia tiedottamiskäytäntöjä sekä ennen kaikkea nopeampaa reagointivalmiutta muuttuvien talousuhdanteiden yhtiöiden toiminnalle aiheuttamiin muutoksiin. Erityisesti laskusuhdanteiden aikana yhtiöiden taloudellisen menestymisen sekä yritysjohdon ja yhtiön työntekijöiden henkilökohtaiset menestymisen motiivit voivat aiheuttaa paineita taloudellisen raportoinnin sisältöön. Yhtiön taloudelliseen toimintaan liittyvän informaation laatijoilla voi myös olla taipumus tai kannustin manipuloida yhtiön johdolle tai julkisuuteen annettavan informaation sisältöä näyttämällä parempia lukuja kuin ne tosiasiallisesti ovat. Yhtiön johdon taipumusta vääristää yhtiön taloudellisen raportoinnin sisältöä voivat olla omiaan lisäämään optiopohjaiset kannustinjärjestelmät.<sup>343</sup>

---

<sup>341</sup> Sisäpiirintiedon väärinkäytön ja kurssin vääristämisen osalta rangaistavuuden edellytyksenä on hyötymistarkoitus – näin ei kuitenkaan ole tiedottamisrikoksen osalta. Häyrynen 2006, s. 234.

<sup>342</sup> Häyrynen 2006, s. 234. Samoin Häyrynen – Kurenmaa 2006, s. 83.

<sup>343</sup> Erityisesti Yhdysvalloissa listayhtiöiden johdon palkitsemisessa siirryttiin 1990-luvun vaihteessa käteispalkitsemisesta osakepohjaisiin palkitsemisjärjestelmiin. Kyseisen palkitsemisjärjestelmän on katsottu keskittäneen yhtiön johdon huomion osakkeen lyhyen ajan kurssikehitykseen ja sen maksimointiin. Osakepohjaisten kannustinjärjestelmien käyttöä helpotti myös Yhdysvalloissa 1990 – luvulla tapahtunut sääntelyn purkaminen. Vuonna 1991 tehdyssä sääntöuudistuksessa optioiden ja niiden nojalla merkittyjen osakkeiden käytön aikarajoitteita löysennettiin, joka puolestaan edisti yhtiöiden johdon mahdollisuutta hyödyntää yhtiön osakkeen ”kurssipiikkejä” esimerkiksi liikevaihdon ennenaikaisella kirjaamisella. Ks. Coffee s. 9-11, 25-27 ja 36-37. Ks. myös Holmström – Kaplan s. 12-13, joiden mukaan yhtiöiden johdon optiopohjaiset palkitsemisjärjestelmät motivoivat kurssin vääristämiseen harhaanjohtavalla tiedottamisella.

## 5.2 RL 51:5 §:n mukainen kriminalisointi – tunnusmerkistön kuvaus

RL 51:5 §:ssä säännelty arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos kuuluu seuraavasti:

*Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta*

*1) rahoitusvälineen markkinoinnissa tai vaihdannassa elinkeinotoiminnassa antaa rahoitusvälineeseen liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai*

*2) jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki (746/2012) velvoittaa antamaan ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon, tai arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antaa sellaisen, arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon, on tuomittava arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.*

## 5.3 Rikoksen tekijä

### 5.3.1 Vastuun kohdentuminen tunnusmerkistön 1 kohdan osalta

Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen rahoitusvälineiden markkinoinnissa tai vaihdannassa elinkeinotoiminnassa toteutetaan aktiivisella tekemisellä. Rikosoikeudellinen vastuu voidaan siten kohdentaa niihin tahoihin, jotka ovat itse suorittaneet rikollisena pidettävän teon tai niihin, jotka ovat osallistuneet sitä koskevan päätöksen tekoon.<sup>344</sup> Tekijänvastuun edellytyksenä on lisäksi, että tekijällä on mahdollisuus vaikuttaa normin noudattamiseen. Mikäli henkilöllä ei ole tehtävän vaatimia toimivaltuuksia, ei hän voi joutua myöskään teosta vastuuseen.<sup>345</sup>

Tekijäpiiriä voidaan määrittää AML 1:3 §:n perusteella, jossa kielletään antamasta totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja arvopapereita markkinoitaessa tai niiden vaihdannassa. Kielto koskee kaikkia rahoitusvälineen markkinointiin osallistuvia henkilöitä. AML:n säännöksen soveltamisalaan kuuluvat siten liikkeeseenlaskijat, rahoitusvälineiden välittäjät, rahoitusvälineiden markkinoinnissa käytetyt avustajat ja

<sup>344</sup> Lehtonen 1984, s. 84 ja Jareborg 1995, s. 64.

<sup>345</sup> Lehtonen 1984, s. 84.

asiantuntijat, tilintarkastajat sekä mainostoimistot.<sup>346</sup> Analogisesti voitaneen olettaa, että arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen tekijöinä voinevat olla samat tahot. Huomionarvoista on, että ennen RL 51:5:n arvopaperimarkkinoiden tiedottamisrikospykälän siirtoa rikoslakiin, RL 30:1:n markkinointirikossäännös soveltui myös arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettujen arvopaperien markkinointiin. Markkinointirikosta koskevien lain esitöiden mukaan markkinointirikoksen tekijäpiiri voi olla melko laaja. Vastuu voi kohdistua elinkeinonharjoittajaan, tämän palveluksessa olevaan, elinkeinonharjoittajan puolesta toimivaan ulkopuoliseen; kuten mainostoimistoon, maahantuojaan tai agenttiin sekä muihin markkinointiin osallistuviin tahoihin.<sup>347</sup>

Helsingin raastuvanoikeuden päätöksessä 12.3.1992 R91/8323, jossa oli kyse suomalais-kuubalaisen hotellinyrityksen järjestämästä osakeannista, osakkeiden merkitseminen annissa edellytti kuitenkin samalla tietyn suuruisen osakaslainan antamista. Tapauksessa arvopaperimarkkinarikkomuksesta tuomittu yhtiön toimitusjohtaja oli lehdessä julkaistussa ilmoituksessa markkinoinut yhtiön osakeantia ja antanut oikeuden mukaan harhaanjohtavia tietoja, kun ilmoituksessa oli mainittu, että ”osakaslainan antaja saa pysyvän oikeuden oleskella maksutta yhden viikon-kuukauden vuodessa hotellissamme lainan suuruuden mukaisesti”. Ilmoituksessa ei ollut mainittu, että ilmainen oleskelu edellytti vähintään 75.000 markan osakaslainan antamista. Vaikka ilmoitus oli ollut mainostoimiston laatima, katsottiin syytettynä olleen yhtiön toimitusjohtajan jättäneen riittävällä huolellisuudella tarkastamatta kyseisen ilmoituksen tekstin.<sup>348</sup>

### **5.3.2 Vastuun kohdentaminen tunnusmerkistön 2 kohdan osalta**

Tiedottamisrikoksen 2 kohdassa määriteltyyn tekoon voi puolestaan syyllystyä ainoastaan se, johon arvopaperimarkkinalain kyseinen velvollisuus kohdistuu.<sup>349</sup> Arvopaperimarkkinalaissa tiedonantovelvollisuudet on yleisesti kohdistettu liikkeeseenlaskijaan. Tiedonantovelvollisuuden täyttämisen voidaan siten lähtökohtaisesti katsoa kuuluvan liikkeeseenlaskijalle oikeushenkilönä. Yksilöllisen rikosvastuun toteuttaminen kuitenkin edellyttää sen määrittelemistä, keille yksittäisille liikkeeseenlaskijan puolesta tai sen palveluksessa oleville henkilöille

---

<sup>346</sup> HE 157/1988 s. 25 ja Astola 1990 s. 73-74.

<sup>347</sup> HE 66/1988 vp. s. 79-80.

<sup>348</sup> Helsingin raastuvanoikeus 12.3.1992 (R91/8323)

<sup>349</sup> HE 254/1998 s. 30-31.

tiedonantovelvollisuudet kuuluvat. Laki tai sen perustelut eivät anna tähän suoraa vastausta. Pääsääntöisesti arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus kohdistuu liikkeeseenlaskijan osalta yhtiön hallitukseen ja toimitusjohtajaan. Vastuun kohdentumiseen hallituksen ja toimitusjohtajan johtaman johtoryhmän sisällä voivat käytännössä vaikuttaa myös yhtiön sisäisesti määrittelemä työn- ja vastuunjako.<sup>350</sup> Myös osakeyhtiölaissa säädetään yhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan tehtävien jaosta, joten tekijäpiiriä voidaan lähteä rajaamaan osakeyhtiölaista käsin. Tulee kuitenkin ottaa huomioon, että osakeyhtiölaissakaan ei osoiteta tarkkarajaisesti tehtävien jakoa eri toimielimille. Lisäksi yhtiöjärjestyksen avulla voidaan selvittää laiminlyönnistä vastaavaa tahoja.<sup>351</sup> Myös Finanssivalvonnan ohjeista koskien arvopaperien tarjoamista ja listalleottoa voidaan hakea tulkinta-apua työn ja vastuunjaon osalta.<sup>352</sup> Huomioon voidaan ottaa lisäksi asianomaisen asema, hänen tehtävänsä ja toimivaltuutensa, hänen ammatillinen pätevyytensä sekä hänen osuutensa lanvastaisen tilan syntyyn ja jatkumiseen. Organisaation sisäisten tehtävien ja toimivaltuuksien jakoa voidaan määrittellä esimerkiksi organisaatiokaavioiden, työsopimusten sekä vakiintuneen ja hyväksyttävän käytännön avulla.<sup>353</sup>

Perlos-tapauksessa vastaajina olivat Perloksen väliaikainen ja varsinainen toimitusjohtaja, hallituksen puheenjohtaja sekä hallituksen jäseniä. Väliaikainen ja varsinainen toimitusjohtaja, sekä hallituksen puheenjohtaja tuomittiin syyllisiksi arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen. Hallituksen jäsenten osalta syytteet hylättiin. Syytteiden hylkäämistä oikeus perusteli sillä, että oli jäänyt näyttämättä toteen, milloin hallituksen jäsenet olivat tosiasiasa saaneet tiedoksi 8.1.2003 päivätyn kokousilmoituksen 15.1.2003 kokouksesta ja sen liitteenä olleen joulukuun pikaraportin. Näin ollen on jäänyt epäselväksi, milloin hallituksen jäsenet ovat saaneet tiedon marras-joulukuun toteutuneesta tuloksesta ja ettei asiassa ole riittävällä varmuudella selvitetty, että hallituksen jäsenet olivat ennen 15.1.2003 pidettyä hallituksen kokousta saaneet tietää tai, että heillä olisi ollut velvollisuus ottaa selvää joulukuun tuloskehityksestä, ja sen merkityksestä toisen vuosipuoliskon tuloksen saavuttamisen kannalta. Heidän ei siten ole näytetty saaneen tietoa, jonka perusteella tulosvaroitusta olisi tullut antaa ennen kuin 15.1.2003.<sup>354</sup>

---

<sup>350</sup> Suomen listayhtiöiden hallintokoodi Corporate Governance 2010 mm säätelee hallituksen, toimitusjohtajan ja muun johdon työn ja vastuunjakoa.

<sup>351</sup> Nuutila 1997, s. 133-134.

<sup>352</sup> Segerman 2001, s. 250.

<sup>353</sup> Nuutila 1997, s. 135.

<sup>354</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1671/11.6.2010 (R08/2282) – Perlos Oyj

Novera Yhtymä -tapauksessa vastaajina olivat Noveran pääjohtaja, hallituksen puheenjohtaja sekä hallituksen jäseniä. Oikeus totesi edellämainittujen syyllistyneen arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen. Postipankki Oyj:stä, joka toimi kyseisen joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskun järjestäjänä, vastaajina olivat pääjohtaja, toimitusjohtaja, varatoimitusjohtaja ja hallituksen jäseniä. Edellämainittujen vastaajien osalta oikeus hylkäsi syytteet, koska joukkovelkakirjalainan järjestämisen ei ole näytetty miltään osin kuuluneen Postipankki Oyj:n pääjohtajan, toimitusjohtajan tai hallituksen jäsenten vastuualueeseen. Kun joukkovelkakirjalainaa ei ole käsitelty hallituksen kokouksissa, pelkästään hallituksen jäsenyys ei voi synnyttää velvollisuutta valvoa, että pankki on toiminut joukkovelkakirjalainan järjestämisessä lainmukaisesti niin, että lainaesitteessä on oikeat ja riittävät tiedot. Näyttämättä oli jäänyt, että Postipankki Oyj:ssä työskennelleet vastaajat olisivat syyllistyneet VAML:n mukaiseen arvopaperimarkkinarikokseen tai arvopaperimarkkinarikkomukseen.<sup>355</sup>

Stonesoft-tapauksessa vastaajina olivat Stonesoftin toimitusjohtaja, hallituksen puheenjohtaja ja yksi hallituksen jäsen. Oikeus tuomitsi heidät kaikki sakkoihin.<sup>356</sup>

Scanfil-tapauksessa vastaajina olivat Scanfilin toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja. Oikeus tuomitsi molemmat sakkoihin.<sup>357</sup>

Satama-tapauksessa vastaajina olivat Sataman toimitusjohtaja ja hallituksen jäseniä. Oikeus hylkäsi syytteet vastaajien osalta.<sup>358</sup>

Amer-tapauksessa vastaajina oli Amerin hallituksen jäseniä.<sup>359</sup>

Cencorp-tapauksessa vastaajina olivat toimitusjohtaja, hallituksen puheenjohtaja, hallituksen jäsen ja hallituksen sihteeri, joka vastasi tiedotuksesta.

Kansallis-Osake-Pankki -tapauksessa vastaajana oli OKO:n toimitusjohtaja, joka toimi myös hallituksen puheenjohtajana.<sup>360</sup>

TJ Group -tapauksessa vastaajina olivat yhtiön toimitusjohtaja ja hallituksen puheenjohtaja.<sup>361</sup>

---

<sup>355</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2505/09.05.1996 (R94/333) – Novera Yhtymä

<sup>356</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3080/31.10.2008 (R07/550) – Stonesoft Oyj. Myös Endero tapauksessa vastaajina olivat samoissa asemissa toimineet henkilöt.

<sup>357</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1661/18.6.2009 (R08/721) – Scanfil Oyj

<sup>358</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 27/5.1.2007 (R05/2503) – Satama Interactive Oyj

<sup>359</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3480/10.12.1999 (R98/935) – Amer Oyj

<sup>360</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1722/21.6.2001 (R00/2678) – Kansallis-Osake-Pankki

<sup>361</sup> KKO 2009:1

## 5.4 Tahallisuus ja törkeä huolimattomuus

Arvopaperimarkkinoita koskeva tietottamisrikos on rangaistavaa, kun se on tehty tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta.<sup>362</sup> Rikosoikeudellista rangaistavuutta perustellaan säännöksen kohderyhmän ammattimaisuudella, sillä niin arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa ja hankkimisessa elinkeinotoiminnassa kuin AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden täyttämisesäkin velvoitteet kohdistuvat pääasiallisesti arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimiviin henkilöihin, joilta voidaan edellyttää tavanomaista suurempaa huolellisuutta markkinoiden luotettavuuden kannalta keskeisissä tehtävissä. Törkeästä huolimattomuudesta tehdyn tietottamisrikoksen rangaistavuutta puoltaa myös se, että joissain tapauksissa tahallinen ja törkeää huolimattomuutta osoittava teko voivat paheksuttavuudeltaan olla lähellä toisiaan, jos nimittäin esimerkiksi jätetään antamatta sellainen arvopaperiin liittyvä tieto, jonka vaikutuksesta arvopaperin arvoon törkeän huolimattomuuden vuoksi on jätetty ottamatta selko, on teon moitittavuus lähes yhtä suuri kuin siinä tapauksessa, että asiasta olisi varmistuttu, mutta tiedon antaminen olisi silti laiminlyöty.<sup>363</sup>

Perlos-tapauksessa arvioidessaan vastaajien menettelyä kokonaisuutena oikeus katsoi, ettei menettelyä ollut syytteessä väitetyin tavoin pidettävä tahallisena. Sen sijaan huomioon ottaen julkistettavaksi vaaditun tiedon merkitys, vastaajien asema sekä heidän koulutuksensa ja kokemuksensa oikeus katsoi, että vastaajien viaksi jäi törkeä huolimattomuus.<sup>364</sup>

TJ Group -tapauksessa oikeus totesi, että vastaajat olivat viimeistään 20.3.2000 tulleet tietoisiksi siitä, etteivät TJ Groupin aiemmin esittämät positiiviset tulosennusteet olleet enää perusteltuja. Vastaajat olivat toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan asemassa arvopaperimarkkinallain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään tahallaan antaneet pörssitiedotteessa 26.4.2000 yhtiön huhti-kesäkuun 2000 tuloksen voitollisuudesta totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja, joilla oli ollut olennainen vaikutus TJ Groupin osakkeen arvoon. Lisäksi he olivat jättäneet antamatta tulosvaroituksen ilman aiheetonta viivytyistä eli heti 20.3.2000 jälkeen. Oikeus totesi vastaajien menetelleen tahallisesti antaessaan totuuden vastaisia ja harhaanjohtavia tietoja, jotka olivat olleet omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.<sup>365</sup>

---

<sup>362</sup> Tavallisesta huolimattomuudesta tehty tiedonantovelvoitteiden rikkominen ja laiminlyönti on nykyisin sanktioitu Fivan hallinnollisin seurauksin. VAML aikaan kyse oli arvopaperimarkkinarikkomuksesta.

<sup>363</sup> HE 254/1998 vp, s. 30. Ks. myös Karjalainen – Parkkonen 2008, s. 419.

<sup>364</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1671/11.6.2010 (R08/2282) – Perlos Oyj

<sup>365</sup> KKO 2009:1

Kansallis-Osake-Pankin tapauksessa oikeus totesi, että kun vastaajalla oli kuitenkin ollut perusteltu syy luottaa suurten yhtiöiden antamiin merkintälupauksiin, katsoi oikeus jääneen näyttämättä, että vastaaja olisi tahallaan antanut totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Syyttäjä vaati vastaajalle rangaistusta hovioikeudessa sekä tahallisesti että vaihtoehtoisesti huolimattomuudesta tehdystä lainvastaisesta markkinoinnista. Hovioikeuden mukaan samaa tekoa koskevan syytteen tarkistaminen myös huolimattomuudesta tehdyksi olisi sinänsä ollut vielä mahdollista muutoksenhakuvaiheessa. Kyseinen syyte arvopaperimarkkinarikkomuksesta kuitenkin hylättiin, sillä syyteoikeus oli vaatimuksen esittämishetkellä jo vanhentunut. Hovioikeus ei sen sijaan asiaa käsitellessään ottanut millään tavalla kantaa menettelyn mahdolliseen törkeän huolimattomuuteen. Näin ilmeisesti siksi, että syyttäjä vetosi ensisijaisen syytteen osalta ainoastaan tahallisuuteen eikä nimenomaisesti myös törkeään huolimattomuuteen.<sup>366</sup>

Novera Yhtymä -tapauksessa oikeus perusteli törkeää huolimattomuutta sillä, että yhtiön johtohenkilöt olivat itse olleet huolestuneita yhtymän tuloksen tappiollisuudesta, mutta siitä huolimatta jättäneet antamatta siitä tiedon merkitsijöille.<sup>367</sup>

Stonesoft-tapauksessa oikeus totesi, että tilanteessa, jossa yhtiö oli voimakkaassa kasvuvaiheessa, yhtiön toiminta laajentui uusille markkinoille ja konsernirakenne muuttui voimakkaasti, yhtiön johdolla olisi ollut korostettu selonottovelvollisuus yhtiön taloudellisesta tilasta. Yhtiön johdon vastuulla on ollut järjestää yhtiön toiminta siten, että yhtiön taloudellisen aseman ja tuloksen kehitykseen liittyvät tiedot kulkevat yhtiön alemmilta portailta riittävän nopeasti yhtiön johdolle asti. Asiassa ei myöskään ole käynyt ilmi, että yhtiön johto olisi ryhtynyt konkreettisiin toimenpiteisiin mahdollisen julkistamisvelvollisuuden arvioimiseksi ennen kuin vuoden 2001 helmikuun alussa. Tulosvaroitus 7.2.2001 on annettu vain viikkoa ennen tilinpäätöstiedotetta. Oikeus katsoi edellä mainituilla perusteilla, että vastaajien toiminta oli ollut törkeän huolimattontaa.<sup>368</sup>

Scanfil-tapauksessa oikeus totesi, että sijoittajien päätöksenteon turvaamiseksi oikea-aikainen ja nopea tiedottaminen on keskeistä tiedonantovelvollisuutta täytettäessä. Sen vuoksi tiedottamista ei ole ollut perusteltua viivyttää sen vuoksi, että Belgian tehtaan uudelleenjärjestelyistä ja vuoden 2006 ensimmäisen vuosipuoliskon talousnäkymistä on voitu kertoa samalla kertaa. Vastaajien on tullut toisen vastaajan vuoden 2005 aikana laatimien Alcatel-myyntin laskua koskevien raporttien perusteella erityisesti seurata yhtiön liikevaihdon kehitystä. He ovat edellä todetuain tavoin olleet ainakin jo

---

<sup>366</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1722/21.6.2001 (R00/2678) – Kansallis-Osake-Pankki

<sup>367</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2505/09.05.1996 (R94/333) – Novera Yhtymä

<sup>368</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3080/31.10.2008 (R07/550) –Stonesoft Oyj

joulukuussa 2005 tietoisia yhtiön liikevaihdon heikkenemisestä vuoden 2006 puolella. Markkinoilla taas on yhtiön aikaisempien pörssitiedotteiden perusteella ollut tieto yhtiön itse ennakoimista kasvavista kysyntänäkymistä. Julkistamatta jätetty tieto on siten koskenut olennaista muutosta aiemmin ennakoituun liikevaihtoon ja siitä tiedottaminen ilman aiheutonta viivytystä heti, kun tieto on varmistunut yhtiön johdolle, on ollut olennaista velvollisuutta täytettäessä. Oikeus katsoi näin ollen, että vastaajien toiminta oli ollut törkeän huolimaton.<sup>369</sup>

Amer-tapauksessa vastaajat olivat syyllistyneet VAML mukaiseen arvopaperimarkkinarikkomukseen, johon syyllistytään huolimattomuudesta.<sup>370</sup>

## 5.5 Tiedottamisrikoksen tunnusmerkistön 1 kohta

### 5.5.1 *Rahoitusvälineen markkinointi tai vaihdanta elinkeinotoiminnassa*

Markkinoinnilla tarkoitetaan kaikkea toimintaa ja sen yhteydessä annettavaa informaatiota, jonka tarkoituksena on edistää kyseisten arvopaperin liikkeeseen saattamista tai vaihdantaa. Arvopaperien markkinointii voidaan katsoa sisältyvän sekä yksittäisessä kaupantekotilaisuudessa tapahtuva tietojen antaminen että yleisö- ja suoramainonta ja muu sijoittajille arvopaperin menekinedistämistarkoituksessa annettava informaatio (esimerkiksi road show). Lisäksi yksittäisessä kaupantekotilaisuudessa sijoittajalle annettava tieto on osa arvopaperin markkinointia.<sup>371</sup> Hopun mukaan markkinoinniksi voidaan katsoa asiakas- ja henkilöstölehdet, lehtikirjoitukset ja haastattelut. Arvopaperien markkinointia voidaan lisäksi toteuttaa yritysvierailujen, puhelinkonferenssien sekä henkilökohtaisten tapaamisten yhteydessä.<sup>372</sup> Arvopaperien markkinointina voidaan pitää tietyissä tilanteissa myös erilaisia sijoitustutkimuksia ja -analyyssejä.<sup>373</sup>

Tunnusmerkistössä edellytetään AML:n 1:3 §:än tavoin, että säännöksessä tarkoitetut tiedot annettaisiin elinkeinotoiminnassa tapahtuvassa markkinoinnissa tai vaihdannassa. Tiedottamisrikossäännöksen soveltamiseksi ei enää edellytetä, että elinkeinotoiminnassa tapahtuvan markkinoinnin tulisi olla lisäksi ammattimaista. Tunnusmerkistön

<sup>369</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1661/18.6.2009 (R08/721) – Scanfil Oyj

<sup>370</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3480/10.12.1999 (R98/935) – Amer Oyj

<sup>371</sup> HE 157/1988 vp, s. 25.

<sup>372</sup> Hoppu 2004, s. 94-95, 162.

<sup>373</sup> Häyrynen 2006, s. 239 ja Hoppu 2004, s. 146, 152.



soveltamisala ei käytännössä muutu aiemmasta, koska elinkeinotoiminta on pääsääntöisesti ammattimaista.<sup>374</sup> Elinkeinotoiminnan käsite on, kuten aiemmassakin laissa, laaja ja sillä tarkoitetaan ammattimaisesti harjoitettua taloudelliseen tulokseen tähtävää toimintaa.<sup>375</sup> Rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijan harjoittama rahoitusvälineiden markkinointi lienee poikkeusta ammattimaista. Tällä tarkoitetaan jatkuvaa yrittäjäriskin sisältävää toimintaa, joka tähtää taloudelliseen tulokseen. Samanlainen arvio voitaneen esittää rahoitusvälinesijoittamista harjoittavien yhteisöjen harjoittamasta arvopaperien markkinoinnista ja yksityisten henkilöidenkin säännöllisesti harjoittamasta rahoitusvälineiden ostamiseen ja myyntiin liittyvästä toiminnasta. Kuitenkaan yksityisen osakkeenomistajan satunnainen ilmoitus omien osakkeidensa myymiseksi ei ole ammattimaista markkinointia.<sup>376</sup>

### 5.5.2 Totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus

Totuudenvastaisella tiedolla tarkoitetaan jonkin seikan selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Tieto voi siten koskea arvopaperia, sen ehtoja tai ominaisuuksia sekä esimerkiksi liikkeeseenlaskijayhtiön taloudelliseen tilaan vaikuttavia olosuhteita. Tiedon totuudenvastaisuutta arvioidaan objektiivisesti tiedon antamishetken tilanteen mukaan.<sup>377</sup>

Tietojen harhaanjohtavuus voi puolestaan ilmetä useilla eri tavoilla. Harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se on puutteellisuutensa taikka esittämistapansa tai –muotonsa takia omiaan antamaan vastaanottajalle virheellisen käsityksen.<sup>378</sup> Harhaanjohtavassa tiedoissa voi olla kyse esimerkiksi epäolennaisten seikkojen liiallisesta korostamisesta tai olennaisista seikoista vaikenemisesta. Harhaanjohtavuutta on myös markkinoinnin kohderyhmään johdattaminen muodostamaan vääriä käsityksiä tietyn seikan merkityksestä.<sup>379</sup>

Jälkimarkkinoilla harhaanjohtavuuden arviointiin vaikuttaa se, kuinka johdonmukaisesti yhtiö seuraa aikaisemmin noudattamaansa tiedottamista.

<sup>374</sup> Häyrynen & Kajala 2013, s. 620-621.

<sup>375</sup> HE 32/2012 s. 97.

<sup>376</sup> HE 254/1998 vp, s. 31.

<sup>377</sup> HE 32/2012 s. 98 ja HE 157/1988 s. 25.

<sup>378</sup> HE 157/1988 s. 25 ja HE 318/1992 s. 40-41.

<sup>379</sup> HE 318/1992 s. 41. Totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan tiedon käsitteille voidaan hakea tarkempaa sisältöä myös kurssin vääristämistä koskevan säännöksen perusteluista, joissa määritellään totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan tiedottamisen sisältöä. Ks. HE 254/1998 s. 28-29 ja 31.

Harhaanjohtamisessa yhtiö voi muuttaa julkistamiskynnystä olennaisesti.<sup>380</sup> Harhaanjohtaminen voi tulla kyseeseen, kun pörssitiedotteen otsikko ja sisältö eivät vastaa toisiaan tai kielteisiä seikkoja piilotetaan muun tiedon sekaan niin, ettei ulkopuolinen niitä helposti havaitse. Tiedot tulee julkaista siten, että sijoittajat voivat arvioida tietoja tyhjentävästi ja virheettömästi.<sup>381</sup> Tietojen harhaanjohtavuuden arvioinnissa merkitystä voi olla myös sillä, kuka tiedon on antanut ja kuinka luotettavana sijoittajat voivat tietoa pitää. Liikkeeseenlaskijan ylimpään johtoon kuuluvan ja etenkin yhtiön toimitusjohtajan antamien tietojen luotettavuudella ja asianmukaisuudella on vahva painoarvo. Niihin tietoihin sijoittajilla on perusteltu syy luottaa, tällöin myös harhaanjohtavan tiedon edellytykset voivat täytyä helpommin. Toisin sanoen tietojen harhaanjohtavuus arvioidaan subjektiivisesta näkökulmasta.<sup>382</sup>

Käytännössä harhaanjohtavuutta ilmenee usein yhtiön tulevaisuudennäkymistä ja tulostenusteita koskevan tiedottamisen yhteydessä. Tulevaisuudennäkymät ovat usein toteutumiseltaan epävarmoja ja voivat sisältää muuten epätasällisiä seikkoja eikä niitä voida pitävästi perustella tapahtuneisiin tosiasioihin perustuvilla objektiivisilla tosiseikoilla. Listayhtiöiden tulevaisuutta koskevien tietojen julkistaminen ja sen sääntely on ongelmallista. Samalla listayhtiöiden tulevaisuutta koskevan tiedon, kuten yhtiön tavoitteiden ja sen tuloksetekokykyyn liittyvien ennusteiden, kysyntä ja merkitys on kasvanut markkinoilla voimakkaasti. Yhtiön tulevaisuutta koskevat perustellut näkemykset parantavat yhtiön toiminnan ja sen taloudellisen kehityksen ennustettavuutta sekä yhtiön arvopaperin hinnanmuodostuksen tehokkuutta. Ongelmana on kuitenkin listayhtiöiden tulevaisuuden ennusteiden subjektiivisuus. Yksi markkinoiden luottamusta merkittävimmin heikentävä tekijä on perusteettomat ja ylioptimistiset tulevaisuudennäkymät.<sup>383</sup>

## **5.6 Tiedottamisrikkoksen tunnusmerkistön 2 kohta: tiedonantovelvollisuuden rikkomisen sääntely**

Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikkoksen tunnusmerkistön 2 kohta koskee AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden laiminlyömistä tai rikkomista. Pykälän toisen kohdan mukaan rangaistavaa on sekä laiminlyödä tietynlainen tiedonantovelvollisuus (1.tekomuoto) että antaa totuudenvastainen tai harhaanjohtava

---

<sup>380</sup> Huovinen 2004, s. 228.

<sup>381</sup> *ibid* s. 230-231.

<sup>382</sup> Häyrynen 2006, s. 242.

<sup>383</sup> Häyrynen 2006, s. 289.

tieto velvollisuutta täytettäessä (2.tekomuoto). AML asettaa siis useita tiedonantovelvollisuuksia, mutta vain osa niistä koskee niin olennaisia tietoja, että tiedottamisrikossäännöstä voitaisiin soveltaa niitä koskevan tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen.<sup>384</sup>

Tiedottamisrikossäännöksen toisen kohdan ensimmäinen tekotapa on jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvä tieto. Tällä tarkoitetaan tekoa, jossa tekijä velvollisuudestaan ja tiedon merkityksestä tietoisena laiminlyö velvollisuutensa asianmukaisen täyttämisen. Velvollisuuden voi laiminlyödä kokonaisuudessaan, tai tiedonantovelvollisuuden rikkominen voi ilmetä puutteellisena tiedottamisena, vaikka kysymys ei olisikaan säännöksen 2 kohdan toisesta tekotavasta eli totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisesta velvollisuutta täytettäessä. Useassa tapauksessa olennaista on kuitenkin tiedonantovelvollisuuden oikea-aikainen täyttäminen. Tiedonantovelvollisuutta voi siten rikkoa antamalla tiedon myöhemmin kuin laki edellyttää. Huomattaavaa on, että tiedottamisen tulee koskea velvoitteen täyttämisen kannalta olennaisia seikkoja. Säännöksen tavoitteena onkin korostaa tiedonantovelvollisuuden tärkeyttä niissä tapauksissa, joissa tiedolla on tyypillisesti olennainen vaikutus arvopaperin arvoon.<sup>385</sup>

Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikossäännöksen toisen kohdan toinen tekomuoto koskee puolestaan erehdyttämistä AML:ssa säädettyä tiedonantovelvollisuutta täytettäessä. Tämä tekotapa on tarkoitettu lain esitöiden mukaan kytkeä samoihin tiedonantovelvollisuuksiin kuin laiminlyöntinä ilmenevä teko. Senkin soveltaminen liittyy samoihin edellä mainittuihin AML:n tiedonantovelvollisuutta koskeviin lukuihin. Myös näissä tapauksissa edellytetään, että tieto on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, sillä säännöksessä todetaan, että tiedon tulee olla sellainen kuin edellä on mainittu. Totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan tiedon käsitteet kuten myös tiedon liittyminen arvopaperiin ovat saman sisältöiset tiedottamisrikoksen 1 kohdassa esiteltyjen samaisten käsitteiden kanssa.<sup>386</sup>

### ***5.6.1 Olennaisuuskriteeri AML:n mukaisessa tiedonantovelvollisuudessa***

Perlos-tapauksessa Perloksen toteutunut osakekohtainen tulos jäi 0,04 euroa ennusteesta, joka oli 0,20 euroa. Näin ollen toteutunut tulos vastasi 20 prosentin muutosta annettuun ennusteeseen nähden. Kokonaisharkinnan perusteella KKO katsoi,

---

<sup>384</sup> HE 254/1998 vp, s. 31-32.

<sup>385</sup> Tiedon olennaisuudesta lisää tutkielman luvussa 3.3.6 ja 5.6.1.

<sup>386</sup> HE 254/1998 vp, s. 31-32.

että Perloksen osakekohtaisen tuloksen jääminen noin 0,04 euroa markkinoille ennakkoidusta noin 0,20 euron tuloksesta oli ollut omiaan vaikuttamaan Perloksen osakkeen arvoon ja että tulosenuste olisi tullut tiedottaa ilman aiheetonta viivästystä markkinoille.<sup>387</sup>

Stonesoft-tapauksessa Stonesoft Oyj:n osakkeen päätöskurssi on laskenut 7.2.2001 eli tulosvaroituksen antamispäivänä 59,3 prosenttia edellisestä päivästä ja osakevaihto on ollut yli 25-kertainen osakkeen keskimääräiseen vaihtoon verrattuna. 7.2.2001 annettu tieto on siten ollut sellainen, että se myös tosiasiallisesti jälkikäteen arvioituna on vaikuttanut olennaisesti arvopaperin arvoon. Näin voimakas sijoittajien reaktio osoittaa myös, että markkinoilla ei ole ollut oikeaa tietoa yhtiön taloudellisesta tilanteesta. Stonesoft Oyj on yhtiö, jonka markkina-arvo on perustunut ensisijaisesti siihen kohdistuviin tulevaisuuden tulosodotuksiin.<sup>388</sup>

Scanfil-tapauksessa oikeus totesi, että pörssiyhtiön liikevaihto on yksi niistä kolmesta suureesta, jota arvopaperimarkkinoilla seurataan. Liikevaihdon laskeminen 15 prosentilla antaa aiheen olettaa markkinoiden voimakasta reaktiota. Tässä tapauksessa yhtiön osakkeen arvo laski tiedottamisen jälkeen 13,6 prosenttia. Kysymyksessä oleva liikevaihdon lasku oli sellainen seikka, joka oli omiaan vaikuttamaan kyseisen osakkeen arvoon. Olennaista oli, että se saattoi vaikuttaa. Merkityksetöntä oli se, reagoiko siihen tiedottamisen tapahduttua yksi vai tuhat sijoittajaa.<sup>389</sup>

Satama-tapauksessa yhtiön johdon tieto tuloksen heikentymisestä oli olennaista tietoa, koska tiedon julkistamisen jälkeen osakkeen kurssi laski 18 prosenttia. Oikeus totesi, että tiedottaminen oli tapahtunut oikea-aikaisesti ja syytteet hylättiin.<sup>390</sup>

Amer-tapauksessa oikeus totesi, että yhtiö oli ilman aiheetonta viivytystä jättänyt julkistamatta seikan, joka on ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan Amerin julkisesti noteerattavan A-osakkeen arvoon. Osakkeen pörssikurssi on laskenut oleellisesti tiedon tultua 6.6.1996 silloisen hallituksen toimesta julki. Oikeuden mukaan tapahtunut rikkomus ei ollut vähäinen.<sup>391</sup>

Endero-tapauksessa oikeus totesi, että 30.4.2001, kun yhtiötä koskeva negatiivinen tieto tuloskehityksestä oli tulosvaroituksella julkaistu, Enderon kurssi oli jopa noussut. Oikeuden mukaan tämä oli tukenut sitä käsitystä, että markkinoilla on jo entuudestaan ollut tieto Enderon tilanteesta, eikä kyseessä voinut olla kovin olennainen tieto.<sup>392</sup>

---

<sup>387</sup> KKO 2013:53

<sup>388</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3080/31.10.2008 (R07/550) – Stonesoft Oyj

<sup>389</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1661/18.6.2009 (R08/721) – Scanfil Oyj

<sup>390</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 27/5.1.2007 (R05/2503) – Satama Interactive Oyj

<sup>391</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3480/10.12.1999 (R98/935) – Amer Oyj

<sup>392</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) – Endero Oyj

## 5.6.2 Arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus

### 5.6.2.1 Listalleottoesite

Rahoitusvälineen tarjoaja tai se, joka hakee rahoitusvälineen ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, on velvollinen julkaisemaan esitteen. Esitteen saa julkaista, kun Finanssivalvonta on hyväksynyt sen. Esitteen tulee antaa sijoittajille riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi rahoitusvälineistä ja niiden liikkeeseenlaskijoista. Tietojen on oltava johdonmukaisessa ja helposti ymmärrettävässä muodossa. Esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot muun muassa liikkeeseenlaskijan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta ja tuloksesta, liikkeeseenlaskijan tulevaisuudennäkymistä, arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista sekä riskeistä, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa liikkeeseenlaskijan toimintaan, taloudelliseen asemaan tai arvopapereiden arvoon.<sup>393</sup>

TJ Group -tapauksessa oli kysymys siitä, että vastaajat olivat yhtiön osakeanti- ja myyntitilanteessa antaneet listalleottoesitteessä yhtiön tuloksesta ja tulevaisuuden näkymistä totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja sekä käyttäneet näitä tietoja hyväkseen syyllistyen arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen.<sup>394</sup>

Kansallis-Osake-Pankki -tapauksessa syyttäjä esitti, että Kansallis-Osake-Pankin johtokunnan puheenjohtaja ja pääjohtaja vastaaja A oli: 1. markkinoinut arvopapereita antamalla totuudenvastaisia tai ainakin harhaanjohtavia tietoja, joiden mukaan eräät suurosakkeenomistajat olisivat jo ennen annin alkamista sitoutuneet merkitsemään yli puolet annista eli yli miljardi markkaa, vaikka näin ei ollut tapahtunut, ja 2. hankkinut arvopapereita menetellen sopimattomasti ja hyvän tavan vastaisesti siten, että pankki oli 14.11.1994 muuttanut piensijoittajien merkintätoimeksiantoja noin 900 miljoonan markan arvosta merkinnöiksi, vaikka suursijoittajat olivat, toisin kuin markkinoinnissa oli ilmoitettu, antaneet merkintätoimeksiantoja tai merkintöjä vain 236 miljoonan markan arvosta, eikä minkäänlaisia sitoumuksia lisämerkinnöistä ollut. Oikeus totesi, ettei annin markkinoinnissa ollut annettu sellaista tietoa, että suurosakkeenomistajat olisivat ennen annin alkamista sitoutuneet merkitsemään puolet annista, vaan siitä oli kokonaisuus huomioon ottaen ilmennyt, että kysymys oli ollut lupauksista. Oikeus totesi, että joissakin yhteyksissä oli tosin puhuttu sitoumuksista tai siitä, että puolet annista oli ostettu tai varmistettu ennakoon, mutta katsoi, että silloin oli samassa

<sup>393</sup> [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Sisalto/Pages/Default.aspx#.VCPrhfl\\_t8E](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Sisalto/Pages/Default.aspx#.VCPrhfl_t8E)

<sup>394</sup> KKO 2009:1

yhteydessä esitetystä muusta informaatiosta käynyt ilmi, ettei juridisia merkintäsitoumuksia ollut tehty. Kyseiset esitteen tiedot muusta markkinoinnista irrallaan esitettyinä olivat siten oikeuden mukaan saattaneet olla omiaan antamaan merkintää harkitsevalle suurelle yleisölle harhaanjohtavan kuvan siitä, millainen suurten yritysten sitoutumisen aste oli tuolloin ollut yleisön suorittamiin ennakkomerkintöihin verrattuna. Esitteiden kyseisillä tiedoilla oli oikeuden mukaan voinut niiden esittämisaikana olla merkitystä myös merkitsijöiden merkintäpäätöksille. Oikeus hylkäsi syytteet kuitenkin, koska se katsoi, että vastaajalla oli perusteltu syy luottaa suurten yhtiöiden antamiin merkintälupauksiin.<sup>395</sup>

Novera-tapauksessa hallituksen jäsenet olivat saaneet 12.4.1991 tiedon yhtymän tulosityhteenvedosta tammi-helmikuulta 1991, jossa oli todettu tuloskehityksen yhteenvedon mukaan Noveran koko vuoden 1991 tulos olisi tullut olemaan noin 160 miljoonaa markkaa tappiollinen eli noin 275 miljoonaa markkaa huonompi kuin koko vuoden 1990 tulos ja noin 180 miljoonaa markkaa huonompi kuin koko vuoden 1991 budjetoitu tulos. Hallintoryhmän johtoryhmän kokouksessa 16.8.1991 oli käsitelty tulosityhteenvedon tammi-kesäkuulta 1991, jonka mukaan tulos oli ollut yhä noin 130 miljoonaa markkaa tappiollinen, budjetoidun tappion ollessa noin 10 miljoonaa markkaa ja koko vuoden ennakoitun tappion olevan yhä noin 160 miljoonaa markkaa. Hallituksen kokouksessa kyseistä tulosityhteenvedoa oli käsitelty 21.8.1991, jolloin oli todettu vuoden lopun ennustetuloksen olleen huolestuttava. Yhtymä ei ollut antanut käytössään olleita väli-tilinpäätöstietoja vuodelta 1991 julkisuuteen. Lainaesitteeseen sisältyneessä hallituksen ilmoituksessa yhtymän kehityksestä kuluvalle tilikaudella ei ollut ilmennyt, että yhtymän siihen astinen tulos vuonna 1991 oli ollut tappiollinen. Oikeus totesi, että Noveran pääjohtajan ja hallituksen jäsenten oli aina esitteeseen sisältyneen hallituksen ilmoituksen tilinpäätöksen 31.12.1990 jälkeisistä tapahtumista allekirjoittaessaan täytynyt mieltää esitteestä saatavan harhaanjohtavan kuvan, koska siinä ei ollut esitetty alkuvuoden 1991 tulostietoja. Pääomamarkkinointivälineenä käytetyssä mainosesitteessä ei myöskään ollut mainittu mitään lainaa koskeneesta pankkitakauksen puuttumisesta. Joukkovelkakirjalainan markkinointi katsottiin näin ollen harhaanjohtavaksi. Oikeus katsoi yhtymän pääjohtajan ja hallituksen jäsenten syyllistyneen silloisen VAML 2:1 ja 8:2.1,1 kohdan perustella arvopaperimarkkinarikokseen.<sup>396</sup>

---

<sup>395</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1722/21.6.2001 (R00/2678) – Kansallis-Osake-Pankki

<sup>396</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 2505/09.05.1996 (R94/333) – Novera Yhtymä

### 5.6.2.2 *Jatkuva tiedonantovelvollisuus*

AML:n 6 luvun 4 §:n 1 momentin mukaan kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi edellyttää julkistettavaksi liikkeeseenlaskijaa välittömästi koskevan, luonteeltaan täsmällisen ja julkistamattoman tiedon, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisen arvopaperin hintaan.<sup>397</sup> Määritelmädirektiivin mukaan tällä tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.<sup>398</sup> Hallituksen esityksen mukaan AML:n 6 luvun 4 §:n 1 momentin säännös on yhdenmukainen markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 6 artiklan 1 kohdan kanssa.<sup>399</sup> Määritelmädirektiivin 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. Tiedon tulee olla riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta arvopaperin hintaan.<sup>400</sup> Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan liikkeeseenlaskija arvioi itse, mitkä päätökset ja seikat sen tulee AML:n 6 luvun 4 §:n 1 momentin nojalla julkistaa ja mikä vaikutus eri päätöksillä ja seikoilla voi olla sen arvopaperin arvoon sekä pitäisivätkö markkinoilla toimivat järkevät sijoittajat olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta yleensä todellisena ja siten todennäköisesti ottaisivat kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään. Liikkeeseenlaskijalta edellytetään päätöksen tai seikan vaikutuksen ennakkoharkintaa, joten päätöksen tai seikan myöhemmällä todellisella vaikutuksella ei ole merkitystä arvioitaessa AML:n 6 luvun 4 §:n 1 momentin noudattamista.<sup>401</sup>

Perlos-tapauksessa oli kyse Perloksen taloudellisesta tilanteesta vuoden 2002 marraskuun ja vuoden 2003 tammikuun välillä. Tapauksessa olennainen kysymys oli, olisiko yhtiön ja sen johdon pitänyt antaa tulosvaroitusta jo vuoden 2002 marraskuun joulukuussa vuoden 2003 tammikuun puolivälin sijaan. Perlos oli osavuosisikatsauksessaan antanut toisen vuosipuoliskon osakekohtaista tulosta (EPS)

---

<sup>397</sup> MAD:n 1 artikla 1 kohta ja 6 artikla 1 kohta.

<sup>398</sup> MAD:n 1 artikla 2 kohta.

<sup>399</sup> HE 32/2012 vp s. 117.

<sup>400</sup> HE 32/2012 vp s. 156 ja määritelmädirektiivi 1 artikla 1 kohta.

<sup>401</sup> HE 137/2004 vp s. 52.

koskevan tulosestimaation (”noin 0,20 euroa”). Ennusteen antamisen jälkeen oli kuitenkin erilaisten taloudellisten raporttien ja talousjohton näkemysten perusteella käynyt ilmi, ettei aiemmin julkistetun tulosestimaation saavuttaminen ole enää todennäköistä. Pörssi-yhtiö oli ilmoittanut asiasta muutamaa kuukautta myöhemmin antamalla pörssitiedotteeseen, jossa kerrottiin, että osakekohtaisen tuloksen ennakoita jättävän tappiolliseksi. KKO kuitenkin katsoi, että tieto olisi tullut julkistaa markkinoille jo merkittävästi aiemmin. KKO:n mukaan yhtiön toimitusjohtajana ja koko tekoajan yhtiön hallituksen varsinaisena jäsenenä toiminut A oli tahallaan tai ainakin törkeästi huolimattomuudesta jättänyt antamatta yhtiön osakkeeseen liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki velvoitti antamaan ja joka oli ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.<sup>402</sup>

Stonesoft-tapauksessa yhtiö oli osavuosisikatsauksessaan toukokuussa 2000 ilmoittanut uskovansa, että yhtiön vuoden 2000 EBITA säilyy vuoden 1999 tasolla, eli 11 prosentissa. Seuraavassa osavuosisikatsauksessaan elokuussa 2000 yhtiö ilmoitti uskovansa EBITAn jäävän alle 10 prosenttiin. Syyttäjän mukaan yhtiön olisi pitänyt tiedottaa lokakuussa 2000, että yhtiön EBITA voi jäädä jopa kahteen prosenttiin, ja myös oikaista elokuussa annettu tieto (”alle 10 %”) kolmannessa osavuosisikatsauksessa marraskuussa. Stonesoft antoi tulovaroituksen kuitenkin vasta helmikuussa 2001. Syytteen mukaan yhtiön raportointijärjestelmät eivät ole tuottaneet konsernitason kuukausittain tietoa koko konsernin taloudellisesta tilanteesta. Pörssi-yhtiö on kuitenkin velvollinen täyttämään jatkuvasti tiedonantovelvollisuutensa, jota varten yhtiöllä tuli olla käytössään asianmukaiset raportointimenetelmät.

Yhtiö katsoi, että ilmaisu ”alle 10 % ” ei voinut olla totuuden vastainen eikä harhaanjohtava. Sen mukaan huolellinen sijoittaja ei ymmärtänyt tällaista ilmausta tarkaksi määräksi ilman tiettyä virhemarginaalia. Stonesoft väitti myös, että yhtiön raportointijärjestelmät oli todettu riittäviksi vuonna 1999, eivätkä tilintarkastajat myöhemmin havainneet näissä järjestelmissä huomauttamista. Yhtiön mukaan vuoden 2000 viimeisen vuosineljänneksen tulos oli ollut ennakoitua huonompi. Syitä tuloksen heikkenemiseen oli yhtiön johdon mukaan mahdotonta ennakoita mitenkään.

Päätöksessään oikeus totesi, että tulosvaroitusten antamisesta ei säädetä laissa vaan se sisältyy yhtiön jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Yhtiöllä on velvollisuus julkistaa markkinoille tieto myös siitä, että yhtiön tulos tulee olennaisesti poikkeamaan yhtiön aikaisemmin julkistamista arvioista. Tiedonantovelvollisuuden asianmukaisen täyttämisen sisäänrakennettuna edellytyksenä on myös, että yhtiön hallinto pysyy riittävän ajantasaisesti ja luotettavasti seuraamaan yhtiön tuloksen ja taloudellisen aseman kehittymistä ja raportoimaan siitä. Arvopaperimarkkinoita koskevan

---

<sup>402</sup> KKO 2013:53



tiedottamisrikkoksen teonkuvauksen on katsottava kattavan myös seuranta- ja raportointijärjestelmien puutteellisuudet. Oikeus totesi, että yhtiön olisi tullut ryhtyä seuraamaan kuluja tarkemmin, kun oli havaittu, tai kun johdon ainakin olisi pitänyt havaita, että kulut olivat kasvamassa. RL 51:5:n mukainen tiedonantovelvollisuuden rikkominen voi ilmetä paitsi virheellisenä myös puutteellisenä tiedottamisena. Hovioikeus totesi, että tiedonantovelvollisuutta voi rikkoa myös antamalla tiedon myöhemmin kuin laki edellyttää.<sup>403</sup>

Scanfil-tapauksessa Yhtiö antoi 17.1.2006 pörssitiedotteen näkymästä vuodelle 2006 ja Belgian tehtaan (Scanfil N.V.) toiminnan uudelleen järjestelyistä. Tiedotteessa arvioitiin konsernin myynnin olevan vuoden 2006 ensimmäisellä puoliskolla noin 15 prosenttia edellisen vuoden vastaavaa jaksoa pienempi. Tiedotteen julkistamisen jälkeen yhtiön osakekurssi laski 13,6 prosenttia edellisen päivän päätöskurssista. Oikeus katsoi, että vastaajat olivat törkeästä huolimattomuudesta 12.12.2005- 17.1.2006 jättäneet ilman aiheetonta viivytystä julkistamatta ja toimittamatta julkisen kaupankäynnin järjestäjälle arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki velvoittaa antamaan. Tieto oli koskenut Scanfilin ennusteiden mukaista vastaajien tiedossa ollutta yhtiön liikevaihdon todennäköistä heikentymistä erityisesti vuoden 2006 ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Oikeus katsoi, että vastaajien olisi etukäteisarvioinnissa tullut ymmärtää, että liikevaihdon lasku oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon ja että tieto oli julkistettava heti sen tultua yhtiön tietoon. Oikeuden mukaan vastaajat olivat tienneet Alcatelin myynnin voimakkaasta laskusta eikä heillä ollut ollut pelkästään Nokian asiakkuuteen liittyviin seikkoihin nähden syytä olettaa, että Alcatelin myynnin lasku voitaisiin edelleen korvata lisääntyvällä myynnillä Nokialle. Oikeus katsoi näytetyksi, että vuoden 2006 ensimmäisen vuosipuoliskon heikentyneet myyntinäkymät ovat tulleet vastaajien tietoon ainakin 12.12.2005 ja että heidän olisi tullut julkistaa niitä koskeva tieto ilman aiheetonta viivytystä eli heti 12.12.2005 jälkeen.<sup>404</sup>

Satama-tapauksessa oli kyse yhtiön velvollisuudesta antaa tulosvaroitusta tarjousesitteessä annettujen ennusteiden muutosten johdosta. Yhtiö oli listautunut 17.3.2000. Tarjousesitteessä 28.2.2000 oli ennustettu yhtiön vuoden 2000 liiketappion pysyvän vuoden 1999 tasolla ja suhteellisen kannattavuuden paranevan. Yhtiön hallituksen kokouksessa 11.4.2000 oli käsitelty yhtiön 1. vuosineljänneksen alustavaa tulosraporttia. Kokouksessa yhtiön liiketappion todettiin 1. vuosineljännekseltä olleen jo lähes yhtä suuren (4,3 miljoonaa euroa) kuin edellisen vuoden koko tappion yhteensä

---

<sup>403</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3080/31.10.2008 (R07/550) – Stonesoft Oyj

<sup>404</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 1661/18.6.2009 (R08/721) – Scanfil Oyj

(4,7 miljoonaa euroa). Suhteellinen kannattavuus oli myös ollut selvästi edellistä vuotta heikompi (-76 % verrattuna -33 %:iin).

Oikeuden mukaan yhtiön hallituksella oli 11.4.2000 ollut tiedossaan, että yhtiön 1. vuosineljänneksen toiminta oli jäänyt budjetoidusta. Kuitenkaan vielä tuolloin hallituksen ei ollut näytetty olleen tietoinen USA:n toimintojen tappioiden koko suuruudesta ja lopullisuudesta. Hallituksella oli ollut tieto siitä, että ennusteesta oli jääty jälkeen, mutta todelliset syyt tappioihin eivät tuolloin vielä olleet selvillä siten, että niiden perusteella olisi voitu sanoa koko vuoden tuloksen jäävän tarjousesitteessä ennustetusta. Loppuvuoden tuloksen ja kokonaistilanteen arvioimiseksi yhtiön oli tarkoitus saada luotettavat ennusteet julkistettavaksi osavuosisikatsauksessa 4.5.2000. Yhtiön hallituksella ei siten oikeuden mukaan ollut 11.4.2000 sellaista tietoa, jonka se olisi ollut velvollinen julkistamaan.

Oikeuden mukaan vasta 17.-19.4.2000 oli tullut selville USA:n tilanteen laajuus ja lopullisuus. Tilanne oli ollut seurausta siitä, että eräs yhtiön projekti Dallasissa oli ollut kiinteähintainen ja noin 20 kertaa niin suuri kuin yhtiön muut projektit yhteensä. Tieto siitä, että tappiot jäävät odotettua suuremmiksi, eikä odotettua laskutusta tulla saamaan, oli ollut niin olennainen, että se kuului tiedottamisvelvollisuuden piiriin. Yhtiön toimitusjohtaja ja talousjohtaja olivat tulleet Dallasista Suomeen 20.4.2000. Tietojen oli oikeuden mukaan katsottava tulleen yhtiön tietoon, kun toimitusjohtaja oli saanut ne. Tämän jälkeen Dallasista saadut luvut oli vielä tarkistettava ja arvioitava niiden vaikutus koko konsernin tulokseen loppuvuodelle 2000. Pörssi oli auennut tiistaina 25.4.2000 ja tulosvaroitusta oli annettu seuraavana päivänä keskiviikkoiltana 26.4.2000. Tiedotteessa mainittiin yhtiön tuloksen heikkenevän selvästi edellisvuodesta. Tiedotteen julkistamisen jälkeen yhtiön osakkeen kurssi laski 18 %. Oikeuden mukaan huomioon ottaen pääsiäisen aika sekä Dallasista saatujen tietojen tarkistaminen ja analysointi koko vuoden 2000 tuloksen kannalta, mihin oli kulunut yksi kokonainen arkipäivä, tiedottaminen 26.4.2000 oli tapahtunut ilman aiheutonta viivytystä. Näillä perusteilla oikeus hylkäsi syytteet vastaajien osalta.<sup>405</sup>

Endero-tapauksessa yhtiö oli antanut 31.1.2001 pörssitiedotteen sekä 2.2.2001 täydentävän pörssitiedotteen. Tiedotteiden mukaan Nedeconista ja Enderosta muodostetaan vahva e-businesspalveluyhtiö, jonka liikevaihtotavoite vuodelle 2001 oli yli 100 miljoonaa markkaa ja liikevoittoprosenttitavoite oli 10 %. Syyttäjän mukaan edellä mainitut seikat antoivat liian positiivisen tulevaisuudennäkymän Nedeconin ja Enderon yhdistyvien liiketoimintojen kasvu- ja liikevoitto-odotuksille vuonna 2001. Syyttäjän mukaan markkinoille oli annettu kasvu- ja liikevoitto-odotuksiin perustuva liian positiivinen kuva yhtiön tulevaisuudennäkymistä, joka oli viimeistään 7.3.2001

---

<sup>405</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 27/5.1.2007 (R05/2503) – Satama Interactive Oyj

osoittautunut olennaisen epärealistikseksi. Syyttäjä esitti näyttönä yhtiön liiketoimintaan liittyviä erinäisiä lukuja ja laskelmia, kuinka sen mielestä yhtiön tiedossa oli oltava se, että yhtiön kasvu ja liikevoitto olivat jääneet siitä, mitä markkinoille oli tiedotettu.

Oikeus totesi, että syyte on näytön osalta monelta kohdaltaan jäänyt lähinnä väitteen varaan. Vastaajat ovat osoittaneet, että syytteen perusteena olleet Rahoitustarkastuksen vertailulaskelmat ovat pohjautuneet vain osasta uutta yhdistyvää kokonaisuutta hankittuihin ja ainakin osaksi vertailukelvottomiin lukuihin, jotka on saatu Nedeconin tapahtuma-aikaisista asioista tarkemmin tietämättömältä taholta, sekä että syyte on muutenkin tullut rakentumaan pörssissä jo ennestään tiedotettuihin ja/tai asiayhteydeltään irrotettuihin seikkoihin. Asiassa esitetyn perusteella markkinoilla, joilla kaikesta huolimatta oli ollut myös uskoa tulevaan it-alallakin, on syyteaikaan keväällä 2001 jo ollut uudesta yhdistyvästä organisaatiosta sellaiset tiedot, joiden perusteella rationaalinen sijoittaja – jos sellaisesta tuolloin kyseisellä toimialalla vallinneessa tilanteessa edes on voitu puhua – on voinut tehdä sijoituspäätöksiä. Tulosvaroituksen antamiseen johtanut markkinatilanteen muutos on tapahtunut äkillisesti. Sen vaikutus uudesta Endero Oyj:stä annettuihin tulevaisuuden ennusteisiin on ollut havaittavissa vasta uuden yhdistyneen organisaation yksiköiltä ensimmäisen yhteisen toimintakuukauden lopulla saatujen vuosineljänneslukujen tultua ilmi perjantaina 27.4.2001. Tämän perusteella oikeus hylkäsi syytteen koskien tulosvaroituksen viivästymistä.<sup>406</sup>

### **5.6.2.3 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus**

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus perustuu arvopaperimarkkinalakiin, Valtiovarainministeriön asetukseen, Kirjanpitolautakunnan yleisohjeeseen sekä yhteisöoikeuden ja kirjanpidon säännöksiin. Pörssiyhtiöiden on laadittava tilinpäätöksensä IFRS-säännösten mukaisesti. Jäsenvaltiot eivät lähtökohtaisesti saa säätää IFRS-tilinpäätöksestä poikkeavia tai sen ylimeneviä velvoitteita pörssiyhtiöille niiden soveltaessa IFRS-standardeja tilinpäätösten ja osavuositarkastusten laadinnassa.<sup>407</sup> Säännöllinen tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa neljään alakategoriaan: 1) tilinpäätös, 2) toimintakertomus, 3) osavuositarkastukset ja tilinpäätöstiedote ja 4) muu säännöllinen informaatio.

Jippii-tapauksessa syyte koski saksalaisen tytäryhtiön kirjanpidossa kirjaamatta jätettyjä kuluja sekä kirjattua myyntivoittoa, vaikka kyseistä käyttöomaisuutta ei oltu

<sup>406</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) – Endero Oyj

<sup>407</sup> Karjalainen, Laurila, Parkkonen – Arvopaperimarkkinalaki, 2005, s. 104.

vielä myyty tilikauden loppuun mennessä. Saksan tytäryhtiön tulos on konsolidoitu konsernitilinpäätöksessä. Näistä kirjauksista johtuen Jippii Group Oyj:n tulos 31.12.2000 on parantunut 22.233.195 markkaa sekä kulurakenne on ollut vääristynyt. Syyte koski myös sitä, että vastaajat olivat osallisina vuoden 2001 ensimmäisen neljänneksen tuloksen syntymiseen siten, että tulos oli parantunut 14.481.930 markkaa. Syyttäjän mukaan edellä kerrotulla menettelyllä on olennaisesti vaikeutettu oikean ja riittävän kuvan saamista konsernin taloudellisesta tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Oikeus totesi, että Saksan tytäryhtiön tulos oli oikein laskettu Saksan kirjanpitolain mukaisesti sekä näyttämättä on jäänyt, että Saksan osuudeksi ilmoitettu 21,7 % konsernin kokonaisliikevaihdosta olisi ollut väärä tai harhaanjohtava tieto, eikä siten mitään tiedottamisrikosta ollut tapahtunut.

Jippii-tapauksessa vastaajat olivat syyttäjän mukaan myös tietoisia toisen vuosineljänneksen huonosta tuloksesta 2001. Asiassa oli jäänyt näyttämättä, että vastaajat olisivat olleet tietoisia tästä, koska yhtiön konsolidointi oli vielä kesken, kun hallituksella oli kokous 14.8.2001. Seuraavana päivänä 15.8.2001 annettiin tulosvaroitusta, eikä sen tiedottamisessa tarpeettomasti viivytelty, joten mitään tiedottamisrikosta tältä osin ei katsottu tapahtuneen.<sup>408</sup>

Amer-tapauksessa oikeus totesi, että vuoden 1995 osalta Amerin voitto ennen veroja ja satunnaisia eriä oli ollut +142 miljoonaa markkaa. Amerin vuoden 1995 vuosikertomukseen sisältyneessä toimitusjohtajan katsauksessa oli todettu, että lähtökohdat vuodelle 1996 ovat merkittävästi parantuneet. Tehdyt rakenneratkaisut ja ongelma-alueilla käynnistetyt tervehdyttämisohjelmat antavat perustellun syyn uskoa, että alkanut vuosi muodostuu tulokseltaan paremmaksi kuin kulunut vuosi ja pohjan pysyvälle tavoitteiden mukaiselle kannattavuudelle ja kehitykselle. Hallituksen kokouksen 25.4.1996 pöytäkirjan mukaan jäsenille oli etukäteen toimitettu aineisto yhtymän tuloskehityksestä ajalta tammi-maaliskuu 1996 sekä tulosestimateet tilivuodelle 1996. Kokouksen pöytäkirjan mukaan vuoden 1996 ennuste tuloksi ennen veroja ja satunnaisia eriä oli 121 miljoonaa markkaa, mikä oli 92 miljoonaa markkaa budjetoitua heikompi. Merkittävimmät negatiiviset tulospoikkeamat ovat edelleen Wilson Golfissa, Atomic-yhtiöissä/Oxygen sekä korkokustannuksissa. Kokouksessa esillä olleen aineiston mukaan tammi-maaliskuun 1996 osalta tulos ennen veroja on ollut 96 miljoonaa markkaa tappiollinen, mikä on ollut 78 miljoonaa markkaa budjetissa arvioitua heikompi tulos.

Hallituksella ei ollut ollut enää 6.6.1996 aihetta luottaa tulosityksiköiden antamilla luvuilla muodostettuun yhtymän vuositulosestimateeseen. Sen vuoksi hallitus oli antanut tulosvaroituksen julkistamalla osavuosikatsauksen, jossa vuoden 1996 tulos oli arvioitu

---

<sup>408</sup> Helsingin HO :n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj

tappiolliseksi. Esitetyn selvityksen mukaan Amerin hallituksella on ollut 25.4.1996 pidetyssä kokouksessa käytettävissään tietoja, joiden mukaan yhtymän tulos ei tulisi olemaan parempi kuin edellisen vuoden tulos, kuten edellä kerrotussa toimitusjohtajan katsauksessa oli arvioitu, vaan päinvastoin selvästi jäämässä heikommaksi siitä ja myös budjetissa olleesta arviosta. Alkuvuoden tulos oli ollut merkittävästi tappiollinen päinvastoin kuin vuonna 1995 ja huomattavasti budjetoitua heikompi. Tieto siitä, että yhtymä on jäämässä aikaisemmin julkistamistaan tulostavoitteista, olisi ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtymän osakkeen arvoon. Sen vuoksi Amerin hallituksen olisi tullut julkistaa sanottua seikkaa koskeva tieto jo 25.4.1996. Amerin hallitus on laiminlyönyt edellä selostetussa säännöksessä säädetyn tiedonantovelvollisuuden. Kokoukseen osallistuneet hallituksen jäsenet ovat sanotulla menettelyllään syyllistyneet arvopaperimarkkinarikkomukseen.<sup>409</sup>

Cencorp-tapauksessa oikeus totesi, että vain yhtiön johto oli ollut tietoinen julkistetun positiivisen tuloksen paikkansapitämättömyydestä, koska se oli antanut perusteettomia arvioita yhtiön tulevaisuudennäkymistä osavuositarkastuksissa ja viivyttänyt perustellun korjaavan tiedon antamista pörssitiedotteilla. Lisäksi yhtiön tilinpäätökset vuosilta 2005 ja 2006 eivät antaneet oikeaa ja riittävää kuvaa yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta laskennallisen verosaamisen kirjaamisen vuoksi. Yhtiön vuoden 2006 aikana julkaisemat tulevaisuudennäkymät yhtiön liikevaihto- ja tuloskehityksestä olivat perusteettomia, koska yhtiö ei tulevaisuudennäkymiä julkistaessaan ollut ottanut riittävästi huomioon toteutunutta kehitystä eikä liiketoimintaan liittyviä epävarmuustekijöitä, kuten asiakkaiden ostokäyttäytymisen muutosta ja kilpailutilanteen kiristymistä. Syyttäjän syytteessä esittämät menettelyt olivat tapahtuneet 16.8.2005 – 17.8.2006 välisenä aikana. Syyttäjän mukaan kyseessä on ollut saman rikollisen menettelyn osateoista. Oikeus totesi, että voimassa olevaan lakiin ei sisälly säännöstä, joka koskisi yksittäisten tekojen katsomista yhdeksi tai useammaksi rikokseksi. Kyseisessä tapauksessa oli kyse noin vuoden ajanjaksosta, mikä oli tiedottamisrikokseksi pitkä aika, näin ollen teot katsottiin erillisiksi rikoksiksi.

Tiedottamisrikoksen maksimirangaistus on kaksi vuotta vankeutta, jolloin RL 8:1§:n mukaisesti syyteoikeus tällaisesta rikoksesta vanhentuu viidessä vuodessa. Syyteoikeuden vanhentumisen katkaiseva haasteiden tiedoksianto oli tapahtunut vastaajille 25.7-12.8.2011. Tiedoksi saattamista edeltävien viiden vuoden aikana ei kuitenkaan ollut tapahtunut tiedottamisrikoksia vastaajien osalta.<sup>410</sup>

---

<sup>409</sup> Helsingin HO:n tuomio nro 3480/10.12.1999 (R98/935) – Amer Oyj

<sup>410</sup> Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj

## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Suomen rahoitusmarkkinat ovat pienet kansainvälisesti vertailtuna. Suomen valtiolla on suuri intressi luoda kilpailukykyiset ja luotettavat arvopaperimarkkinat, jolla varmistetaan suomalaisten yritysten pääoman saanti. Siksi on ensiarvoisen tärkeää, että erityisesti ulkomaalaiset sijoittajat kokevat suomalaisen rahoitusmarkkinaympäristön tehokkaana ja luotettavana. Tässä tutkielmassa tehty päähavainto on se, että arvopaperimarkkinarikosten ehkäisyn suhteen edellä mainitussa tavoitteessa on onnistuttu hyvin Suomessa.

Tämän tutkielman toisessa luvussa perehdyttiin yleisen teorian kautta arvopaperimarkkinarikosten problematiikkaan. Kappaleessa käsiteltiin nopeasti arvopaperimarkkinalainsäädännön historian kehitystä, taloudellisen rikollisuuden kriminaalipoliittisia päämääriä ja tavoitteita. Lisäksi kappaleen ehkä tärkein anti oli tuoda selvästi esille arvopaperimarkkinarikosten tulkintaan vahvasti vaikuttava jännite arvopaperimarkkinarikosten avoimien tunnusmerkistöjen ja laillisuusperiaatteen välillä. Tämä jännite kulki vahvasti läpi koko tutkielman ajan taustalla vaikuttavana ajatuksena.

Kolmannessa luvussa tutkittiin sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvää problematiikkaa teorian ja oikeuskäytännön valossa. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä on arvopaperimarkkinarikoksista kaikkein eniten kirjallisuudessa tutkittu ja siitä on suomalaisia oikeustapauksia enemmän kuin muista arvopaperimarkkinarikostyypeistä yhteensä. Sisäpiirintiedon syntymiseen ja määritelmään liittyviä havaintoja olivat, että erityisesti KKO 2006:110 jälkeen alioikeuksissa linja oli kiristynyt sen suhteen milloin tieto on niin täsmällistä, että sitä voidaan pitää sisäpiirintietona. KKO 2006:110 suurimpana ansioina voidaan pitää myös yleisesti tietoisuuden lisääntymistä siitä, kuinka aikaisessa vaiheessa tieto jo voi muodostua sisäpiirintiedoksi. Näin ollen entistä harvemmin Pörssiyhtiöissä annetaan enää vapaat kädet sisäpiiriläisille toteuttaa arvopaperikauppojaan itsenäisesti. Julkistamattomuuskriteerin osalta myös on käynyt oikeuskäytännössä selväksi se, että väitetty sisäpiirintieto on täytynyt kokonaisuudessaan olla julkista tietoa, jotta sen käyttö olisi sallittua. Ei riitä, että markkinoilla oli yleisellä tasolla tiedossa kyseinen tieto. Tiedon on yksityiskohtaisesti oltava markkinoiden käytössä. Olennaisuuskriteeri on ongelmallinen vieläkin, se johtuu siitä, että eri liikkeeseenlaskijat ja eri toimialat eroavat niin paljon toisistaan. On mahdotonta antaa mitään prosenttilukua millainen muutos liikkeeseenlaskijan kurssissa olisi oleellinen, teoriassa jo muutaman prosentin kurssimuutos voi olla oleellinen.

Mielenkiintoista oli lisäksi huomata ne tapaukset, joissa vastaajan syytteet hylättiin, koska ei voitu osoittaa, että teko olisi tapahtunut edes törkeästä huolimattomuudesta, koska vastaaja oli tehnyt oman osansa varmistukseksi, että kyseisen arvopaperikaupan saa toteuttaa. Lisäksi, jos vastaaja kykeni osoittamaan arvopaperikaupalleen jonkin muun hyväksyttävän perusteen kuin hyötytarkoituksen, heidän syytteet hylättiin,

vaikkakin mielestäni arvopaperikauppaa käydään aina taloudellisessa hyötymistarkoituksessa. Sisäpiirintiedon neuvomistapauksia oli tutkielmassa kolme, joista vain yhdessä oikeus totesi neuvomista tapahtuneen. Neuvomisen todistaminen oikeudessa on hyvin vaikeaa, koska neuvomisen voi tehdä jättämättä mitään jälkiä. Epäilen että sisäpiirintiedon neuvomistapauksia tapahtuu paljon enemmän kuin niitä tulee ilmi, mutta niiden jäljille ei päästä. Törkeän tekemuodon täyttävistä tapauksista nostaisin TJ Groupin jutun, joka mielestäni oli hyvin räikeä osoitus siitä, miten arvopaperimarkkinoita voi käyttää väärin hankkiakseen itselle taloudellista hyötyä.

Neljännessä luvussa käsiteltiin markkinoiden/kurssin vääristämistä teorian ja oikeuskäytännön valossa. Markkinoiden vääristämisestä ei ole juuri oikeuskäytäntöä, koska sitä koskeva lainsäädäntö Suomessa on melko uusi. Toisekseen markkinoiden vääristämistä on hyvin vaikea paljastaa. Kolmanneksi on pysyttävä osoittamaan riittävä näyttö tuomioistuimessa, jotta kaikki rikoksen tunnusmerkistöt täyttyvät.

Viidennessä luvussa käsiteltiin arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta teorian ja oikeuskäytännön valossa. Olennaisin huomio tiedottamisrikoksessa on, että tiedottamisrikokset koskivat olennaisen tiedon julkistamisen laiminlyömistä ilman perusteltua syytä ja että tähän syyllistyi törkeästä huolimattomuudesta. Näin ollen näyttäisi siltä, että liikkeeseenlaskijoiden olisi kiinnitettävä erityistä huomiota kykyynsä tuottaa tietohallinnossaan ajantasaista tietoa tuloksetekokyvystään ja tiedottaa tämä tieto markkinoille ilman aiheetonta viivytyä. Huomionarvoista on myös että, vaikka itse tiedottamistyötä tekevät pörssiyrityksissä ei-juridisen koulutuksen saaneet henkilöt, heihin ei ole kohdistettu rikosseuraamuksia. Rikosseuraamukset tiedottamisrikoksista on yksinomaan kohdistettu vain hallitukseen ja toimitusjohtajaan.

Yleisiä huomioita olivat myös, että arvopaperimarkkinarikoksista syytteessä olevat liittyvät selkeästi sukupuoleen: miehet ovat riskialttiimpia sijoittajia kuin naiset ja sen vuoksi myös heidät nähdään useammin syytettynä. Toinen merkillepantava seikka on, että tuomioistuimissa syytteet, jotka koskevat arvopaperimarkkinarikoksia, liittyvät useampaan asiaan: sisäpiirinrikos, markkinoiden vääristäminen ja tiedottamisrikos. Usein näihin liittyy vielä kirjanpitolain rikoksia sekä siihen liittyviä työnantajan velvollisuuteen liittyviä rikoksia. Myös sellaisen johtopäätöksen voi tehdä, että syyttäjän ammattitaito on näissä tapauksissa koetuksella ja joku tapaus onkin rauennut vanhentuneena. Myös annetut tuomiot ovat noin puolessa tapauksista muuttuneet ylemmissä oikeusasteissa sekä lievempään että ankarampaan suuntaan.

## LÄHTEET

### Oikeuskirjallisuus:

- Aarnio, Aulis: *Laintulkinnan teoria: Yleisen oikeustieteen oppikirja*. WSOY, Helsinki 1989.
- Af Sandeberg, Catarina: *Marknadsmisbruk: insiderbrott och kursmanipulation*. Iustus Förlag, Uppsala 2002.
- Akerlof, George A: *The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics* Vol 84 No 3 1970. Sivut 488-500
- Annola, Vesa: *Informaatio, sisäpiiri, markkinat*. Ykkös-Offset Oy, Vaasa 2005
- Annola, Vesa: *Saatavuuskriteeri ja KKO 2006:110*. Defensor Legis 5/2007. Sivut 720-732.
- Anttila, Inkeri – Törnudd, Patrick: *Kriminologia ja kriminaalipolitiikka*. Juva 1983.
- Astola, Tiina: *Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1990.
- Coffee, John C: *What Caused Enron?: A Capsule Social and Economic History of the 1990's*. Columbia Law School, The Center for Law and Economics Studies, Working paper No.214. January 20, 2003.
- Fabozzi, Frank J – Modigliani, Franco – Ferri, Michael G: *Foundations of Financial Markets and Institutions*. New Jersey, USA 1994.
- Ferrarini, Guido A: *The European Market Abuse Directive*. *Common Market Law Review* 41/2004.
- Frände, Dan: *Yleinen rikosoikeus*. Edita, Helsinki 2005.
- Hemmo, Mika: *Vahingonkorvauksen sovittelu ja moderni korvausoikeus*. Suomalainen lakimiesyhdistys, Vammala 1996.
- Lauriala, Jari: *Kontrolli, riski ja informaatio : tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista- ja liiketoimintariskeistä, sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus oikeuden ympäristössä*. Gummerus, Saarijärvi 2001.
- Holmström, Bengt: *Ajatuksia arvopaperimarkkinoiden kehityksestä ja kehittämisestä*. Teoksessa *Markkatalous maailmalla – Tohtori Jaakko Lassilan 60-vuotisjuhlakirja*. Porvoo 1988.
- Holmström, Bengt – Kaplan, Steven N: *The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?* Finance Working Paper No. 23/2003, September 2003.
- Hoppu, Kari: *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. WSOY lakitieto, Helsinki 2004.
- Huhtamäki, Ari: *Pankkirikokset*. Jyväskylä 1994.
- Huovinen, Sakari: *Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2004.
- Huovinen – *Katsauksia ja pienempiä kirjoituksia* Lakimies 5/2005



- Häyrynen, Janne - Parkkonen, Jarmo (2006) *Sisäpiiriläinen -velvollisuudet ja mahdollisuudet*. Edita Prima Oy: Helsinki
- Häyrynen, Janne: *Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö*. Vammalan kirjapaino Oy, Vammala 2006.
- Häyrynen, Janne – Kurenmaa, Tero: *Arvopaperimarkkinarikokset*. Poliisiammattikorkeakoulun julkaisuja, Espoo 2006.
- Häyrynen, Janne & Parkkonen, Jarmo: *Sisäpiiriläinen – Velvollisuudet ja mahdollisuudet*. Edita, Helsinki 2006.
- Häyrynen, Janne: *Sisäpiirintiedon täsmällisyys ja KKO 2006:110* Defensor Legis 6/2007. Sivut 837-849.
- Häyrynen, Janne (2009) *Pörssiväärinkäytökset*. Kariston kirjapaino Oy, Hämeenlinna 2009.
- Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2013.
- Jaatinen, Heikki: *Oikeushenkilön rangaistusvastuu*. Helsinki 2000.
- Jacobson, Hans – Lycke, Johan: *Marknadsmisbruksdirektivet och dess genomförande i Sverige*. Europarättslig tidsskrift 2/2005, s. 303-318.
- Jareborg, Nils: *Straffrättens gärningslära*. Malmö 1995.
- Kaisanlahti, Timo: *Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta – Erityisesti kurssimanipulaatiosta markkinoiden toimintaa silmällä pitäen*. Lakimies 7-8/1995, s. 1280-1307.
- Karjalainen – Parkkonen: *Arvopaperimarkkinalaki*. Talentum, Helsinki 2003
- Karjalainen, Laurila, Parkkonen: *Arvopaperimarkkinalaki*. Talentum, Helsinki 2005
- Karjalainen – Laurila – Parkkonen: *Arvopaperimarkkinalaki*. Talentum, Helsinki 2008.
- Timonen, Pekka (toim.): *KKO:n ratkaisut kommentein 2006/2*. Talentum, Helsinki 2007.
- Knuts, Mårten: *Kursmanipulation i omvandling*. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 2004.
- Knuts, Mårten: *Är finansinspektionens roll vid förundersökning förenlig med rollen som vittne i rättegång?* Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 2007.
- Knuts, Mårten: *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2010.
- Knuts, Mårten: *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Talentum, Helsinki 2011.
- Koponen, Pekka: *Talousrikokset rikos- ja prosessioikeuden yhtymäkohdassa. Erityisesti tahallisuuden ja syytesidonnaisuuden kannalta tarkasteltuna*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2004.
- Kotiranta, Kai: *Sisäpiirintiedon syntyminen – Kontekstuaalinen tulkinta*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2014.
- Krause, Hartmut – Brellochs, Michael: *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation*. Capital Markets Law Journal Vol 8 No 3 2013. Sivut 283-299.

- Kurenmaa, Tero: *Sisäpiirintiedon väärinkäyttö*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Lahti, Raimo: *Talousrikosoikeuden yleisistä opeista*. Teoksessa Raimo Lahti – Pekka Koponen (toim.): *Talousrikokset*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2007.
- Laitinen, Ahti – Virta, Erja: *Talousrikokset. Teoria ja käytäntö*. Helsinki 1998.
- Lappi-Seppälä, Tapio: *Rangaistuksen määräämisestä I. Teoria ja yleinen osa*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1987.
- Lappi-Seppälä, Tapio: *Rikosoikeudellisia kirjoituksia VII Pekka Koskiselle 1.1.2003 omistettu*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Lappi-Seppälä, Tapio – Kivivuori, Janne: *Rikollisuustilanne 2011. Rikollisuus ja seuraamusjärjestelmä tilastojen valossa. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 262*. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2012.
- Lappi-Seppälä, Tapio – Kivivuori, Janne: *Rikollisuustilanne 2012. Rikollisuus ja seuraamusjärjestelmä tilastojen valossa. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 264*. Oikeuspoliittinen tutkimuslaitos, Helsinki 2013.
- Lau Hansen, Jesper: *Informationsmisbrug: En analyse af de centrale bestemmeser i brsrettens informationsregime*. Jurist-og Okonomforbundelsforlag. Copenhagen, 2001.
- Lauriala, Jari: *Kontrolli, riski ja informaatio*. Saarijärvi, 2001.
- Lehtonen, Asko: *Verorikoksista*. 3. painos. Turku 1984.
- Malkamäki, Markku – Martikainen: *Rahoitusmarkkinoiden tehokkuuskäsitteet*, s. 28-44. Teoksessa Malkamäki, Markku – Martikainen, Teppo (toim.): *Rahoitusmarkkinat*. Jyväskylä 1990.
- Markkinavalvonta Helsingin Pörssissä 2014 - The NASDAQ OMX Group, Inc.*
- Matikkala, Jussi: *Tahallisuudesta rikosoikeudessa*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2005.
- Mutttilainen, Vesa – Kankaanranta, Terhi: *Talousrikollisuus ja poliisin toimintaympäristö*. Teoksessa Honkonen, Risto – Mutttilainen, Vesa (toim.): *Poliisin toimintaympäristö. Poliisiammattikorkeakoulun katsaus 212*. Poliisiammattikorkeakoulu, Tampere 2012.
- Niskanen & Niskanen: *Yritysrahoitus*. Edita Publishing Oy, Helsinki 2006.
- Norros, Olli: *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla*. WSOY pro, Helsinki 2009.
- Nuutila, Ari-Matti: *Rikosoikeuden ABC-kirja*. Turku 1995.
- Nuutila, Ari-Matti: *Rikosoikeudellinen huolimattomuus*. Jyväskylä 1996.
- Nuutila, Ari-Matti: *Rikoslain yleinen osa*. Jyväskylä 1997.
- Park, Tido: *Kapitalmarktstrafrecht*. Handkommentar. Baden-Baden 2008.
- Parkkonen – *Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset*. Sanoma Pro Oy, Juva 2007.
- Pitt, Harvey L. – Dorcey, Mark – Renzi, Anthony J: *Manipulation, Broker-Dealer Retail Fraud and Compliance*. Teoksessa Farmery, Peter (eds.), *US Securities and Investments Regulation Handbook*. Springer Publisher, London 1992.

- Rautio, Ilkka: *Arvopaperimarkkinarikokset*, s. 1487 ss. Teoksessa Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: *Rikosoikeus*. 2. painos. Juva 2002.
- Rudanko, Matti: *Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998.
- Salminen, Markku: *Velallisen rikos. Tutkimus velallisen rikosten selvittämisestä erityisesti osakeyhtiölain kohdistuneiden tekotapojen ja osakeyhtiötä koskevan oikeuskäytännön valossa*. WSOY lakitieto, Helsinki 1998.
- Samuelsson, Per: *Information och ansvar*. Norstedts, Göteborg 1991.
- Samuelsson, Per: *Normbildning rörande otillbörlig kurspåverkan*. Svensk Juristtidning 10/2002.
- Samuelsson, Per – Afrell, Lars – Cavallin, Samuel, Sjöblom, Nils: *Lagen om marknadsmissbruk och lagen om anmälningsskyldighet*. Tukholma 2005.
- Segerman, Mari: *Vastuun kohdentaminen arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen osalta – erityisesti listautumisantien yhteydessä*. Teoksessa: *Arvopaperimarkkinat*. Turku 2001.
- Sillanpää, Matti: *Julkisesta ostotarjouksesta*. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1994.
- Sillanpää, Matti J: *Virallisen vastaväittäjän lausunto OTK Janne Häyrysen väitöskirjasta Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö*. Lakimies 2006.
- Sillanpää, Matti J: *Yritysvaltausten pelisäännöt vihdoin kansainväliselle tasolle*. Festschrift utgiven av advokatbyrå Waselius & Wist 2007.
- Ståhlberg, Kaarina: *Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta. Muutamia käytännön havaintoja*. Defensor Legis 5/2000.
- Taloussanomat - Sisäisin piiri on vaarallisin. <http://www.talouselama.fi/uutiset/sisaisin+piiri+on+vaarallisin/a2049025>, haettu 29.10.2014.
- Taloussanomat – Palkkakuilu palkansaajien ja pörssihoitajien välillä kasvoi. <http://www.taloussanomat.fi/tyomarkkinat/2012/06/04/hs-selvitys-palkkakuilu-palkansaajien-ja-porsisjohtajien-valilla-kasvoi/201230706/12>, haettu 29.10.2014.
- Tapani, Jussi 2005: *Oikeustapauskommentti KKO 2004:64. Omaisuutta koskevan viranomaiskiellon rikkominen. Rangaitava teko. Laillisuusperiaate*. Lakimies 1/2005.
- Timonen, Pekka: *Johdatus Suomen oikeusjärjestelmään* 1. 3. p. Toim. Pekka Timonen. Jyväskylä 1996.
- Timonen, Pekka: *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima: julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1997.
- Timonen, Pekka: *Oikeustaloustiede – Mitä se on?* Lakimies 1/1998, s. 100-114.

- Tolonen, Kari: *Talousrikossäännösten tulkinta, erityisesti velallisen rikoksissa*. Poliisi-ammattikorkeakoulun tutkimuksia. Poliisi-ammattikorkeakoulu, Espoo 2009.
- Uche – Chibuike – Ugochukwu: *The Theory of Regulation: A review article*. Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 9, No. 1, 2001.

### **Virallislähteet:**

- Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto –Finanssivalvonta. Määräykset ja ohjeet 6/2013, 10.6.2013.
- Arvopaperipörssin ohjesääntö. Edita, Helsinki 1997.
- CESR 06-562b - Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market 07/2007.
- CESR's Guidance 2005.
- Finanssivalvonta - Listayhtiön listautumisesitteen sisältö.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Sisalto/Pages/Default.aspx#.VCPrhfl\\_t8E](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Esitteet/Sisalto/Pages/Default.aspx#.VCPrhfl_t8E), haettu 30.10.2014.
- FSA:n lehdistötiedote, 1.8.2008 (FSA/PN/086/2008).
- HE 137/2004 Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 157/1988 Hallituksen esitys eduskunnalle Arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
- HE 175/2002 Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.
- HE 254/1998 Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.
- HE 318/1992 Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.
- HE 32/2012 Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- HE 44/2002 Hallituksen esitys Eduskunnalle rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.
- HE 66/1988 Hallituksen esitys eduskunnalle Rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen ensimmäisen vaiheen käsittäväksi rikoslain ja eräiden muiden lakien muutoksiksi.
- HE 95/1993 Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevaksi lainsäädännöksi.
- KM 44/1987 Komitea mietintö. Arvopaperimarkkinalaki . Suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö.

OLJ 3/1993 Rikoslakiprojektin mietintö arvopaperimarkkinarikoksista.  
Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu.

OLJ 5/2000 Rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevat säännökset, Rikoslakiprojektin  
ehdotus, Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu.

Rata tiedottaa 3/2004 – TIEDOTE 3/2004, 8.6.2004.

Suomen listayhtiöiden hallintokoodi Corporate Governance 2010.

TaVM 9/2005 TALOUSVALIOKUNNAN MIETINTÖ 9/2005 vp, Hallituksen esitys  
laeiksi arvopaperimarkkina-lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

## **Oikeustapaukset**

### **Korkein oikeus:**

KKO 2006:110 – Sampo Oyj

KKO 2009:1 – TJ Group Oyj

KKO 2013:53 – Perlos Oyj

### **Hovioikeus:**

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 2505/09.05.1996 (R94/333) – Novera Yhtymä

Helsingin HO:n tuomio nro 3480/10.12.1999 (R98/935) – Amer Oyj

Helsingin HO :n tuomio 9.5.2000 (R99/427) – Metsä-Serla Oyj

Helsingin HO:n tuomio nro 1722/21.6.2001 (R00/2678) – Kansallis-Osake-Pankki

Helsingin HO :n tuomio nro 1738/13.5.2004 (R03/1382) – Talentum Oyj

Helsingin HO :n tuomio nro 1798/31.5.2005 (R02/4230) – Tampereen Puhelin Oyj

Helsingin HO :n tuomio nro 1797/31.5.2005 (R02/2654) – YIT-Yhtymä Oyj

Helsingin HO :n tuomio nro 3938/21.12.2006 (R04/2332) – Nordic Aluminium

Helsingin HO:n tuomio nro 27/5.1.2007 (R05/2503) – Satama Interactive Oyj

Helsingin HO:n tuomio nro 4337/31.12.2007 (R06/3500) – Conventum Oyj

Helsingin HO:n tuomio nro 3080/31.10.2008 (R07/550) Stonesoft Oyj

Helsingin HO:n tuomio nro 3826/31.12.2008 (R07/1443) – Benefon Oyj

Helsingin HO:n tuomio nro 1661/18.6.2009 (R08/721) Scanfil Oyj

Helsingin HO:n tuomio nro 1671/11.6.2010 (R08/2282) – Perlos Oyj

Helsingin HO:n tuomio nro 2308/14.9.2010, (R08/3300) – Liinos Oy

Helsingin HO:n tuomio nro 82/20.1.2012 (R11/482) – LSO-osuuskunta

Helsingin HO:n tuomio nro 3530/21.12.2012 (R10/2714) – Jippii Group Oyj

Helsingin HO :n tuomio nro 1149/15.4.2013 (R11/2708) – OP-Pohjola Group Oyj

**Käräjäoikeus:**

Helsingin raastuvanoikeus 12.3.1992 (R91/8323)

Helsingin KO:n tuomio nro 1404/99, 5.3.1999 (R98/8408) – Instrumentarium Oyj

Helsingin KO:n tuomio nro 14795, 30.6.2000 (R00/869) – WSOY Oyj

Helsingin KO:n tuomio nro 05/6342, 20.6.2005 (R04/10852) – Soon Communications Oyj

Helsingin KO:n tuomio nro 07/3001, 23.3.2007 (R05/11225) – Endero Oyj

Helsingin KO:n tuomio nro 07/3834, 16.5.2007 (R06/6707) – Kyro Oyj Abp

Helsingin KO:n tuomio nro 13/105248, 20.6.2013 (R11/5854) – Cencorp Oyj

**Euroopan unionin tuomioistuin:**

C-19/11 Markus Getl v. Daimler AG (2012) kok. 00000, EUVL C-258

Ennakkoratkaisupyyntö EUT:lle asiassa C-628/13 – Lafonta

## LIITTEET

Liite 1. Yhteenvedo oikeustapausten tuomioistuinten ratkaisuksista

	Sisäpiirin- tiedon väärin käyttö	Törkeä sisäpiirin- tiedon väärin- käyttö	Markki- noiden vääristä- minen	Tiedotta- misrikos	Lainvoimai- nen päätös	Vastaajat	
						Mies	Nainen
Amer				X	10.12.1999	6	
Benefon	X				31.12.2008	1	
Cencorp		X		X	20.6.2013	5	
Conventum		X			31.12.2007	1	
Cultor			X		9.9.1993	1	
Elektrotel			X		9.9.1994	7	1
Endero	X			X	23.3.2007	4	
Instrumen- tarium	X				5.3.1999	1	
Jippii		X	X	X	21.12.2012	19	
Kansallis- Osake- Pankki				X	21.6.2001	1	
Kyro	X				16.5.2007	1	1
Liinos		X			14.9.2010	2	1
LSO- Osuuskunta	X				20.1.2012	5	1
Nordic Aluminium	X				21.12.2006	2	
Novera				X	9.5.1996	14	1
OP-Pohjola		X			15.4.2013	2	1
Perlos				X	11.6.2010	6	
Sampo	X				29.12.2006	1	
Satama				X	5.1.2007	6	
Scanfil				X	18.6.2009	2	
Soon	X	X			20.6.2005	2	
Stonesoft				X	31.10.2008	3	
Talentum	X				13.5.2004	1	
TJ Group	X				5.7.2007	2	1
TPO	X		X		31.5.2005	2	1
WSOY	X				30.6.2000	1	
YIT			X		31.5.2005	3	

Käräjäoikeus					
	Vapauttava tuomio	Päiväsakko lkm	Päiväsakko	Ehdollinen vankeus	Ehdoton vankeus
Amer		<b>20</b>	6400 - 27400 FIM		
Benefon		<b>30</b>	<b>62730 EUR</b>	<b>5 kk</b>	
Cencorp	<b>X</b>				
Conventum		<b>70</b>	<b>29260 EUR</b>		
Cultor	X				
Elektrotel		<b>80</b>	<b>1600 FIM</b>	<b>5 - 10 kk</b>	<b>1v8kk - 2v3kk</b>
Endero	<b>X</b>				
Instrumentarium		<b>40</b>	<b>32000 FIM</b>		
Jippii	<b>X</b>				
Kansallis-Osake-Pankki	<b>X</b>				
Kyro	<b>X</b>				
Liinos	<b>X</b>			<b>7 kk</b>	
LSO-Osuuskunta	<b>X</b>	60	2580 - 13020 EUR		
Nordic Aluminium		<b>30 - 40</b>	<b>1860 - 9160 EUR</b>		
Novera	<b>X</b>	<b>30 - 75</b>	<b>1650 - 58275 FIM</b>		
OP-Pohjola				1 v	
Perlos	<b>X</b>				
Sampo		30			
Satama	<b>X</b>				
Scanfil	X				
Soon		<b>30</b>	<b>3100 EUR</b>	<b>5 kk</b>	
Stonesoft	X				
Talentum	<b>X</b>				
TJ Group					
TPO		<b>20 - 60</b>	<b>660 - 2640 EUR</b>		
WSOY		<b>120</b>	<b>125520 FIM</b>		
YIT	X	35	840 -2100 EUR		



Hovioikeus						
		Vapauttava tuomio	Päiväsakko lkm	Päiväsakko	Ehdollinen vankeus	Ehdoton vankeus
Amer	Muutos Käräjäoikeiden päätökseen: päiväsakon rahamäärää on alennettu kolmelta vastaajalta			<b>5200 - 27400 FIM</b>		
Benefon	Tuomio ei muuttunut hovioikeudessa					
Cencorp						
Conventum	Muutokset käräjäoikeuden tuomioon: ehdollinen vankeustuomio				<b>6 kk</b>	
Cultor	Muutos Käräjäoikeiden päätökseen: päiväsakottuomio		<b>30</b>	<b>10590 FIM</b>		
Elektrotel	Tuomiot eivät muuttuneet hovioikeudessa					
Endero						
Instrumentarium						
Jippii	Hovioikeus piti voimassa käräjäoikeuden vapauttavan tuomion					
Kansallis-Osake-Pankki	Hovioikeus piti voimassa käräjäoikeuden vapauttavan tuomion					
Kyro						
Liinos	Tuomio ei muuttunut hovioikeudessa					
LSO-Osuuskunta	Muutos Käräjäoikeuden päätökseen: Päiväsakon rahamäärää on alennettu yhden vastaajan osalta.		<b>30 - 60</b>	<b>1290 - 13020 EUR</b>		
Nordic Aluminium	Tuomio ei muuttunut hovioikeudessa					
Novera	Tuomiot eivät muuttuneet hovioikeudessa					
OP-Pohjola	Muutos Käräjäoikeuden päätökseen: Hovioikeus antoi vapauttavat tuomiot kaikille	<b>X</b>				
Perlos	Muutos Käräjäoikeuden päätökseen: Hovioikeus langetti kolmelle syytetylle sakkotuomiot		<b>40 - 50</b>	<b>680 - 9950 EUR</b>		
Sampo	Hovioikeus hylkäsi syytteen	<b>X</b>				
Satama	Hovioikeus piti voimassa käräjäoikeuden vapauttavan tuomion					
Scanfil	Hovioikeus langetti sakkorangaistukset		<b>40</b>	<b>4000 - 124240 EUR</b>		
Soon						
Stonesoft	Muutos Käräjäoikeuden päätökseen: Hovioikeus tuomitsi sakkorangaistuksiin		<b>30</b>	<b>660 - 15690 EUR</b>		
Talentum	Hovioikeus piti voimassa käräjäoikeuden vapauttavan tuomion					
TJ Group	Muutos Käräjäoikeuden päätökseen: Hovioikeus langetti ehdolliset vankeustuomiot				<b>5 kk - 2 v</b>	
TPO	Tuomiot eivät muuttuneet hovioikeudessa					
WSOY						
YIT	Hovioikeus antoi myös kolmannelle sakkorangaistuksen		<b>20 - 35</b>	<b>820 - 2100 EUR</b>		

Korkein oikeus					
		Vapaut- tava tuomio	Päiväsakko lkm	Ehdollinen vankeus	Ehdoton vankeus
Amer					
Benefon					
Cencorp					
Conventum					
Cultor					
Elektrotel					
Endero					
Instrumen- tarium					
Jippii					
Kansallis- Osake- Pankki					
Kyro					
Liinos					
LSO- Osuuskunta					
Nordic Aluminium					
Novera					
OP-Pohjola					
Perlos	KKO piti HO:n sakkotuomiot				
Sampo	KKO piti käräjäoikeuden sakkorangaistuksen		<b>30</b>		
Satama					
Scanfil					
Soon					
Stonesoft					
Talentum					
TJ Group	KKO langetti ehdottomat vankeustuomiot				<b>2 v 4 kk</b>
TPO					
WSOY					
YIT					