

Oppiaine	Yritysjuridiikka	Päivämäärä	7.4.2019
Tekijä(t)	Jesse Hannonen	Matrikkelinumero	
		Sivumäärä	78
Otsikko	Markkinoiden väärinkäyttö – sisäpiirintieto, markkinoiden manipulointi ja väärinkäytösten taustatekijät		
Ohjaaja(t)	Matti Sillanpää		

Tiivistelmä

Tutkielmassa pyritään systematisoimaan sitä, miten arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä säännellään. Tarkastelu tapahtuu ensisijaisesti Suomen ja EU:n sääntelyviitekehyksessä, mutta koska arvopaperimarkkinat ovat nykypäivänä yhä kansainvälisemmät, on mukaan otettu tarkastelua myös Yhdysvaltain vastaavasta sääntelystä. Toisena tavoitteena tutkielmassa on pureutua arvopaperimarkkinarikosten taustalla vaikuttaviin tekijöihin. Pyrimme selvittämään, millaiset demografiset ja psykologiset piirteet ovat leimallisia rikoksiin syyllistyville ihmisille.

Tutkielman aluksi käsitellään voimassaolevaa sisäpiirisääntelyä sekä sisäpiirintiedon syntyä ja ulottuvuuksia. Käytännön ongelmia lähestytään myös eräiden oikeustapausten ja tulkintaongelmia aiheuttavien tilanteiden kautta, esimerkkinä johdon hankintaohjelmat ja johdannaissopimukset. Tutkielmassa käsitellään myös harhaanjohtavan tiedon levittämistä, viitekorkojen manipulointia sekä erilaisia strategioita, joilla erityisesti nopean tietotekniikan avulla vääristetään markkinahintoja. Käsitelyssä ovat myös markkinoiden tunnustelu ja itsesääntelyn rooli. Tutkielmassa pureudutaan myös arvopaperimarkkinaväärinkäytösten taustatekijöihin, kuten rikosentekijöiden demografisiin ja persoonallisuuspiirteisiin sekä rikollisuutta edistäviin organisatorisiin tekijöihin.

Keskeisenä havaintona voitaneen todeta, että sekä markkinoiden väärinkäyttösääntelyn olemassaolo tai puuttuminen voidaan perustella samalla rahoitusteorialla sen mukaan, katsotaanko informaatiotehokkuus vai kaikkien sijoittajien tasapuolinen tiedonsaanti tärkeämmäksi tekijäksi markkinoiden toimivuuden kannalta.

Asiasanat	sisäpiirintieto, markkinoiden väärinkäyttö, markkinoiden manipulointi
Muita tietoja	





**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTÖ

**Sisäpiirintieto, markkinoiden manipulointi
ja väärinkäytösten taustatekijät**

Yritysjuridiikan
pro gradu -tutkielma

Laatija:
Jesse Hannonen

Ohjaaja:
Matti Sillanpää

7.4.2019
Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

SISÄLLYS

<u>LYHENTEET</u>	7
<u>1 JOHDANTO</u>	9
1.1 TUTKIMUSONGELMA	10
1.2 METODOLOGIA	11
1.3 KESKEISET LÄHTEET	11
1.4 TUTKIELMAN RAKENNE	12
<u>2 SISÄPIIRINTIETO ARVOPAPERIMARKKINOILLA</u>	14
2.1 SISÄPIIRINTIEDON SYNTYMINEN JA SÄÄNTELYN TAUSTA.....	14
2.1.1 HENKILÖMALLI	15
2.1.2 TASAPAINOMALLI	16
2.1.3 LÄHDEMALLI.....	17
2.2 SISÄPIIRINTIEDON ULOTTUVUUDET	20
2.2.1 JULKISTAMATTOMUUS	22
2.2.2 OLENNAISUUS	24
2.2.3 TÄSMÄLLISYYS	26
2.3 KÄYTÄNNÖN PROBLEMATIIKKA MUUTAMISSA ERITYISTAPAUKSISSA	28
2.3.1 YHTIÖN OMIEN OSAKKEIDEN HANKKIMINEN	28
2.3.2 JOHDANNAISSOPIMUKSET	30
2.3.3 JOHDON HANKINTAOHJELMAT	32
2.4 YHTEENVETO	33
<u>3 MARKKINOIDEN MANIPULOINTI JA TUNNUSTELU</u>	35
3.1 HARHAANJOHTAVAN TIEDON LEVITTÄMINEN JA SIOITUSSUOSITUKSET	35
3.1.1 ARVOPAPERIMARKKINOITA KOSKEVA TIEDOTTAMISRIKOS	36
3.1.2 HARHAANJOHTAVA TIETO JA MARKKINOIDEN MANIPULOINTI.....	38
3.2 VIITEKORKOJEN MANIPULOINTI	39
3.2.1 LIBOR-SKANDAALI	39
3.2.2 SKANDAALIN VAIKUTUKSET LAINSÄÄDÄNTÖÖN	41
3.3 RAHOITUSINSTRUMENTEILLA TAPAHTUVA MANIPULOINTI.....	43
3.3.1 ERÄITÄ MANIPULOINTISTRATEGIOITA	44
3.3.2 ALGORITMIPERUSTEISEN KAUPANKÄYNNIN SÄÄNTELYHAASTEET.....	45
3.4 MARKKINOIDEN TUNNUSTELU JA ITSESÄÄNTELY	46

3.4.1	MARKKINOIDEN TUNNUSTELU SUOJASÄÄNNÖKSENÄ	47
3.4.2	ITSESÄÄNTELY JA VÄÄRINKÄYTÖSTEN ENNALTAEHKÄISY	48
3.5	YHTEENVETO	49

4 MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTTÖ JA YHTEISKUNTA **51**

4.1	KETKÄ SYYLLISTYVÄT ARVOPAPERIMARKKINARIKOKSIIN?	51
4.1.1	VALKOKAULUSRIKOLLISTEN DEMOGRAFISET PIIRTEET	52
4.1.2	VALKOKAULUSRIKOLLISTEN MOTIIVIT JA PERSOONALLISUUSPIIRTEET	54
4.1.3	ORGANISATORISET EDELLYTYKSET ARVOPAPERIMARKKINARIKOKSILLE	58
4.2	RANGAISTUSTEORiat JA TOIMIVAN KRIMINALISOINNIN PIIRTEET	59
4.2.1	KRMINALISOINNIN YLEISET PERIAATTEET	60
4.2.2	RANGAISTUS SOVITUKSENA JA ANTEEKSIOPYNTÖNÄ	62
4.2.3	RANGAISTUKSEN PELOTEVAIKUTUS	64
4.3	SEURAAMUKSET ARVOPAPERIMARKKINAVÄÄRINKÄYTÖKSISTÄ	65
4.3.1	RIKOSOIKEUDELLISET JA HALLINNOLLISET SEURAAMUKSET	65
4.3.2	VASTUUN JAKAUTUMINEN LUONNOLLISEN JA OIKEUSHENKILÖN VÄLILLÄ	67
4.4	YHTEENVETO	69

5 LOPUKSI **71**

LÄHTEET **74**

KIRJAT JA ARTIKKELIT	74
VIRALLISLÄHTEET JA ITSESÄÄNTELY	77
OIKEUSKÄYTÄNTÖ	78

KUVIOT

Kuvio 1: Sisäpiirintieto toteutumisvarmuuden ja merkittävyyden funktiona.....	27
--------------------------------------------------------------------------------------	-----------

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
BBA	British Bankers' Association
FSA	Financial Services Authority (Iso-Britannia)
EMMI	European Money Markets Institute
HE	Hallituksen esitys
KKO	Korkein oikeus
MAR	Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014
RL	Rikoslaki
SEA	Securities Exchange Act of 1934 (Yhdysvallat)
SEC	Securities and Exchange Commission (Yhdysvallat)

1 JOHDANTO

Markkinoiden väärinkäytön sääntelyn pohja on rahoitusteorian markkinatehokkuusvaatimuksissa. Ideaalitalanteessa kaikilla sijoittajilla on yhtäläiset tiedot kaikista arvopapereista ja niiden arvoon vaikuttavista tekijöistä. Kaikki informaatio, myös sisäpiirintieto, heijastuu välittömästi ja oikein arvopaperien hintoihin, eikä kellään ole näin ollen mahdollisuutta hyötyä muita paremmasta informaatiosta.¹

Täydelliset markkinat ovat luonnollisesti sangen teoreettinen viitekehys, johon todellisia markkinoita voidaan verrata ja näin arvioida niiden tehokkuutta. Koska tosimaailmassa ei voida välttyä tilanteilta, joissa esimerkiksi pörssiyhtiön johdolla on käytössään sisäpiirintietoa, on sen käyttöä ja ilmaisemista katsottu tarpeelliseksi säännellä, jotta kaikki sijoittajat saataisiin tasapuoliseen asemaan.² Kehittyneissä maissa sisäpiirintiedon käyttöä on pidetty moraalisesti arveluttavana ja sen on katsottu rapauttavan luottamusta markkinoihin. Tämä puolestaan laskee likviditeettiä ja nostaa riskipremiota, mikä näkyy kalliimpana pääoman hintana.³ Esimerkiksi Suomessa sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kriminalisoitu.⁴

Toisaalta rahoitusteorian näkökulmasta voidaan perustella myös sisäpiirikauppojen salliminen, sillä kuten yllä on todettu, tulee tehokkailla markkinoilla kaiken tiedon välittömästi heijastua arvopaperien hintoihin. Kysymys on lähinnä siitä, kumpaa pidetään tärkeämpänä, sijoittajien tasapuolista tiedonsaantia vai informaation nopeaa hintavaikutusta. Mikäli oletamme jälkimmäisen argumentin tärkeämmäksi, on sisäpiirintiedon käytön salliminen nopein ja kustannustehokkain tapa saada osakkeiden hinnat mahdollisimman lähelle niiden todellista arvoa. Sisäpiirikaupat voisivat myös motivoida johtoa maksimoimaan osakkeen arvon, mikä olisi kaikkien osakkeenomistajien etu. Sisäpiirikauppa voidaan nähdä kustannustehokkaana johdon palkitsemisen muotona. Se kannustaisi tuottamaan hyödyllistä informaatiota yhtiölle ja kohdistaisi kompensaaion henkilölle, jolle se kuuluu. Optiot esimerkiksi palkitsevat myös johtajat, jotka eivät ole mitenkään osallistuneet arvokkaan tiedon tuottamiseen.⁵ Toisaalta seurauksena voisi olla myös lyhyen aikavälin kurssinousun painottaminen oikeasti kannattavan liiketoiminnan sijaan.⁶

Sisäpiirisääntelyn voidaan myös katsoa hyödyttävän eniten spekulanteja, jotka käyvät kauppaa hyötyäkseen lyhyen aikavälin kurssiheilahteluista. Pitkäaikaiset sijoittajat puolestaan myyvät osakkeitaan useimmiten vain siinä tapauksessa, jos he katsovat pääomansa tuottavan paremmin jossakin muussa kohteessa tai heillä on tarvetta käteiselle

¹ Fama 1970, s. 409

² HE 137/2004, s. 7

³ Kurenmaa 2003, s. 28—34

⁴ RL 51 luku 1 §

⁵ Manne 1966 s. 116—118

⁶ Bainbridge 2000, s. 789

rahalle. Näin ollen myyntihetken pörssikurssi ei ole pitkäaikaiselle omistajalle keskeinen tekijä myyntipäätöksessä.⁷

Lisäksi markkinoiden väärinkäyttösäntelyn valvonta on kallista ja hankalaa. Mikäli sisäpiirintiedon käyttö sallittaisiin, olisi yleisesti tiedossa, että joillain toimijoilla on parempaa informaatiota kuin toisilla. Tällöin sisäpiirintiedon käyttö huomioitaisiin osana markkinariskiä, mikä osaltaan auttaisi hintoja asettumaan oikealle tasolle. Informaatiotehokkuus kasvaisi myös siksi, että tiedonhankinta olisi aina kannattavaa, koska sijoittajan ei tarvitsisi pelätä syyllistyvänsä rikokseen käyttäessään hankkimaansa informaatiota.⁸

Markkinoiden väärinkäyttösäntely onkin aina tasapainoilua tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden välillä. Kehittyneissä maissa on yleisesti katsottu olevan tarvetta sisäpiirisäntelylle, vaikkei kaikkea sisäpiirikauppaa välttämättä saada kitkettyä pois.⁹ On kuitenkin tärkeää huomioida, että liian tiukka tai epämääräinen säntely on ristiriidassa yksittäisen sijoittajan oikeuksien kanssa ja se voi pahimmillaan hankaloittaa tai estää avainhenkilöiden sinällään toivottavaa omistusta johtamassaan yhtiössä.¹⁰

1.1 Tutkimusongelma

Tutkielmassa pyritään systematisoimaan sitä, miten arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä säännellään. Tarkastelu tapahtuu ensisijaisesti Suomen ja EU:n säntelyviitekehiksessä, mutta koska arvopaperimarkkinat ovat nykypäivänä yhä kansainvälisemmät, on mukaan otettu tarkastelua myös Yhdysvaltain vastaavasta säntelystä. Toisena tavoitteena tutkielmassa on pureutua arvopaperimarkkinarikosten taustalla vaikuttaviin tekijöihin. Pyrimme selvittämään, millaiset demografiset ja psykologiset piirteet ovat leimallisia rikoksiin syyllistyville ihmisille. Perinteisestihän ajatellaan, että esimerkiksi sisäpiiririkoksiin syyllistyvät henkilöt ovat korkeasti koulutettuja ja menestyneitä. Tutkielmassa pyritäänkin arvioimaan, missä määrin tämä arkkityyppi pitää paikkansa. Koska arvopaperimarkkinaväärinkäytökset tapahtuvat usein organisaatioissa, tarkastelemme myös rikollista toimintaa mahdollistavia organisatorisia olosuhteita.

Nykysäntelyn systematisoinnin ja rikollisuutta selittävien tekijöiden tarkastelun lisäksi pyrimme ymmärtämään, mikä merkitys rangaistuksilla on sekä teoreettisesti yhteiskunnan arvojen suojelijana ja käytännössä ihmisten toiminnan ohjaajana. Näiden osatekijöiden pohjalta pyrimme löytämään piirteitä, millainen olisi optimaalinen tapa säännellä arvopaperimarkkinoilla toimimista sekä tunnistamaan kohteita, joihin tulevassa tutkimuksessa olisi hedelmällistä paneutua.

⁷ Manne 1966, s. 114—115

⁸ Kurenmaa 2003, s. 28—34

⁹ Kurenmaa 2003, s. 28—34

¹⁰ Häyrynen 2006, s. 71

1.2 Metodologia

Tutkimuksen alkuosa on luonteeltaan oikeusdogmaattista, koska pyrkimyksenä on ymmärtää vallitsevaa sääntelyä ja siihen liittyvää oikeuskäytäntöä. Tutkielmassa on myös tiettyjä empiirisen tutkimuksen piirteitä, joskin tyydyimme tässä yhteydessä lähinnä käymään läpi olemassa olevaa empiiristä tutkimustietoa liittyen markkinoiden manipuloinnin käytännön toteutukseen sekä tutkielman loppupuolella valkokaulusrikoksista tuomittujen persoonallisuuksiin ja demografiaan liittyen. Johtuen arvopaperimarkkinoiden kansainvälisestä luonteesta, olen pyrkinyt myös ottamaan mukaan myös oikeusvertailua esimerkiksi Ison-Britannian ja Yhdysvaltain ympäristöön. Tätä lähestymistapaa puoltaa myös se, että näiltä suuremmilta markkinoilta on saatavilla enemmän tutkimustietoa markkinamanipulaation käytännön vaikutuksista, kuin Suomen markkinoilta.

Kriminologisia ja rikosoikeudellisia näkökulmia käsittelevässä tutkielman neljännessä luvussa arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä analysoidaan oikeussosiologisesta näkökulmasta, jotta käsiteltävistä ilmiöistä saadaan pelkkää laintulkintaa kattavampi kuva ja pääsemme käsiksi tekijöihin, jotka sääntelyjärjestelmää kehittäessä tulee ottaa huomioon. Rangaistusteorioiden yhteydessä näkökulma on oikeusfilosofinen, jotta kykenemme ymmärtämään paremmin koko sääntelyn tarkoitusta ja perusteita, joilla ei-toivottavaan toimintaan voidaan puuttua rikosoikeuden keinoin.

1.3 Keskeiset lähteet

Tutkimuksen oikeusdogmaattisen osuuden keskeisiä lähteitä ovat luonnollisesti voimassa oleva lainsäädäntö, kuten arvopaperimarkkinalaki ja rikoslaki sekä näitä koskevat hallituksen esitykset, jotka avaavat lainsäätäjän tavoitteita ja antavat tulkintaohjeita pykäliin liittyen. Keskeisen osan lainsäädännöllisestä materiaalista muodostavat myös EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetus ja markkinoiden väärinkäyttödirektiivi, jotka ovat olleet pohjana suomalaisen arvopaperimarkkinasääntelyn kokonaisuudistuksessa. Tutkielmassa käytetään myös oikeustapauksia havainnollistamaan käsiteltyjen asioiden käytännön merkitystä. Johtuen kuitenkin Suomen arvopaperimarkkinoiden pienuudesta ja sitä kautta oikeuskäytännön vähäisyydestä, on oikeuskirjallisuudella tutkielmassa merkittävämpi asema. Kirjallisuuden tarkoituksena on tuoda asiantuntijoiden näkemyksiä lainsäädäntöön ja oikeuden tulkintoihin.

Tutkielman kolmannessa ja neljännessä luvussa on käytetty lähdemateriaalina paljon angloamerikkalaista empiiristä tutkimusta, jolla pyritään avaamaan markkinoiden väärinkäytön käytännön implikaatioita. Tältä osin voidaan perustellusti esittää kysymys, missä määrin saadut tulokset ovat yleistettävissä suomalaiseen yhteiskuntaan ja sääntely-ympäristöön. Valinta on kuitenkin tehty ennen kaikkea siksi, ettei vastaavaa tutkimusta

juurikaan löydy Suomesta. Lisäksi johtuen arvopaperimarkkinoiden korostuneesta kansainvälisyydestä ja Yhdysvaltain suuresta vaikutuksesta koko globaaliin rahoitusjärjestelmään on perusteltua tarkastella myös ulkomailla havaittuja väärinkäytöksiä ja niihin johtaneita tekijöitä.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielman ensimmäisessä varsinaisessa luvussa käsitellään sisäpiirisääntelyä arvopaperimarkkinoilla. Tarkastelu aloitetaan yleiseltä tasolta pohtimalla sisäpiirintiedon luonnetta ja sen syntymistä. Tätä lähestytään kolmesta eri näkökulmasta, joista tässä tutkielmassa käytetään nimiä henkilö-, tasapaino- ja lähdemalli. Näistä jokainen kiinnittää huomiota sisäpiirintiedon eri ulottuvuuksiin, joten tällä tarkastelulla saamme kattavan yleiskuvan, mitä asioita sääntelyn taustalla vaikuttaa. Seuraavaksi siirrymme astetta käytännönläheisemmälle tasolle ja tarkastelemme Suomen lainsäädännön näkökulmasta kolmea sisäpiirintiedon keskeistä ulottuvuutta, julkistamattomuutta, olennaisuutta ja täsmällisyyttä. Tässä luvussa havainnollistetaan asiaa myös oikeuskäytännön avulla.

Sisäpiirisääntelyä käsittelevän luvun lopuksi sukellamme vielä tarkastelemaan eräitä käytännön tulkintaongelmia. Ensimmäisenä tarkastelemme, mitä yhtiön tulee sisäpiirisääntelyn näkökulmasta ottaa huomioon hankkiessaan markkinoilta omia osakkeitaan. Tämän jälkeen tarkastelemme johdannaissopimuksiin liittyviä sääntelyhaasteita, koska myös ne kuuluvat määritelmällisesti sisäpiirisääntösten piiriin, mutta ovat luonteeltaan suoraa osakekauppaa mutkikkaampia. Luvun lopuksi tarkastelemme sääntelyä vielä yksittäisten sisäpiiriläisten kannalta ja sitä, miten he voivat suojautua väärinkäytössyytöksiltä hankintaohjelmien avulla.

Tutkielman toisessa pääluvussa tarkastelu laajennetaan muihin EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (MAR) tarkoittamiin tilanteisiin. Luvun aluksi tarkastellaan markkinoiden manipulointia harhaanjohtavaa tietoa levittämällä sekä arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta. Seuraavassa alaluvussa paneudumme viitekorkojen manipulointiin viimeaikaisen LIBOR-skandaalin kautta ja tarkastelemme syitä manipulointiskandaaliin sekä siitä seuranneita sääntelymuutoksia. Luvun kolmannessa alaluvussa tarkastellaan erilaisia strategioita, joilla markkinoita manipuloidaan hyödyntämällä erilaisia rahoitusinstrumentteja. Huomiota kiinnitetään myös nykyaikaisen teknologian mahdollistamaan automatisoituun algoritmeilla tapahtuvaan kaupankäyntiin sekä sen luomiin sääntelyhaasteisiin. Luvun lopuksi perehdymme vielä markkinoiden tunnusteluun suoja-säännöksenä sekä arvioimme itsesääntelyn roolia markkinaväärinkäytösten ennaltaehkäisyssä ja sen merkitystä sääntelyjärjestelmän osana.

Tutkielman viimeisessä pääluvussa siirrytään sääntelyn ja käytännön markkinamanipuloinnin tarkastelusta ilmiöiden taustalla vaikuttavien tekijöiden arviointiin. Luvun

aluksi perehdymme siihen, ketkä arvopaperimarkkinarikoksia tekevät, minkälainen heidän demografinen taustansa on sekä millaiset persoonallisuuspiirteet lisäävät todennäköisyyttä syyllistyä arvopaperimarkkinarikoksiin. Seuraavaksi laajennamme tarkastelua yksilöistä organisaatioihin, joissa he toimivat. Avaamme sitä, millaiset piirteet yhdistävät rikoksiin syyllistyneitä organisaatioita. Tarkastelemme myös rikokseen johtavia päätösprosesseja sekä yksilöiden rooleja organisaatioissa. Toisessa alaluvussa tarkastellaan hyvän kriminalisointijärjestelmän piirteitä sekä rangaistusten tarkoitusta ja vaikuttavuutta. Pyrimme myös ymmärtämään, miten luvun alkupuolella kuvatut arvopaperimarkkinarikoksiin syyllistyvät ihmiset kokevat rangaistusten ankaruuden ja pelotevaikutuksen. Osion viimeisessä alaluvussa palaamme Suomen sääntely-ympäristöön ja tarkastelemme, millaisia seuraamuksia arvopaperimarkkinaväärinkäytöksistä on lainsäädännössämme. Hahmottelemme myös, millä perusteella vastuu jakautuu luonnollisen henkilön, kuten toimitusjohtajan, ja oikeushenkilön, kuten pörssiyhtiön, välillä.

Tutkielman jokaisen alaluvun lopussa on lyhyt tiivistelmä luvun keskeisistä havainnoista, jotta laaja kokonaisuus saadaan pidettyä ymmärrettävänä ja liitettyä luontevasti seuraavana käsiteltävään aihepiiriin. Koko tutkielman päätteeksi vedetään vielä tehdyt havainnot yhteen ja pohditaan, miten hyvin tutkimusongelma on saatu ratkaistua. Lopuksi arvioimme myös tekijöitä, joiden arvioiminen myöhemmässä arvopaperimarkkinoiden sääntelyä koskevassa tutkimuksessa olisi mielekäästä.

2 SISÄPIIRINTIETO ARVOPAPERIMARKKINOILLA

Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää täsmällistä, julkistamatonta tietoa, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan.¹¹ Heti alkuun on tärkeää todeta, ettei sisäpiirisääntely koske ainoastaan yhtiön ylintä johtoa ja muita avainhenkilöitä, vaan kaikkia luonnollisia- ja oikeushenkilöitä, jotka tavalla tai toisella ovat saaneet sisäpiirintietoa haltuunsa.¹² Tästä käytetään termejä ensi- ja toissijainen sisäpiiri. Ensisijaisella sisäpiirillä tarkoitetaan henkilöitä, jotka ovat saaneet tiedon suoraan sen lähteestä, kuten esimerkiksi yhtiön ylin johto ja tilintarkastajat. Myös rikollisin keinoin hankittu tieto tuottaa henkilölle ensisijaisen sisäpiiriläisen aseman. Toissijainen sisäpiiri puolestaan on huomattavasti laajempi joukko, joka koostuu henkilöistä, jotka ovat saaneet tiedon haltuunsa ensisijaiselta sisäpiiriläiseltä tai muun välikäden kautta. Keskeinen ero ensi- ja toissijaisen sisäpiirin välillä on, että ensisijaiselta sisäpiiriltä voidaan vaatia laajempaa selonottovelvollisuutta siitä, onko hänen saamansa tieto sisäpiirintietoa.¹³

Tässä luvussa tarkastellaan sisäpiirisääntelyn taustalla vaikuttavia teorioita sekä tuodaan esiin niiden ilmentymistä lainsäädännössä. Jotta teoreettinen viitekehys saisi hieman lihaa luidensa ympärille, esitellään lopussa lisäksi eräitä laintulkinnallisia käytännön ongelmia. Teorioiden keskeiset erot voidaan tiivistää kahteen näkökulmaan sen perusteella, mitä oikeushyvää teoriolla pyritään suojelemaan. Suomessa sääntelyllä pyritään ensisijaisesti suojelemaan ja vahvistamaan sijoittajien luottamusta markkinoihin.¹⁴ Toisaalta sääntelyä voidaan lähestyä myös tiedonlähteen ja tiedonsaajan välisen luottamussuhteen näkökulmasta.¹⁵

2.1 Sisäpiirintiedon syntyminen ja sääntelyn tausta

Sisäpiirintiedon syntymistä voidaan tarkastella henkilö-, tasapaino- ja lähdemallin näkökulmasta.¹⁶ Alla kuvataan kunkin mallin ominaispiirteitä sekä niiden ilmenemismuotoja niin suomalaisessa kuin kansainvälisessäkin lainsäädännössä.

¹¹ AML 12 luku 2 §

¹² AML 14 luku 2 §: ”Mitä 1 ja 2 momentissa säädetään, koskee myös muuta henkilöä, joka tiesi tai jonka olisi pitänyt tietää, että hänen saamansa tieto on sisäpiirintietoa.”

¹³ Ks. esim. Häyrynen, Parkkonen 2006 s. 27—28

¹⁴ Ks. esim. Kotiranta 2014 s.55—57

¹⁵ Ks. esim. Annola 2005 s. 124—125

¹⁶ Annola 2005 s. 131

2.1.1 Henkilömalli

Henkilömallissa lähtökohtana on, että henkilö saa sisäpiirintiedon asemansa kautta. Tämä on lähestymistavoista klassisin, sillä jo sisäpiiri-termi pitää sisällään oletuksen rajatusta henkilöjoukosta. Henkilömalli onkin hyvä lähtökohta sääntelylle, mutta se ei yksinään riitä. Malli nimittäin huomioi ainoastaan ensisijaisen sisäpiirin, joka on saanut tiedon haltuunsa suoraan liikkeeseenlaskijalta.¹⁷

Perinteinen esimerkki henkilömallin mukaisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on tilanne, jossa yhtiön ylimpään johtoon kuuluva henkilö tietää yhtiön tehneen odotettua paremman tuloksen ja käyttää tietoa hyväkseen hankkimalla yhtiönsä osakkeita ennen tuloksen julkistamista. Edellä kuvatun kaltaiseen toimintaan on esimerkiksi Suomessa puututtu kieltämällä sisäpiiriläisiä käymästä kauppaa yhtiön osakkeilla vähintään kahta viikkoa ennen tuloksen julkistamista. Tästä käytetään termiä suljettu ikkuna, jonka yhtiö voi halutessaan määrittää kahta viikkoa pidemmäksi. On tärkeä huomata, ettei kaupankäynti oman yhtiön osakkeilla sinällään ole sisäpiiriläisiltä kiellettyä, vaan kieltö kohdistuu julkistamattoman tiedon käyttöön.¹⁸

Sisäpiiriläiset voivat ennaltaehkäistä syytöksiä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä hankintaohjelmien avulla ja ajoittamalla kauppansa heti tuloksen julkistamisen jälkeiseen aikaan, jolloin markkinoilla on paras mahdollinen tieto kaikista yhtiön arvoon vaikuttavista seikoista.¹⁹ Henkilömallilla on Suomen lainsäädännössä vahva asema, mitä ilmentävät edellä mainitut suljetut ikkunat sekä julkinen ja yrityskohtainen sisäpiirirekisteri, joita käsitellään tarkemmin seuraavaksi.

2.1.1.1 Julkinen sisäpiirirekisteri

Liikkeeseenlaskija on AML 5 luvun mukaan velvollinen pitämään julkista rekisteriä sellaisten henkilöiden arvopaperiomistuksista, jotka säännöllisesti saavat sisäpiirintietoa. Tällaisia henkilöitä ovat ainakin pörssiyhtiön hallituksen jäsenet, toimitusjohtaja, tilintarkastaja sekä muut ylimpään johtoon kuuluvat henkilöt, joilla on säännöllinen pääsy sisäpiirintietoon.²⁰

Rekisteriin merkitään tiedot sisäpiiriläisen ja hänen lähipiirinsä omistamista liikkeeseenlaskijan arvopapereista sekä niihin liittyvistä johdannaissopimuksista. Lähipiiriin kuuluvat sisäpiiriläisen puoliso, hänen edunvalvonnassaan olevat vajaavaltaiset henkilöt sekä yhteisöt, joissa ilmoitusvelvollisella tai hänen muulla lähipiirillään on määräysvalta.

¹⁷ Annola 2005 s. 132

¹⁸ RL 51 luku 1 §

¹⁹ Helsingin pörssin sisäpiiriohje s. 12

²⁰ Finanssivalvonnan Standardi 5.3 Sisäpiiri-ilmoitukset ja -rekisterit s.12

Myös muut henkilöt, jotka asuvat vakituisesti sisäpiiriläisen luona, tulee ilmoittaa rekisteriin.²¹ Useimmiten tällaisia henkilöitä ovat avopuoliso ja kotona asuvat täysi-ikäiset lapset.

2.1.1.2 Yrityskohtainen sisäpiirirekisteri

Yrityskohtainen sisäpiirirekisteri ei ole julkinen ja se voidaan jakaa kahteen osaan, pysyvään- ja hankekohtaiseen sisäpiirirekisteriin.²² Pysyvään yrityskohtaiseen sisäpiirirekisteriin merkitään tiedot sellaisista henkilöistä, joilla on asemansa vuoksi pysyvä pääsy sisäpiirintietoon ja joita ei ole merkitty julkiseen rekisteriin. Julkinen ja yrityskohtainen rekisteri eroavat myös siinä, ettei yrityskohtainen rekisteri sisällä tietoja omistuksista tai lähipiiristä.²³

Hankekohtaiseen sisäpiirirekisteriin merkitään henkilöt, jotka saavat sisäpiirintietoa väliaikaisesti liittyen johonkin meneillään olevaan hankkeeseen. Tällaisia henkilöitä ovat esimerkiksi konsultit ja asianajajat.²⁴ Käsitetasolla hankerekisteri onkin yksinkertainen. Tulkintaongelmat liittyvät usein siihen, missä vaiheessa hankkeesta tulee sisäpiirintietoa ja hankerekisteri tulisi perustaa.²⁵ On kuitenkin syytä huomata, että hanke voi olla sisäpiirintietoa, vaikkei siitä olisikaan perustettu hankerekisteriä. Helsingin pörssin sisäpiiriohje määrittelee hankkeen seuraavasti: ”Hankkeella tarkoitetaan pörssiyhtiön toimesta luottamuksellisesti valmisteltavaa, yksilöitävissä olevaa toimenpidekokonaisuutta tai järjestelyä, jonka julkistaminen olisi omiaan olennaisesti vaikuttamaan pörssiyhtiön kaupankäynnin kohteena Pörssissä olevan arvopaperin tai siihen liittyvien arvopaperien arvoon.” Hanke voi olla esimerkiksi yrityskauppa tai laajentuminen uudelle markkinalle.

2.1.2 Tasapainomalli

Tasapainomalli lähestyy sisäpiirisäätelyä epäsymmetrisen informaation näkökulmasta. Malli ei ota kantaa eri henkilöiden asemaan markkinoilla, vaan keskittyy ainoastaan henkilöiden hallussa pitämään tietoon. Mallin hyvä puoli on, että siihen perustuva säätely on selkeää ja johdonmukaista. Ongelmana on kuitenkin se, ettei puhdas tasapainomalli huomioi tilanteita, joissa sisäpiirintiedon käyttö on hyväksyttävää. Tästä johtuen malli tarvitsee tuekseen joko henkilö- tai lähdemallia. Kukaan, joka on jollain tavalla saanut

²¹ AML 12 luku 4 §

²² Helsingin pörssin sisäpiiriohje s. 13

²³ Helsingin pörssin sisäpiiriohje s. 15

²⁴ Helsingin pörssin sisäpiiriohje s. 15

²⁵ Häyrynen, Parkkonen 2006, s. 63

haltuunsa muita markkinatoimijoita parempaa tietoa, ei saa hyödyntää sitä. RL 51 luvun säännökset edustavat tasapainomallia, sillä niissä sisäpiirintiedon väärinkäytön tekijäpiiriä ei ole rajattu. Rangaistavuuden edellytyksenä on kuitenkin, että henkilö tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa.²⁶

Tasapainomallissa ensisijainen suojeltava oikeushyvä on sijoittajien luottamus markkinoita kohtaan.²⁷ Kantavana ajatuksena on markkinoiden reiluus ja puolueettomuus. Tasapainomallilla on yhdessä henkilömallin kanssa vahva asema Suomen lainsäädännössä, sillä arvopaperimarkkinalain esitöiden mukaan lain ensisijainen tehtävä on turvata sijoittajien luottamus markkinoihin ja varmistaa tasapuolinen tiedonsaanti kaikille markkinaosapuolille.²⁸ Vaikka sisäpiirikauppaa voidaan pitää rikoksena vailla uhria, katsotaan sen heikentävän uskoa markkinoiden toimivuuteen. Mikäli sijoittajat pitävät markkinoita lähinnä uhkapelinä eivätkä reiluna ja rationaalisena toimintana, heijastuu tämä riskipremioihin ja hankaloittaa näin ollen listayhtiöiden pääoman saantia markkinoilta. Sijoittajat saattavat myös siirtää pääomiaan luotettavampiin ja vähäriskisempiin kohteisiin.²⁹

Kuten jo aiemmin on todettu, tulee puolueettomilla ja tehokkailla markkinoilla kaikilla sijoittajilla olla yhtä hyvät tiedot sijoituspäätöstensä tekemiseen.³⁰ Teoriasta käytetään termiä *equal access*. Yhdysvaltain oikeuskäytännössä *Equal access* -teoria on näkynyt keskeisesti *disclose or abstain* -säännön soveltamisena. Sääntö velvoittaa muita osapuolia parempaa tietoa hallussaan pitävää tahoja joko paljastamaan tiedon vastapuolelle tai pidättäytymään kaupankäynnistä. Sääntö nivoutuu osaltaan myös tuonnempana käsiteltävään *fiduciary duty* -teoriaan siten, että mikäli henkilö ei luottamusasemansa vuoksi voi paljastaa hallussaan olevaa tietoa, ei hänelle jää muuta vaihtoehtoa kuin jättää kaupat tekemättä.³¹

2.1.3 Lähdemalli

Lähdemalli kiinnittää huomiota nimensä mukaisesti siihen, mistä tieto on saatu. Olen-naista ei ole niinkään tiedon asymmetria, vaan esimerkiksi tiedon saaneen henkilön luottamusasema. Tällöin sisäpiirintiedon väärinkäytön moitittavuus perustuu tiedon käyttäjän ja lähteen välisen luottamussuhteen rikkomiseen.³² Sisäpiirintieto nähdään yhtiön omaisuutena, jolloin paheksuttavuuden syynä on yhtiön omaisuuden varastaminen ja laitton hyötyminen sen perusteella.

²⁶ Annola 2005 s. 138–142

²⁷ Ks. esim. Kotiranta 2014

²⁸ HE 27/2008, s. 2

²⁹ Kurenma 2003, s. 35–36

³⁰ Sjödin 2006 s. 210

³¹ Bainbridge 2000 s. 773

³² Annola 2005 s. 144–150

Malli ei ole Suomessa yhtä keskeinen sääntelyn lähtökohta kuin tasapaino- ja henkilmalli, sillä arvopaperimarkkinalain esitöissä³³ ei mainita tiedon lähteen ja sen saajan välistä luottamussuhdetta, vaan keskitytään sijoittajien luottamukseen markkinoita kohtaan. Yhdysvalloissa lähdemallilla sen sijaan on erittäin vahva asema, eikä henkilöä voida tuomita sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, ellei hän ole rikkonut juridista velvoitettaan jotakin tahoja kohtaan.³⁴ Seuraavassa esitellään kaksi lähdemallin taustalla vaikuttavaa teoriaa, *fiduciary duty* ja *misappropriation*.

2.1.3.1 *Fiduciary duty* -teoria

Fiduciary duty voidaan määritellä luottamusasemassa olevan henkilön velvollisuudeksi toimia yksinomaan edustamansa tahon parhaaksi saamatta toiminnastaan henkilökohdasta hyötyä ilman edustamansa tahon hyväksyntää.³⁵ Esimerkiksi pörssiyhtiön toimitusjohtajan tapauksessa yhtiö on uskonut liiketoiminnan johtamisen toimitusjohtajan tehtäväksi, mistä toimitusjohtaja saa työsopimuksessa sovitun palkkion. Jos toimitusjohtaja kuitenkin käyttää hyväkseen yhtiöltä saamaansa luottamuksellista tietoa hankkiakseen itselleen hyötyä, rikkoo hän yllä mainitun velvollisuuden työnantajaansa kohtaan.

Luottamusasemaan liittyvä velvollisuus voidaan jakaa kolmeen osaan: avoimuuteen, huolellisuuteen ja lojaaliuteen. Avoimuudella tarkoitetaan luottohenkilön velvollisuutta kertoa päämiehelleen kaikki olennainen informaatio, jota hän työtään hoitaessa saa käsiinsä.³⁶ Esimerkki avoimuusvelvollisuuden rikkomisesta voisi olla tilanne, jossa toimitusjohtaja tietää yhtiön varmistaneen merkittävän yrityskaupan, joka tulee nostamaan osakekurssia merkittävästi. Toimitusjohtaja käyttää tietoa hyväkseen ja ostaa yhtiönsä osakkeita. Koska yhtiö muodostuu omistajiensa varallisuudesta, voidaan toimitusjohtajan katsoa edustavan yhtiön omistajia. Näin ollen toimitusjohtaja rikkoo avoimuusvelvollisuuttaan jättäessään kertomatta osakkeet myyvälle omistajalle tulevasta yrityskaupasta. Avoimuusvelvollisuus ei kuitenkaan ole täysin ongelmaton, sillä sen perusteella ei voida kieltää osakkeiden myymistä sisäpiirintiedon perusteella, koska toimitusjohtaja ei tällöin välttämättä ole luottamussuhteessa kaupan vastapuoleen.

Toinen luottamusasemaan liittyvä velvollisuus on huolellisuus. Koska päämies uskoo luottohenkilön hoidettavaksi toimintansa kannalta tärkeitä tehtäviä, on perusteltua vaatia, että luottohenkilö hoitaa saamansa tehtävät mahdollisimman hyvin ja tunnollisesti.³⁷ Suo-
messakin lainsäädäntö heijastelee huolellisuusvaatimusta. Esimerkiksi RL 51 luvun

³³ HE 27/2008

³⁴ Boatright 2008, s. 144

³⁵ Boatright 2008, s. 39

³⁶ Boatright 2008 s. 40

³⁷ Boatright 2008 s. 40

mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön edellytyksenä on, että teko tehdään joko tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta.

Kolmantena velvollisuutena on lojaalisuus päämiestä kohtaan. Tällä tarkoitetaan luottohenkilön velvollisuutta toimia tavalla, joka on päämiehen kannalta edullisin. Vaatimus voi johtaa eturistiriitoihin tilanteissa, joissa sama henkilö toimii useamman pörssiyhtiön hallituksessa tai asianajajana usealle yhtiölle. Tämä velvollisuus myös kieltää hankkimasta henkilökohtaista hyötyä päämiehen kustannuksella.³⁸ Kaupankäynti yhtiön osakkeilla sisäpiirintiedon perusteella on tästä hyvä esimerkki, sillä kuten aiemmin on todettu, voidaan julkistamatonta tietoa pitää yhtiön omaisuutena, jolloin sen luvaton käyttö oman edun hankkimiseksi on lojaliteettivelvollisuuden perusteella tuomittavaa.

Fiduciary duty -teoria suojaa ennen kaikkea yhtiöitä, joiden osakkeilla käydään kauppaa pörssissä. Koska teoria edellyttää luottamussuhdetta tiedonkäyttäjän ja lähteen välillä, ei se välttämättä kata kaikkia toissijaisen sisäpiirin tekemiä kauppoja, joissa on käytetty sisäpiirintietoa. Toisaalta tämä on osittain tarkoituksellista, sillä teoriaa kehittäessään Yhdysvaltain korkein oikeus on halunnut kannustaa sijoittajia hankkimaan tietoa.³⁹ Teoria on sittemmin laajentunut kattamaan myös osan toissijaisesta sisäpiiristä. Yhdysvalloissa henkilö voidaan tuomita sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, jos hän on saanut tiedon taholta, joka on rikkonut *fiduciary duty* -velvoitteensa, vaikkei hänellä itsellään olisi suoraan luottamussuhdetta yhtiöön.⁴⁰

Vaikka *fiduciary duty* -teoria käsitelläänkin tässä tutkielmassa lähdemallin yhteydessä, on syytä huomata, että teorialla on myös vahvat yhtymäkohdat henkilömalliin, sillä sen keskiössä on henkilön luottamusasema ja sisäpiirintiedon hyväksikäytön moitittavuus perustuu kyseisen aseman hyödyntämiseen.⁴¹ Toisaalta mallissa keskitytään tiedonkäyttäjän ja tiedonlähteen väliseen luottamussuhteeseen, jolloin selvyyden vuoksi on perusteltua esitellä malli tässä yhteydessä. Tätä järjestystä puoltaa myös seuraavaksi esiteltävä *misappropriation* -teoria, joka on kehittynyt *fiduciary duty* -teorian pohjalta.

2.1.3.2 *Misappropriation*-teoria

Misappropriation-teoriaa voidaan pitää *fiduciary duty* -teorian laajenuksena. Teorian tausta on Yhdysvaltain oikeuskäytännössä, jossa pelkän *fiduciary duty* -teorian soveltaminen aiheutti ongelmia tilanteissa, joissa kaupankävijällä ei ole varsinaista luottamussuhdetta kaupankäynnin kohteena olevaan yhtiöön tai sen omistajiin, mutta hän kuitenkin

³⁸ Boatright 2008 s. 40

³⁹ Kurenmaa 2003, s. 44—45

⁴⁰ Kurenmaa 2003, s. 40—44

⁴¹ Annola 2005 s. 134—135

väärinkäyttää yhtiön omistamaa tietoa.⁴² Teoria alkoi muotoutua kuuluisan *Chiarella*-tapauksen yhteydessä, jossa painotalon työntekijä oli saanut haltuunsa tietoa tulevasta ostotarjouksesta ja hankki tämän tiedon perusteella kohdeyhtiön osakkeita. Chiarella todettiin syyttömäksi, koska hänellä ei ollut *fiduciary duty* -teorian mukaista luottamussuhdetta kohdeyhtiöön tai sen omistajiin.⁴³

Misappropriation-teoria syntyi erään korkeimman oikeuden tuomarin jättämästä erivästä mielipiteestä, jonka mukaan Chiarellan toiminta oli tuomittavaa, koska hän käytti väärin työnantajalleen uskottua tietoa ja näin ollen rikkoi *fiduciary duty* -velvoitteensa työnantajaansa kohtaan.⁴⁴ Keskeinen ero teorioiden välillä on, että *misappropriation*-teoriassa sisäpiirintiedon käytön paheksuttavuus perustuu ennen kaikkea tietovarkauteen.⁴⁵

Teorian ongelmaksi nousee määrittää, kenen omaisuutta tieto on. Suurimmassa osassa tapauksista omistusoikeus on riidaton, sillä esimerkiksi tieto uudesta keksinnöstä voidaan selkeästi katsoa kuuluvan yhtiölle, mutta tieto odotettua paremmasta tuloksesta ei välttämättä ole yhtä yksiselitteisesti yhtiön omaisuutta. Toinen ongelma teoriassa on se, että mikäli sisäpiirintieto nähdään immateriaalioikeutena, voisi yhtiö periaatteessa halutesaan sallia työntekijöidensä käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen osakekaupoissa ja tarjota näin edullisen lisäkannustimen yritykselle hyödyllisen informaation hankkimiseen.⁴⁶ Ongelmistaan huolimatta teoria on saanut entistä vahvemmin jalansijaa Yhdysvaltain oikeuskäytännössä.⁴⁷

2.2 Sisäpiirintiedon ulottuvuudet

Sisäpiirintieto määritellään AML 12 luvun 2 §:ssä julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyväksi täsmälliseksi tiedoksi, jota ei ole julkistettu tai se ei ole muuten julkisesti saatavilla ja on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Näitä kolmea ulottuvuutta, olennaisuutta, täsmällisyyttä ja julkistamattomuutta, käsitellään tarkemmin alla.

Jotta kyseessä olisi RL 51 luvun 1 §:ssä tarkoitettu sisäpiirintiedon väärinkäyttö, tulee teon tapahtua hyötymistarkoituksessa, joko hankkimalla kyseessä olevaa arvopaperia omaan tai toisen lukuun taikka neuvomalla toista suoraan tai välillisesti tekemään kaupaa kyseisellä arvopaperilla. On keskeistä huomata, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöön

⁴² Bainbridge 2000, s. 775—776

⁴³ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)

⁴⁴ Sjödin 2006 s. 217—218

⁴⁵ Kurenmaa 2003 s. 46—49

⁴⁶ Boatright 2008 s. 144

⁴⁷ Bainbridge 2000 s. 776

voi syyllistyä myös yhtiön sisäpiirirekisteriin merkitsemätön henkilö, mikäli tämä on jostain kautta saanut haltuunsa sisäpiirintietoa.⁴⁸

Vaikka tässä luvussa sisäpiirintiedon ulottuvuuksia käsitelläänkin lähinnä Suomen lainsäädännön näkökulmasta, on sisäpiirintiedon määritelmä Yhdysvalloissa hyvin samankaltainen.⁴⁹ Jottei sisäpiirintiedon käsite ulottuvuuksineen jäisi vain abstraktiksi juridiseksi kehitelmäksi, käsitellään ne tässä erään oikeustapauksen⁵⁰ kautta. Alla lainaus virallisen syyttäjän rangaistusvaatimuksesta Helsingin kärjäoikeudessa:

Syyttäjä lausui syytteessään, että L oli Helsingissä Vakuutusyhtiö Sampo Oyj:n (Sampo) toimitusjohtajana ja Sampo-konsernin pääjohtajana ollut laatimassa yhtiön tulevaisuuden strategioita, joihin oli olennaisena osana liittynyt Sammon tavoite saada määräysvalta Pohjola-Yhtymä Vakuutus Oyj:ssä (Pohjola). Näihin suunnitelmiin liittyen L oli ollut tekemässä neuvottelutarjousta Keskinäinen Henkivakuutusyhtiö Suomelle (Suomi-yhtiö) 24.5.1999. Neuvottelutarjous oli Pohjolan osakkeiden hankkimisen lisäksi koskenut Suomi-yhtiön ja Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kalevan (Kaleva) yhdistämistä. Tarjouksessaan Sampo ilmoitti, että mikäli Suomi-yhtiö päätti myydä omistamansa Pohjolan osakkeet, Sampo oli halukas neuvottelemaan niiden ostamisesta. Suomi-yhtiön hallitus ja hallintoneuvosto olivat 25.5.1999 käsitelleet neuvottelutarjousta kokouksissaan ja Sammon kanssa oli 25.5.1999 sovittu ensimmäiseksi neuvotteluajankohdaksi 8.6.1999.

L oli 28.5.1999 hankkinut alaikäisen tyttärensä nimiin 600 kappaletta Pohjolan B-osaketta 44,80 euron kappalehintaan eli yhteensä 26 880 eurolla. L oli edelleen 7.6.1999 hankkinut määräysvallassaan olevan yhtiön nimiin 600 kappaletta Pohjolan edellä mainittuja osakkeita, joista 200 kappaletta 42,75 euron ja 400 kappaletta 42,80 euron hintaan. Hankinnan yhteisarvo oli ollut yhteensä 25 670 euroa.

Toimitusjohtaja L tuomittiin kärjäoikeudessa sisäpiirintiedon väärinkäytöstä 30 päiväsakkoon. Hän kuitenkin valitti tuomiosta hovioikeuteen, joka kumosi kärjäoikeuden tuomion. Hovioikeuden mukaan L:n hallussa pitämä tieto oli olennaista ja täsmällistä, mutta tiedon katsottiin kuitenkin olleen jo julkista L:n tehdessä kaupat osakkeilla. Syyttäjä valitti hovioikeuden päätöksestä korkeimpaan oikeuteen, joka oli yhtä mieltä kärjäoikeuden päätöksen kanssa ja tuomitsi L:n maksamaan 30 päiväsakkoa. Seuraavassa

⁴⁸ Häyrynen, Parkkonen 2006, s. 25

⁴⁹ SEA, Sec. 20(a): Pykälässä käytetään termiä “material non-public information”. *Material*-määritteen voidaan tässä yhteydessä katsoa kattavan sisäpiirintiedon olennaisuus- ja täsmällisyysvaatimukset.

⁵⁰ KKO 2006:110 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö

esitellään sisäpiirintiedon kolme ulottuvuutta ja käydään samalla läpi korkeimman oikeuden perusteluja L:n tuomitsemiselle.

2.2.1 *Julkistamattomuus*

Jotta tietoa voitaisiin pitää sisäpiirintietona, tulee sen olla julkistamatonta tai muuten sel-laista, ettei sitä ole julkisesti saatavilla.⁵¹ Julkistamattomuusvaatimuksesta voidaan myös käyttää termiä saatavuuskriteeri.⁵² Tässä esityksessä käytetään kuitenkin termiä julkista-mattomuus, koska se kuvaa paremmin sisäpiirintiedon luonnetta tietona, joka ei ole ylei-
sesti saatavilla.

Kun verrataan väitettyä sisäpiirintietoa julkisesti saatavilla olevaan informaatioon, tu-lee esiin kaksi keskeistä näkökulmaa. Ensinnäkin tulee arvioida, onko julkinen informaatio asiallisesti sama, kuin väitetty sisäpiirintieto. Mikäli näin ei ole, siirrytään tarkastelemaan sisäpiirintiedon muita elementtejä.⁵³ Mikäli tiedot vastaavat asiallisesti toisiaan, tu-lee arvioitavaksi myös tiedon luotettavuus.⁵⁴

Tiedon asiallinen julkistamattomuus jakautuu kolmeen osaan, julkistamispaikkaan, julkistamistapaan ja tiedon sisällölliseen laajuuteen. Julkistamistavan hyväksyttävyyttä arvioitaessa noudatetaan niin kutsuttua prosessointiperiaatetta, jonka mukaan tieto on tul-lut julkiseksi, kun se on ollut kaikkien markkinatoimijoiden saatavilla, vaikka kaikki toi-mijat eivät olisikaan tietoa huomanneet. Julkistamiskanavana pörssitiedotteen asema on kiistaton ja sen voidaan katsoa olevan markkinoiden tiedossa heti julkistamishetkellä. Prosessointiperiaatteella pyritään kannustamaan sijoittajia aktiiviseen tiedonhankintaan ja täten parantamaan markkinoiden informaatiotehokkuutta. Esimerkiksi valtakunnalli-
sessa sanomalehdessä julkaistu tieto toimitusjohtajan erottamisesta katsotaan julkiseksi, vaikka kaikki sijoittajat eivät olisikaan lehteä lukeneet.⁵⁵ Sanomalehti ei tosin ole aivan yksiselitteisesti kelvollinen julkistamiskanava, vaan sen tulee olla riittävän uskottava ja laajalevikkinen.⁵⁶ Esimerkiksi pieni paikallislehti, kuten Ulvilan Seutu, ei välttämättä ole riittävän laajalevikkinen poistaakseen tiedon sisäpiirilunnon, toisin kuin vaikkapa Hel-singin Sanomat, jossa esimerkiksi tapaukseen KKO:2006:110 liittyvä Kalevan toimitus-
johtajan haastattelu oli julkaistu.

Julkistamispaikan arviointi poikkeaa osittain yllä mainitusta prosessointiperiaatteesta, mikä näkyy esimerkiksi arvopaperimarkkinain esitöissä, joissa vaaditaan tiedon olevan

⁵¹ AML 12 luku 2 §

⁵² Annola 2007, s. 3

⁵³ Annola 2007, s. 8

⁵⁴ Annola 2007, s. 12

⁵⁵ Knuts 2011, s. 66

⁵⁶ Annola 2007 s. 6

asianmukaisesti julkistettu tai muuten tosiasiallisesti saatavilla, jotta se menettäisi sisäpiiriluonteensa. Esimerkiksi viranomaisilla olevaa sinänsä julkista tietoa ei välttämättä katsota sisäpiirisääntelyn kannalta julkistetuksi, mikäli se on erityisen hankalasti saatavissa.⁵⁷ Tämän voidaan katsoa johtavan sisäpiirintiedon määritelmän osittaiseen hämärtymiseen, koska ei voida olla täysin varmoja, milloin viranomaisilla oleva tieto on riittävän helposti kaikkien saatavilla. Tämä puolestaan hankaloittaa markkinatoimijoiden aktiivista tiedonhankkimista.⁵⁸ Aiempänä esitetty esimerkki sanomalehden riittävän laajasta levikistä edustaa myös samaa problematiikkaa ja rajanvedon hankaluutta.

Tiedon julkitulolaajuudella tarkoitetaan sitä, vastaako julkistettu informaatio olennaisilta osin väitettyä sisäpiirintietoa. Tämä epätasapaino sisäpiirintiedon ja julkisen informaation välillä on aivan sisäpiirintiedon määritelmän ytimessä.⁵⁹ Selkeimmän kuvan riittävän ja riittämättömän julkitulolaajuuden välisestä rajanvedosta saa luvun alussa mainitun oikeustapauksen kautta, jota avataan alla.

Tapauksessa KKO:2006:110 teon tuomittavuuden arviointi perustui erityisesti siihen, oliko tieto Sammon halukkuudesta hankkia määräysvalta Pohjolassa markkinoilla yleisesti tiedossa L:n hankkiessa osakkeita tyttärensä ja omistamansa yhtiön nimiin. Hovioikeuden mukaan Sammon aiheesta antama pörssitiedote⁶⁰ oli tulkinnanvarainen, eikä se suoranaisesti sisältänyt tietoa siitä, että Sampo olisi ollut kiinnostunut hankkimaan myös Suomi-yhtiön omistamat Pohjolan osakkeet. Pörssitiedotetta seuraavana päivänä Sammon johtoryhmään kuulunut Kalevan toimitusjohtaja oli kuitenkin antanut Helsingin Sanomille haastattelun, jossa kerrottiin Suomi-yhtiön Pohjola-osakkeiden kiinnostavan erityisesti Sampoa. Tästä syystä hovioikeus katsoi tiedon olleen markkinoiden tiedossa ja vapautti näin ollen L:n syyteestä.

Korkein oikeus oli kuitenkin eri mieltä hovioikeuden kanssa, sillä se katsoi Kalevan toimitusjohtajan haastattelun sisältäneen selvästi niukempaa tietoa Sammon suunnitelmista yritysjärjestelyistä kuin mitä L:llä oli hallussaan. Korkein oikeus perusteli päätöksensä sillä, ettei Pohjolan osakekurssi ollut merkittävästi reagoinut haastattelussa julkistettuihin tietoihin. Tästä syystä korkein oikeus tuomitsi L:n maksamaan käräjäoikeuden määräämät 30 päiväsakkoa.

Sisäpiirintiedon julkistamattomuuden kannalta mielenkiintoista on myös niin kutsuttu metatieto, jolla tarkoitetaan tietoa tiedosta. Metatietoa voi olla esimerkiksi tieto siitä, milloin yhtiö julkistaa negatiivisen tulosvaroituksen. Tällaista tietoa hallussaan pitävä

⁵⁷ HE 254/1998, s. 33

⁵⁸ Knuts 2011, s. 71—73

⁵⁹ Knuts 2011, s. 78

⁶⁰ Tiedotteessa todettiin seuraavaa: ”Keskinäinen Vakuutusyhtiö Kaleva ja Vakuutusyhtiö Sampo Oyj ovat ehdottaneet neuvottelujen aloittamista Keskinäisen Henkivakuutusyhtiön Suomen kanssa. Kaleva ja Sampo ovat tehneet neuvottelutarjouksen viitaten Suomi-yhtiön ilmoitukseen jatkaa Pohjola-Yhtymä Vakuutus Oyj:n ehdottaman Suomi-yhtiön vakuutuskannan siirron ja muiden vaihtoehtojen valmistelua vakuutuksenottajien etujen mukaisesti siten, että asiaa koskevat ehdotukset tuodaan viimeistään kuluvan vuoden aikana yhtiön hallintoelinten käsittelyyn.” (Lähde: Vakuutusyhtiö Sampo Oyj:n pörssitiedote 25.5.1999)

henkilö voi hyötyä tiedostaan olemalla valmiina myymään osakkeitaan heti tulosvaroituksen tultua julki, mutta ennen kuin markkinat ovat vielä ehtineet reagoida informaatioon. Kuten aiemmin todettiin, katsotaan pörssitiedotteessa julkaistun informaation olevan markkinoiden saatavilla samalla sekunnilla, kuin se julkaistaan, joten esimerkkihenkilömme ei siis voi syyllistyä pörssitiedotteessa olevan tiedon väärinkäyttöön myydessään osakkeitaan heti sen julkaisun jälkeen. Sen sijaan hänen tietonsa tulosvaroituksen julkaisuajankohdasta voidaan arvioida erillisenä tietona, joka puolestaan on julkistamatonta, täsmällistä ja olennaista. Kysymykseen tuleekin se, milloin tiedosta tulee niin epäolennaista, ettei sitä enää voida pitää sisäpiirintietona.⁶¹ Tätä tiedon olennaisuuteen liittyvää problematiikkaa käsitellään laajemmin seuraavaksi.

2.2.2 *Olennaisuus*

Sisäpiirintiedon olennaisuudella tarkoitetaan sitä, että tieto on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan.⁶² Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat voidaan jakaa yhtiön kannalta ulkoisiin ja sisäisiin.⁶³ Ulkoiset seikat ovat toimintaympäristöön liittyviä tekijöitä, kuten raaka-aineiden hintoja tai korkotason muutoksia. Tieto yhtiön arvoon ulkoisesti vaikuttavista tekijöistä on yleensä kaikkien markkinoilla toimivien saatavilla, eikä yhtiö voi niihin itse vaikuttaa, joten tältä osin ne eivät ole sisäpiirisääntelyn kannalta erityisen keskeisiä. Sisäiset seikat sen sijaan ovat yhtiön itsensä tuottamia ja sisältävät esimerkiksi suunnitelmia tulevista yritysjärjestelyistä tai uusista tuotteista. Julkistamattomat sisäiset tekijät ovatkin sisäpiirisääntelyn keskeinen kiinnostuksen kohde, joten seuraavassa keskitytään erityisesti näiden seikkojen tarkasteluun.

Arvioitaessa väitetyt sisäpiirintiedon olennaisuutta, käytetään apuna oletusta järkevistä sijoittajasta, joka toimii huolellisesti ja ottaa sijoituspäätöksessään huomioon kaiken saatavissa olevan tiedon.⁶⁴ Kyseisen tiedon ei kuitenkaan tarvitse olla ainoa tai edes määräävä tekijä sijoituspäätöksessä, vaan riittää että se olisi ollut osana järkevästi toimivan sijoittajan päätöksentekoprosessia. Tiedon olennaisuus ei myöskään edellytä, että hinnanmuutoksen suunta olisi etukäteen tiedossa. Olennaisuuden määritelmä on myös siltä osin hyvin laaja, ettei se edes edellytä varsinaista muutosta arvopaperin hinnassa, vaan riittää, että samankaltaisen tiedon julkistamisella on yleensä vaikutusta siihen

⁶¹ Knuts 2011, s.63—65

⁶² AML 12 luku 2 §

⁶³ Ruoho 2003, s. 115

⁶⁴ EPNAs (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta, art. 12

liittyvän arvopaperin hintaan. Yleensä jo muutaman prosentin hinnanmuutosta voidaan pitää olennaisena.⁶⁵

Ongelmallista olennaisuuden määritelmässä onkin, se että sisäpiirintieto on jo määritelmänsä puolesta julkistamatonta tietoa, joten sen hintavaikutusta on mahdoton näyttää toteen, jolloin joudutaan aina turvautumaan arvioon.⁶⁶ Arviointia voidaan lähestyä abstraktista tai markkinalähtöisestä näkökulmasta. Näkökulmien keskeinen ero on, missä määrin toteutuneille olosuhteille annetaan painoarvoa.⁶⁷ AML:n mukaisessa sisäpiirintiedon määritelmässä ilmaus ”*on omiaan*” viittaa abstraktiin arviointiin, jossa olennaisuutta arvioidaan sen mukaan, mitä yleensä olisi voinut tapahtua, eikä niinkään sitä, mikä tilanne tosiasiaassa oli.

Tulkintaa voidaan lähestyä myös markkinalähtöisesti. Tätä lähestymistapaa edustaa edellä mainittu oletus järkevästä sijoittajasta, jolloin arvioinnissa annetaan enemmän painoa todellisille olosuhteille. Tämä voidaan nähdä arvopaperimarkkinoiden kannalta luonnollisempaa tulkintatapana, sillä kyseessä on dynaaminen toimintaympäristö, jossa korostuu nimenomaan toimijoiden aktiivinen tiedonhankinta ja tilanteenmukainen toiminta.⁶⁸

Tulkintakysymykset liittyvät usein siihen, missä määrin järkevän sijoittajan voidaan kohtuudella olettaa ottavan selvää saamansa tiedon sisäpiiriluonteesta. Arviointiin vaikuttaa ennen kaikkea henkilön asema ja kokemus arvopaperimarkkinoista. Esimerkiksi yhtiön johdon voidaan olettaa olevan keskivertosijoittajaa tarkemmin selvillä siitä, mikä on yhtiön kannalta olennaista tietoa.⁶⁹

AML 6 luvun 4 §:ssä säädetään julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, jonka mukaan liikkeeseenlaskijan tulee ilman aiheetonta viivytystä julkistaa kaikki arvopaperin arvoon tai hintaan olennaisesti vaikuttavat seikat. Valmisteilla olevat asiat, kuten suunnitellut yrityskaupat, on kuitenkin rajattu tiedonantovelvollisuuden ulkopuolelle, jolloin ne ovat julkistamiseen asti sisäpiirintietoa.⁷⁰

Tapaus KKO:2006:110 on hyvä esimerkki yritysjärjestelyihin liittyvästä sisäpiirintiedosta. Tiedon olennaisuuden näkökulmasta tapaus on selkeä, sillä toteutuessaan yrityskaupat yleensä nostavat kohdeyhtiön pörssikurssia tuntuvasti johtuen ostajan osakkeesta maksamasta premiosta. Korkein oikeus katsoi olennaisuusvaatimuksen täyttyvän myös siksi, että L:llä oli hallussaan muita markkinoilla toimivia tahoja huomattavasti tarkempaa tietoa yritysjärjestelyn toteutumisen todennäköisyydestä. Tältä osin tiedon olennaisuus liittyy kiinteästi seuraavaksi käsiteltävään täsmällisyyteen.

⁶⁵ HE 254/1998, s. 35

⁶⁶ Knuts 2011, s. 90

⁶⁷ Knuts 2011, s. 95

⁶⁸ Knuts 2011, s. 96

⁶⁹ Ruoho 2003, s. 132

⁷⁰ Häyrynen, Parkkonen 2006 s. 18

2.2.3 Täsmällisyys

Sisäpiirintiedon kolmas ominaisuus on, että tieto on riittävän täsmällistä, jotta sitä voidaan käyttää sijoituspäätöksen tukena. Sisäpiirisääntelyn näkökulmasta vaatimus tiedon täsmällisyydestä eroaa osittain arkikielestä, sillä melko epävarmakin tieto voidaan katsoa sisäpiirisääntelyssä täsmälliseksi.⁷¹ Esimerkiksi tietoa siitä, että yhtiö suunnittelee merkittävää yritysjärjestelyä, voidaan pitää täsmällisenä, vaikkei järjestelyn toteutuminen olisikaan varmaa tai edes erityisen todennäköisiä.⁷² Riittää, että tiedon toteutumiselle on olemassa tosiasiallinen mahdollisuus.⁷³ Tiedon täsmällisyys kytkeytyykin läheisesti olennaisuusvaatimukseen, minkä takia näitä kahta tekijää tulee tarkastella kokonaisuutena. Tiivistettynä voidaan todeta, että epävarmakin tieto on täsmällistä, mikäli se vaikuttaisi toteutuessaan olennaisesti osakkeen arvoon.⁷⁴

Samoin kuin olennaisuutta, arvioidaan täsmällisyyttäkin järkevän ja huolellisen sijoittajan kautta. Tiedon voidaan katsoa olevan riittävän täsmällistä, mikäli järkevä sijoittaja olisi pitänyt sen toteutumista tosiasiallisesti mahdollisena. Vaatimuksena ei myöskään ole, että hinnanmuutoksen suunta olisi etukäteen tiedossa.⁷⁵ Näin ollen täsmällisyysvaatimuksen kannalta mielenkiintoisinta on tulevaisuuteen suuntautuvaa tietoa, sillä jo toteutuneisiin seikkoihin liittyvää tietoa voidaan pitää hyvinkin täsmällisenä. Historiallisen tiedon arvioinnissa kyse onkin ensisijaisesti julkistamattomuudesta ja olennaisuudesta.⁷⁶

Tulevaisuuteen suuntautuvan tiedon keskeisyys sisäpiirisääntelyssä voidaan johtaa rahoitusteoriasta, jonka mukaan minkä tahansa arvopaperin tai muun varallisuuserän arvo muodostuu sen tulevaisuudessa tuottamien kassavirtojen nykyarvosta.⁷⁷ Näin ollen sisäpiirintieto voidaan myös mieltää sen tuottaman tiedollisen etumatkan nykyarvona, joka muodostuu kahdesta osatekijästä, tiedon toteutumisvarmuudesta ja tiedon merkittäväydestä, mikäli se toteutuisi.⁷⁸ Alla oleva kuvio havainnollistaa näiden kahden osatekijän vaikutusta.

⁷¹ Knuts 2011, s. 46

⁷² Häyrynen, Parkkonen 2006 s. 19

⁷³ HE 137/2004, s. 60

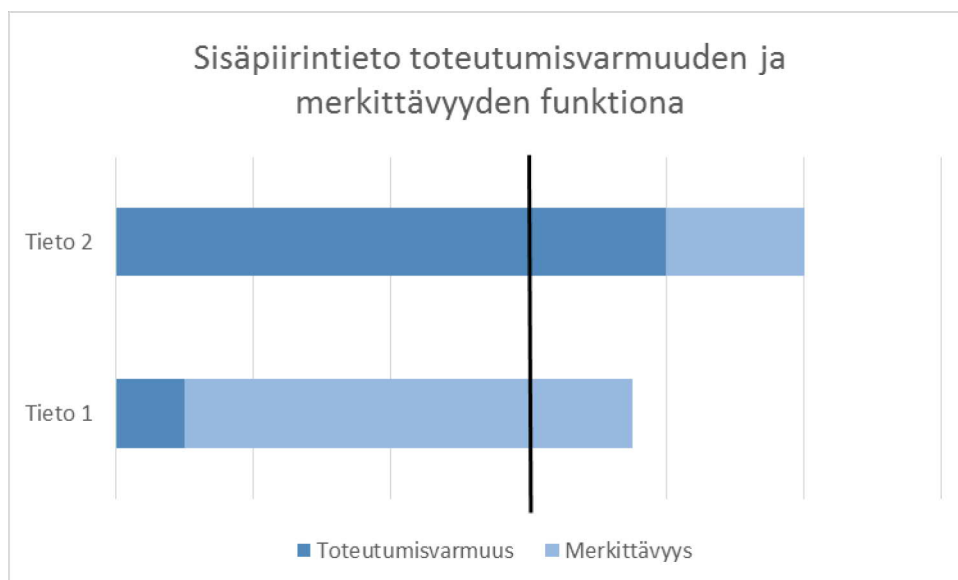
⁷⁴ Knuts 2011, s. 47

⁷⁵ Häyrynen, Parkkonen 2006, s. 21

⁷⁶ Knuts 2011, s. 48 alaviite 112

⁷⁷ Ks. esim. Gordon, Shapiro 1956, s. 104

⁷⁸ Ks. esim. Knuts 2011, s. 50



Kuvio 1 Sisäpiirintieto toteutumisvarmuuden ja merkittävyyden funktiona

Kuviossa esitetään kaksi erilaista tyyppitilannetta, jotka molemmat voidaan katsoa sisäpiirintiedoksi. Kuviossa näkyvä musta viiva kuvaa rajaa, jossa sisäpiirintiedon olennaisuuden ja täsmällisyyden vaatimukset täyttyvät. Tieto 1 voisi olla esimerkiksi tieto suunnitteilla olevasta yrityskaupasta, joka toteutuessaan parantaisi ostajan markkina-asemaa huomattavasti, mutta johon vielä liittyy suurta epävarmuutta. Tämä esimerkki havainnollistaa hyvin ylempänä esitettyä vaatimusta, jonka mukaan tietoa voidaan pitää täsmällisenä, jos sen toteutumiseen on olemassa tosiasiallinen mahdollisuus. Tieto 2 puolestaan voisi olla vaikkapa julkisuusvaatimuksen yhteydessä käsitelty metatieto tulosvaroituksen julkaisuajankohdasta, jonka toteutuminen on käytännössä täysin varmaa, mutta sen merkittävyys varsinkin pitkällä aikavälillä on vähäinen.

Tapauksessa KKO:2006:110 korkein oikeus päätyi tulkintaan, jonka mukaan tietoa Sammon halukkuudesta hankkia määräysvalta Pohjolassa, voidaan pitää täsmällisenä toteutumiseen liittyvästä epävarmuudesta huolimatta, sillä kauppa olisi toteutuessaan koko Suomen vakuutus- ja rahoitusalan kannalta merkittävä. Lain tulkitseminen täsmällisyysvaatimuksen osalta ei ole täysin ongelmaton, sillä asioista jälkikäteen puitaessa on erittäin vaikea todeta, miten todennäköisenä tiedon toteutumista voitiin tapahtumahetkellä pitää.⁷⁹ KKO:n ratkaisu tukee aiemmin esitettyä teoriaa siitä, että epävarmakin tieto voi olla riittävän täsmällistä. Keskeistä onkin tehdä ero markkinahuhujen ja oikeasti toteuttamiskelpoisten suunnitelmien välille.⁸⁰

⁷⁹ Knuts 2011, s. 52

⁸⁰ Häyrynen 2007, s. 849

2.3 Käytännön problematiikkaa muutamissa erityistapauksissa

Tässä luvussa käsitellään kolmea tyyppitilannetta, joissa liikutaan hyväksyttävän ja kielletyn sisäpiirintiedon käytön rajamailla. Tarkoituksena on kuvata erilaisia järjestelyitä sekä niihin liittyviä laintulkinnallisia haasteita käyttäen apuna oikeuskäytäntöä siltä osin kuin se on mahdollista. Oikeuskäytäntö on sangen vähäistä varsinkin johdannaissopimuksiin liittyen, mistä johtuen johdannaissopimusten käsittelevässä alaluvussa lähinnä esitellään erinäisiä järjestelyjä, joilla sisäpiirisääntöksiä voidaan pyrkiä kiertämään. Tarkoitus ei ole esittää yksiselitteisiä tulkintaohjeita näihin tilanteisiin, vaan lähinnä havainnollistaa sisäpiirisääntösten tulkintaan ja valvontaan liittyviä haasteita.

2.3.1 *Yhtiön omien osakkeiden hankkiminen*

Yhtiö voi hankkia omia osakkeitaan markkinoilta käyttääkseen niitä esimerkiksi maksuvälineenä yrityskaupoissa tai kehittääkseen pääomarakennettaan.⁸¹ Lisäksi osakkeiden takaisinostoa voidaan käyttää osinkoa joustavampana voitonjaon muotona, jonka etuna on myös se, ettei osakkeiden ostaminen osingonjaon tavoin laske osakekurssia. Takaisinostot voivat olla myös osinkoa verotuksellisesti edullisempi tapa jakaa voittoa omistajille. Tällöin voittoja käteisenä haluavat omistajat myyvät osan osakkeistaan yhtiölle ja saavat vastineeksi rahaa, josta maksetaan luovutusvoittovero. Omistajat, jotka puolestaan eivät tarvitse käteistä rahaa, voivat lykätä voiton verotusta pitämällä osakkeensa itsellään ja saavat näin osuutensa voitosta osakkeidensa arvonnousuna, joka tulee verotettavaksi vasta, kun osakkeet joskus realisoidaan.⁸² Koska takaisinostot nostavat osakekurssia, voidaan niitä käyttää myös yritysvaltaukselta suojautumiseen. Samasta syystä takaisinostot ovat myös kätevä tapa kohottaa johdon työsuhdeoptioiden arvoa ja hankkia samalla osakkeita, joilla optiosopimusten veloitteet katetaan.⁸³

Sisäpiirisääntelyn kannalta mielenkiintoisin syy takaisinostolle lienee kuitenkin osakkeen alihinnoittelun signaali. Ideana on, että kun yhtiön johto katsoo kurssin olevan osakkeen todellista arvoa matalammalla, yhtiö hankkii omia osakkeitaan markkinoilta. Koska yhtiön johdolla on aina markkinoita parempaa tietoa osakkeen arvoon vaikuttavista seikoista, voivat yhtiön johto ja hallitus pyrkiä näin ollen hyötymään hinnoitteluvirheestä.⁸⁴

Yhdysvalloissa välillinen sisäpiirikauppa on sangen yleistä, sillä yhtiön pysyvillä sisäpiiriläisillä on tiukat julkistamisvelvollisuudet tekemistään osakekaupoista, mutta

⁸¹ Häyrynen 2006 b, s. 162

⁸² Ks. esim. Fried 2014, s. 812

⁸³ Dittmar 2000, s. 333—335

⁸⁴ Stewart 1976, s. 911—912

yhtiöllä itsellään taas ei.⁸⁵ Yhtiön johtohenkilöt ja merkittävät osakkeenomistajat, jotka omistavat yli 10 % yhtiön osakkeista, joutuvat ilmoittamaan SEC:lle (*Securities and Exchange Commission*) kaikki kohdeyhtiön osakkeilla tekemänsä kaupat kahden päivän kuluessa transaktiosta.⁸⁶ Näin ollen kiinnijääminen suorasta sisäpiirikaupasta on melko todennäköistä, vaikkei ilmoitusvelvollisuuden noudattamista täysin pystytäkään valvomaan.⁸⁷

Yhtiö puolestaan täyttää julkistamisvelvollisuutensa ilmoittamalla osavuositarkastuksessaan kunkin kuukauden aikana hankittujen osakkeiden lukumäärän ja keskipurssin. Näin ollen yhtiö voi pitää tekemänsä kaupat salassa jopa neljä kuukautta, minkä seurauksena on vaikeaa määrittää oliko yhtiöllä kaupantekohetkellä hallussaan julkistamatonta, osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavaa tietoa, jolloin tieto olisi joko pitänyt julkistaa ennen kauppia tai jättää kaupat tekemättä. Johto ja hallitus voivat käyttää yhtiön löyhempää julkistamisvelvollisuutta hyödykseen hankkimalla yhtiölle sen omia osakkeita, jolloin ulkona olevien osakkeiden määrä vähenee ja yhtiön varallisuus jakautuu näin ollen pienemmälle osakemäärälle, mikä hyödyttää sijoittajia, jotka eivät myyneet osakkeitaan.⁸⁸

Suomessa liikkeeseenlaskijalla on Yhdysvalloista poiketen tiukka julkistamisvelvollisuus omilla osakkeillaan tekemistään kaupoista, sillä yhtiön on ilmoitettava jokainen transaktio ennen seuraavan kaupankäyntipäivän alkua.⁸⁹ Koska kaupat julkistetaan nopeasti, on Suomessa Yhdysvaltoja helpompi todeta, onko yhtiöllä kaupantekohetkellä ollut käytössään sisäpiirintietoa ja onko kaupankäynnissä käytetty kyseistä tietoa hyväksi. Tulokinnanvaraista onkin lähinnä se, onko yhtiö sisäpiiriläinen omien osakkeidensa suhteen. Asiaa voidaan lähestyä kahdella tavalla. Toisaalta yhtiön voidaan katsoa edustavan omistajiaan, jolloin omistajan etu on yhtiön etu ja päinvastoin. Yhtiö ei näin ollen voisi väärinkäyttää sisäpiirintietoa hankkiessaan omia osakkeitaan.⁹⁰ Toisaalta lain mukaan niin luonnolliset kuin oikeushenkilötkin voivat syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.⁹¹ Voidaan myös katsoa yhtiön sisäpiiriläisten hallussa olevan tiedon olevan myös yhtiön tietoa, jolloin omien osakkeiden hankkiminen pörssistä olisi kiellettyä esimerkiksi hallituksen valmistellessa yrityskauppaa.⁹²

Hyvä esimerkki suomalaisesta oikeuskäytännöstä omien osakkeiden hankkimiseen liittyen on niin kutsuttu Talentum-tapaus.⁹³ Tapauksessa yhtiön hallitus käytti yhtiökouksen valtuutusta ja hankki yhtiön osakkeita pörssistä. Samaan aikaan hallitus

⁸⁵ Fried 2014, s. 803

⁸⁶ SEA Sec. 16(a)

⁸⁷ Fried 2014, s. 810

⁸⁸ Fried 2014, s. 815—817

⁸⁹ AML 8 luku 2 §

⁹⁰ Ståhlberg 2000 s. 736

⁹¹ RL 51 luku 1 §

⁹² Ståhlberg 2000 s. 735

⁹³ Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (03/12) syyttämättä jättämisestä

valmisteli yhteisyrityksen perustamista toisen yhtiön kanssa. Suunnitelmasta julkaistiin pörssitiedote 23.6.1999, mutta osakkeita oli kuitenkin alettu hankkia jo 26.5. Valtakunnansyyttäjä katsoi tiedon yhteisyrityksen perustamissuunnitelmasta olevan sisäpiirintietoa. Keskeistä tapauksen arvioinnissa olikin se, oliko kaupat tehty hyötymistarkoituksessa, vai oliko osakkeiden hankkimiselle olemassa jokin muu hyväksyttävä syy. Valtakunnansyyttäjä katsoi, että osakkeet oli hankittu ensisijaisesti pääomarakenteen kehittämistä varten ja käytettäväksi maksuvälineinä yhteisyritystä perustettaessa, jolloin hankintakurssi ei ollut päätöksessä keskeinen tekijä. Ostoissa myös noudatettiin johdonmukaisesti hankintaohjelmaa, joka antoi osakevälittäjälle riittävän itsenäisyyden kauppojen toteuttamisessa. Näistä syistä syyte jätettiin nostamatta.

2.3.2 Johdannaissopimukset

Johdannaissopimukset, kuten optiot, ovat sisäpiirisääntelyn kannalta haasteellisia, sillä arvopaperin hankinta- ja toteutusajankohta eroavat toisistaan. Lisäksi johdannaismarkkinoilla on tarjolla laaja kirjo erilaisia tuotteita, joista voidaan tehdä lukemattomia yhdistelmiä. Näin ollen ne tarjoavat mahdollisuuksia säännösten kiertämiseen, sillä monimutkaisten transaktioiden valvonta on vaikeaa. Suomessa arvopaperimarkkinalain sanamuoto kattaa melko hyvin johdannaisilla tehtävät keinotekoiset järjestelyt.⁹⁴

Johdannaisia lienee selkeintä lähteä käsittelemään optioiden kautta, sillä niiden avulla on helppo hahmottaa johdannaisiin liittyvän sisäpiirisääntelyn peruslogiikka. Optiot voidaan jakaa kahteen pääryhmään, eurooppalaisiin ja amerikkalaisiin, sen mukaan milloin ne voidaan toteuttaa, eli myydä tai ostaa kohde-etuutena olevat osakkeet. Eurooppalaiset optiot ovat näistä kahdesta yksinkertaisempia, sillä ne voidaan toteuttaa vain juoksuajan päättyessä. Amerikkalaiset optiot puolestaan voidaan toteuttaa missä tahansa vaiheessa juoksuaikaa.⁹⁵ Optioita voidaan jaotella myös sen mukaan, millä tavalla niiden toteuttaminen järjestetään. Perinteinen tapa on, että kohde-etuutena olevat osakkeet fyysisesti vaihtavat omistajaa, mutta järjestely voidaan toteuttaa myös nettoarvontilityksenä, jolloin häviöllä oleva osapuoli maksaa voitolla olevalle option toteutushinnan ja osakkeen markkinahinnan välisen erotuksen.

Eurooppalaiset optiot ovat sääntelyn kannalta melko selkeitä, sillä niillä tehtyjen transaktioiden hyväksyttävyyttä arvioitaessa tarvitsee huomioida ainoastaan se, oliko henkilöllä hallussaan sisäpiirintietoa option hankintahetkellä. Tämä johtuu siitä, että

⁹⁴ AML 14 luku 2 §: ” Sisäpiirintietoa rahoitusvälineen omistajana taikka asemansa, toimensa tai tehtäviensä nojalla saanut ei saa käyttää tietoa hankkimalla tai luovuttamalla omaan tai toisen lukuun suoraan tai välillisesti rahoitusvälinettä, jota tieto koskee, eikä neuvoa suoraan tai välillisesti toista tällaisen rahoitusvälineen hankinnassa tai luovutuksessa.”

⁹⁵ Amerikkalaisten ja eurooppalaisten optioiden eroista ja hinnoittelusta ks. esim. Gyu-Sik 2013, s. 40

osakkeiden merkitsemistä optiosopimuksen perusteella voidaan pitää aiemmin sovitun oikeuden käyttämisenä. Tällöin olisi kohtuutonta, jos henkilö ei pääsisi hyötymään vilpittömässä mielessä tekemästään transaktiosta.⁹⁶ On kuitenkin syytä muistaa, että option perusteella merkittyjen osakkeiden myyminen arvioidaan luonnollisesti uutena, johdannaisopimuksesta erillisenä transaktiona.⁹⁷

Amerikkalaiset optiot puolestaan tarjoavat sisäpiiriläiselle mahdollisuuden hyötyä markkinoita paremmasta tiedostaan esimerkiksi toteuttamalla osto-optionsa ennen negatiivista tulosvaroitusta ja saada näin ollen optiostaan suuremman tuoton. Mikäli optio toteutetaan nettoarvontilityksenä, saa option omistaja myös kotiutettua voittonsa ilman uutta toimeksiantoa. Tällaista järjestelyä voidaan kuitenkin pitää lain hengen vastaisena ja se voidaan katsoa tehdyksi hyötymistarkoituksessa, mikä on kielletty RL 51 luvussa.

Johdannaisia voidaan käyttää myös vakuutuksena kurssilaskua vastaan. Erityisesti Yhdysvalloissa sisäpiiriläiset suosivat niin kutsuttua *zero-cost collar* -järjestelyä, joka muodostuu osto- ja myyntioption yhdistelmänä. Ideana on, että suojautuja asettaa osto-option, josta saaduilla varoilla hän hankkii myyntioption. Tällöin hän on suojassa mahdolliselta kurssilaskulta, mutta rajaa samalla maksimituottonsa tietylle tasolle.⁹⁸ Koska tällaiset sopimukset ovat yleensä niin sanottuja OTC-johdannaisia (*over the counter*), eli ne toteutetaan suoraan esimerkiksi pankin kanssa, on niillä ollut Yhdysvalloissa löyhemmät julkistamisvelvollisuudet, kuin markkinoilla tehdyillä johdannaiskaupoilla.⁹⁹

Eräs tapa, jolla sisäpiirintiedon käyttökieltoa voidaan pyrkiä kiertämään, on niin kutsuttu *mirror trading*. Järjestelyssä sisäpiirintietoa hallussaan pitävä henkilö ei osta suoraan kohdeyhtiön osaketta tai siihen liittyviä johdannaisia, vaan indeksirahastoa, joka sijoittaa mekaanisesti esimerkiksi Helsingin pörssin 25 suurimman yhtiön osakkeisiin niiden markkina-arvojen suhteessa. Tämän jälkeen henkilö myy lyhyeksi indeksin muita yhtiöitä, jolloin hänen positionsa arvo riippuu nettomääräisesti täysin kohdeyhtiön kehityksestä.¹⁰⁰ Järjestelyn havaitseminen voi olla viranomaisille vaikeaa, sillä sisäpiiriläisellä ei ole ilmoitusvelvollisuutta tällaisista kaupoista. Tulkinnanvaraa voi tosin liittyä siihen, katsotaanko indeksirahaston arvon määräytyvän kohdeyhtiön osakkeen perusteella.¹⁰¹

⁹⁶ Ks. esim. Kurenmaa 2003, s. 177

⁹⁷ Ks. esim. Häyrynen, Parkkonen 2006, s.

⁹⁸ Bettis et al. 1999, s. 6

⁹⁹ Bettis et al. 1999, s. 8—9

¹⁰⁰ Quinn-Scott et al. 1995, s. 212—213

¹⁰¹ AML 13 luku 2 §: ”Ilmoitusvelvollisuus koskee säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässäkaupankäynnin kohteena olevaa liikkeeseenlaskijan osaketta ja sellaista rahoitusvälinettä, jonka arvo määräytyy kyseisen osakkeen perusteella.”

2.3.3 Johdon hankintaohjelmat

Tutkielman johdannossa sivuttiin tapoja, joilla pysyvät sisäpiiriläiset voivat suojautua sisäpiirintiedon väärinkäytöltä, mutta hankkia silti yhtiönsä osakkeita. Yksi näistä tavoista on sitovan hankintaohjelman laatiminen, jolloin hankintapäätöksen tekeminen erotetaan varsinaisesta kaupantekohetkestä. Tällöin transaktioiden hyväksyttävyyttä arvioitaessa keskeistä on optioiden tapaan se, oliko henkilöllä hankintaohjelman laatiessaan hallussaan sisäpiirintietoa.¹⁰²

Hankintaohjelman laatimisessa tulee huomioida, että hankittavat osake-erät ja hankinta-ajankohdat eritellään riittävän selkeästi, jotta toimeksiannon saaja pystyy itsenäisesti toteuttamaan toimeksiannon. Hankintaohjelma tulee laatia kirjallisesti, päivätä ja antaa toimeksiannon toteuttajalle, jonka tulee säilyttää se asianmukaisesti. Jos toimeksiannossa määritellään tarkat ajankohdat hankinnoille, tulee ohjelman laatijan varmistaa, etteivät ne ajoitu tulosjulkistusta edeltävien suljettujen ikkunoiden ajalle.¹⁰³

Laintulkinnallisia ongelmia voi muodostua tilanteessa, jossa hankintaohjelmassa sovittuja toimeksiantoja perutaan sisäpiiriläisen saatua negatiivista sisäpiirintietoa. Pääsääntö sisäpiirintiedon käyttämisessä on, ettei sen perusteella saa ostaa tai myydä kohdeyhtiön osakkeita tai siihen liittyviä arvopapereita tai neuvoa muita tekemään vastaavia kauppia.¹⁰⁴ Näin ollen toimimatta jättämistä ei voida pitää rangaistavana, mikä on luonnollisesti perusteltua, koska muuten sisäpiiriläinen saattaisi joutua kohtuuttomaan asemaan.¹⁰⁵ Toimeksiantojen muuttaminen tai peruuttaminen voi kuitenkin heikentää koko hankintaohjelman uskottavuutta ja tätä kautta jopa poistaa sen antaman suojan.¹⁰⁶ Toimeksiannon peruuttaminen voidaan toisaalta mieltää myös kokonaan uudeksi toimeksiannoksi, jolloin sen hyväksyttävyyttä tulee arvioida erikseen sen mukaan, onko henkilöllä tuolloin hallussaan sisäpiirintietoa.

Yhdysvalloissa on omaksuttu tulkinta, jonka mukaan hankintaohjelmassa sovittujen kauppajen peruuttaminen ei voi olla rangaistavaa.¹⁰⁷ Tämä johtuu lain sanamuodosta, jonka mukaan sisäpiirintietoa hallussaan pitävän henkilön tulee ostaa tai myydä arvopapereita syyllistykseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.¹⁰⁸ Yllä mainittu tulkintatapa tarjoaa sisäpiiriläisille mahdollisuuden hyötyä sisäpiirintiedostaan siten, että hankintaohjelmassa päätetään ennakkoon arvopaperien hankinnoista ja myynneistä ajankohtana, jolloin henkilöllä ei ole sisäpiirintietoa. Kun kaupan sovittu ajankohta lähestyy, voi sisäpiiriläinen halutessaan peruuttaa toimeksiannon, mikäli katsoo sen itselleen epäedulliseksi.

¹⁰² Häyrynen 2006 b, s.159

¹⁰³ Helsingin pörssin sisäpiiriohje, kohta 6.4

¹⁰⁴ RL 51 luku 1 §

¹⁰⁵ Ks. esim. Häyrynen, Parkkonen 2006, s.72

¹⁰⁶ Häyrynen 2008, s. 79

¹⁰⁷ Robbins 2010, s. 204

¹⁰⁸ SEA sec. 10(b)

Lähestymistapa onkin saanut osakseen kritiikkiä, jonka seurauksena jatkuvat kauppojen perumiset voivat johtaa hankintaohjelman luoman suojan poistumiseen. Tästä huolimatta sisäpiiriläisille jää huomattavaa suunnittelunvaraa hankintaohjelman noudattamisessa.¹⁰⁹

Ennalta sovittujen kauppojen perumismahdollisuutta voidaan hyödyntää erityisesti tilanteissa, jossa esimerkiksi toimitusjohtaja omistaa huomattavan määrän yhtiönsä osakkeita ja on päättänyt hajauttaa portfolionsa riskiä myymällä osakkeitaan. Myyntiohjelman laatiminen suojaa toimitusjohtajaa syytöksiltä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, mutta tarjoaa samalla option pitää osakkeet, jos on odotettavissa, että niiden arvo nousee lähiaikoina.¹¹⁰ Yhdysvalloissa yhtiöillä on tapana vapaaehtoisesti julkistaa sisäpiiriläisten myyntiohjelmat ja pyrkiä näin suojautumaan ”suhmurointisyytöksiltä” ja antamaan kuvan avoimuudesta. Tästä johtuen myyntiohjelmat usein laskevat yhtiön osakekurssia ja heikentävät likviditeettiä, koska avainhenkilöiden myyntiaikeet katsotaan signaaliksi huonoista tulevaisuudennäkymistä.¹¹¹

2.4 Yhteenveto

Tässä luvussa on käsitelty sisäpiirintietoa kolmesta näkökulmasta, jotka tässä tutkielmassa on nimetty henkilö-, tasapaino- ja lähdemalliksi.¹¹² Henkilömalli on näistä perinteisin ja se keskittyy sisäpiirintietoon informaatioetumatkana, jonka henkilö saa asemansa perusteella. Mallin perinteisyyttä kuvaa hyvin se, että jo sisäpiiri-termi sisältää oletuksen rajatusta henkilökunnasta. Henkilömalli ei kuitenkaan yksin riitä kattamaan kaikkia tilanteita, joissa sisäpiirintietoa voidaan väärinkäyttää, sillä se ei juurikaan huomioi toisijaista sisäpiiriä. Tämän vuoksi malli tarvitsee tuekseen joko lähde- tai tasapainomallia.

Tasapainomallissa keskeistä ei ole niinkään se, miten henkilö on saanut sisäpiirintietoa haltuunsa, vaan ylipäätään se, että kuka tahansa, jolla on sisäpiirintietoa hallussaan, on velvollinen pitämään sen käytöstä tai julkistamaan tietonsa vastapuolelle ennen kaupankäyntiä. Suomessa sääntely perustuu henkilö- ja lähdemallin yhdistelmään, mikä kattaa laajasti sisäpiirintiedon väärinkäytön eri ilmenemismuodot.

Suomalaisesta näkökulmasta hieman erikoisempi lähestymistapa on lähdemalli, joka keskittyy tiedonlähteen ja sen käyttäjän väliseen luottamussuhteeseen. Lähdemallissa sisäpiirintieto hahmotetaan aineettomana hyödykkeenä, jonka väärinkäyttö nähdään tietovarkautena tai petoksena tiedon omistajaa kohtaan. Yhdysvalloissa lähdemalli näkyy *fiduciary duty* - ja *misappropriation*-teorioiden käyttönä korkeimman oikeuden ratkaisuissa. Teoriat eroavat toisistaan siinä, että *fiduciary duty* -teoria keskittyy ainoastaan suoraan luottamussuhteeseen tiedonlähteen ja sen käyttäjän välillä, kun taas

¹⁰⁹ Robbins 2010 s. 205—206

¹¹⁰ Robbins 2010 s. 216

¹¹¹ Robbins 2010 s. 206 ja 216

¹¹² Ks. tarkemmin osio 2.1

misappropriation-teorian mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöön voi syllistyä ilman suoraa luottamussuhdetta tiedonlähdettä kohtaan.

Eri teorioiden eroja havainnollistaa hyvin luvussa 2.2 käsitelty oikeustapaus KKO:2006:110. Jos tapauksessa olisi sovellettu esimerkiksi *fiduciary duty* -teoriaa, olisivat L:n osakekaupat mahdollisesti olleet täysin hyväksyttäviä, sillä hänellä ei ollut kaupankäyntihetkellä suoraa luottamussuhdetta Pohjolaan tai sen osakkeenomistajiin. *Misappropriation*-teorian mukaan taas voitaisiin todeta L:n mahdollisesti väärinkäyttäneen Sammolle kuuluvaa tietoa suunnitelluista yrityskaupoista. Tämä ero eri teorioiden välillä kuvaa hyvin sisäpiirisääntelyyn väistämättä liittyvää tulkinnanvaraisuutta.

Sääntelyn teorioiden jälkeen luvussa on pureuduttu sisäpiirintiedon kolmeen ominaisuuteen, julkistamattomuuteen, olennaisuuteen ja täsmällisyyteen.¹¹³ Keskeisin näistä lieenee julkistamattomuus, sillä koko sisäpiirisääntelyn tavoite on estää sisäpiiriläisiä hyötymästä sellaisesta tiedosta, joka ei ole muiden markkinatoimijoiden saatavilla. Olennaisuus ja täsmällisyys puolestaan muodostavat kokonaisuuden ja näiden kriteerien täyttyminen riippuu toisistaan.¹¹⁴ Tiivistettynä voidaan todeta tiedon olevan sitä täsmällisempää mitä olennaisemmin se toteutuessaan vaikuttaisi arvopaperin hintaan.

Luvun lopuksi on esitelty sisäpiirisääntelyn käytännön haasteita kolmessa erilaisessa tilanteessa. Luvun tarkoituksena on toisaalta ollut kuvata tapoja, joilla säännöksiä voidaan pyrkiä kiertämään, kuten *mirror trading* -järjestelyä, jossa sisäpiiriläinen ostaa indeksiosuutta ja myy lyhyeksi indeksin kaikkia muita arvopapereita paitsi kohdeyhtiötä. Toisaalta luvussa on tuotu esiin sisäpiirisääntelyä sinällään hyväksyttävien järjestelyjen, kuten omien osakkeiden hankkimisen yhteydessä. Rajanveto sallitun ja kielletyn välillä ei ole aina mitenkään yksiselitteinen, sillä kyse on aina pohjimmiltaan ihmisten tekemistä tulkintoista, joihin vaikuttavat keskeisesti kunkin tulkitsijan omat arvot ja moraalikäsitkset.

¹¹³ Ks. tarkemmin osio 2.2

¹¹⁴ Tätä riippuvuutta havainnollistaa osaltaan kuvio 1 sivulla 27.

3 MARKKINOIDEN MANIPULOINTI JA TUNNUSTELU

Vaikka usein markkinoiden väärinkäyttö liittyy sisäpiirintietoon, on olemassa myös monia muita tapoja, joilla markkinoista pyritään hyötymään petollisin keinoin. Tässä luvussa käsitellään tarkemmin markkinoiden manipulointia. Niin kauan kuin rahoitusmarkkinat ovat olleet olemassa, on niitä pyritty manipuloimaan ja saamaan sitä kautta tavallista suurempia tuottoja muiden sijoittajien kustannuksella. Kuitenkin nykyajan finanssivetoistuneessa maailmassa kaupankäynti on vahvasti automatisoitunut ja kaupankäyntivolyymit kasvaneet tuntuvasti, mikä osaltaan vaikeuttaa väärinkäytösten havaitsemista. Lisäksi tarjolla on nykyään mitä monimuotoisimpia johdannaistuotteita, joiden avulla markkinoita voidaan hyödyntää epärehellisesti.¹¹⁵

Osiossa 3.1–3.3 käsitellään markkinoiden manipulointia soveltaen Sieringin et al. kehittämää taksonomiaa, jossa manipuloinnin tavat on jaettu neljään pääluokkaan; kirjanpitopeksoihin, sijoituspeksoihin, sisäpiirikauppoihin sekä rahoitusinstrumenteilla tapahtuvaan manipulointiin. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä käsiteltiin jo edellisessä luvussa, joten jätämme sen tässä kohtaa käsittelyn ulkopuolelle. Kirjanpitopeksoihin emme myöskään syvenny tässä yhteydessä tarkemmin, vaan annamme tilaa harhaanjohtavan tiedon levittämisen tarkastelulle. Sijoituspeksoille, joihin sisältyy viitekorkojen manipulointi, kuten myös rahoitusinstrumenteilla tapahtuvalle manipuloinnille on omistettu omat alalukunsa.

Luvun tarkoituksena on hahmotella rajanvetoa sallitun ja kielletyn toiminnan välillä sekä löytää tapoja, joilla viranomaiset voivat helpommin havaita väärinkäytöksiä ja puuttua niihin. Tarkastelu tapahtuu ensisijaisesti EU-lainsäädännön viitekehyksessä, mutta koska rahoitusmarkkinat ovat nykypäivänä korostuneen kansainväliset, on mukaan otettu myös hieman vertailua Yhdysvaltain vastaavaan sääntelyyn. Luvun loppupuolella perehdytään myös tarkemmin siihen, mitä tarkoitetaan markkinoiden tunnustelulla sekä itsesääntelyn merkitykseen arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä.

3.1 Harhaanjohtavan tiedon levittäminen ja sijoitussuositukset

Harhaanjohtavan tiedon levittäminen rahoitusmarkkinoilla nousee silloin tällöin jopa valtakunnan otsikoihin. Viimeaikainen esimerkki tästä on tiedon hämmennystä herättänyt pörssitiedote, jossa maininta mahdollisista irtisanomisista oli piilotettu epäselvän markkinointikielen sekaan. Tiedotteessa ongelmallista oli erityisesti se, ettei sisäpiirintiedon julkistamista ja markkinointia saa sekoittaa toisiinsa.¹¹⁶ Tässä osiossa käsitellään

¹¹⁵ Siering et al. 2017

¹¹⁶ Helsingin Sanomat 16.2.2019

tarkemmin arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta sekä markkinoiden manipulointia harhaanjohtavan tiedon levittämisen keinoin.

3.1.1 Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos

Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen tunnusmerkistö täyttyy, jos henkilö ”rahoitusvälineen markkinoinnissa tai vaihdannassa elinkeinotoiminnassa antaa rahoitusvälineeseen liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja”.¹¹⁷ Rikoslain 51 luvun 5 §:n mukaan tunnusmerkistö täyttyy myös, jos henkilö jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperimarkkinalaissa tai EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa tarkoitetun tiedon. Lisäksi rikoksen tunnusmerkistö täyttyy, jos henkilö jättää julkistamatta sellaisen sisäpiirintiedon, joka lain mukaan tulee julkaista. Rangaistus arvopaperimarkkinoihin liittyvästä tiedottamisrikoksesta on sakko tai korkeintaan kaksi vuotta vankeutta. Korkein oikeus on käsitellyt arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta niin kutsutussa TJ Group tapauksessa KKO:2009:1.

KKO:2009:1 liittyy TJ Groupin listautumisantiin, jonka yhteydessä yhtiön pääomistajat A ja B sekä liikkeeseenlaskija olivat syytteen mukaan julkaisseet listautumisesitteessä harhaanjohtavia tietoja yhtiön taloudelliseen asemaan sekä tulevaisuuden näkymiin liittyen ja antaneet siitä todellista ruusuisemman kuvan ja lykkäsivät perusteettomasti tulosvaroituksen antamista. A:ta ja B:tä syytettiin myös törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Tässä keskitytään kuitenkin analysoimaan tapausta erityisesti arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen osalta. Käräjäoikeus hylkäsi alun perin muut syytteen, mutta katsoi A:n ja B:n syyllistyneen arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen ja tuomitsi heidät sakkorangaistukseen. Korkeimmassa oikeudessa A:n ja B:n tuomio kuitenkin koveni kolmeksi vuodeksi vankeutta ja TJ Groupille tuomittiin 100 000 euron yhteisösakko. Hovioikeus tuomitsi lisäksi A:n ja B:n kummankin menettämään rikoshyötynä 48 320 032 euroa ja TJ Groupin 39 369 000 euroa.

Keskeistä tapauksessa oli se, voidaanko rikoshyöty tuomita menetetyksi valtiolle, jos rikoshyötyä vastaava summa määrätään maksettavaksi vahingonkorvauksena. Tämä ilmentää klassista menettämisseuraamuksen ja vahingonkorvauksen päällekkäisyysongelmaa. Perinteisesti korkein oikeus on ratkaissut ongelman asettamalla vahingonkorvauksen ensisijaiseksi menettämisseuraamukseen nähden. Tästä käytetään termiä vahingonkorvauksen prioriteettiperiaate. Tältä osin prioriteettiperiaate saattaa muodostua itsessään abstraktiksi esteeksi menettämisseuraamukselle. Olennaista prioriteettiperiaatteen soveltumisessa tapaukseen KKO:2009:1 onkin se, voidaanko jonkin tahon katsoa kärsineen

¹¹⁷ RL 51:5 §

rikoshyötyä vastaavaa vahinkoa ja jos näin on, tulisi taloudellinen seuraamus tuomita nimenomaan vahingonkorvauksena kyseiselle taholle.¹¹⁸

Korkein oikeus katsoi, että tapauksessa ei voitu osoittaa minkään tietyn tahon kärsineen rikoshyödyn suuruista vahinkoa, minkä seurauksena vahingonkorvausta ei voitu tuomita, vaan rikoshyöty tuomittiin menetettäväksi valtiolle. Olennaista tässä oli erityisesti se, ettei A:n ja B:n pörssikauppojen vastapuolia kyetty yksilöimään, josta seuraa luonnollisesti se, ettei myöskään vahingonkärsijää voida yksilöidä. Tältä pohjalta voidaan johtaa kolme tapaukseen liittyvää kriittistä tekijää; arvopaperikaupan oikeudellinen erityisluonne, strukturoidun transaktion arvopaperimarkkinaoikeudellinen erityisluonne ja sisäpiiririkoksen erityisluonne. Ensin mainittu tekijä liittyy jo edellä käsiteltyyn kaupan vastapuolen yksilöimättömyyteen. Strukturoidun transaktion erityisluonteeseen kuuluu puolestaan se, että kaupat tehtiin osana arvopaperien tarjoamista ensi kertaa suurelle yleisölle, jolloin siitä oli julkaistu lain vaatima esite, vaikka esite osoittautuikin myöhemmässä tarkastelussa harhaanjohtavaksi. Koska esite pitäisi olla julkaistu tarjoamaan sijoittajille oikeat tiedot sijoituspäätöksen tekemiseksi, herää tästä kysymys tulisiko esitteen julkaisijaan soveltaa sopimusoikeuteen perustuvaa vahingonkorvausvastuuta.¹¹⁹

Tapaus KKO:2009:1 eroaa sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta tavallisemmista sisäpiiririkoksista siinä, että väärinkäytetty tieto oli tekijöiden itsensä tuottamaa ja tarkoitushakuisesti harhaanjohtavaa, siinä missä tavallisesti sisäpiirintieto saadaan joltain kolmannelta osapuolelta. Tältä osin tapaus saa perinteisestä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä poikkeavia petoksen piirteitä, mikä puoltaisi vahingonkorvausvelvollisuutta rikoshyödyn menettämisen sijaan. Tapausta voidaan tavallaan verrata esimerkiksi tilanteeseen, jossa automyyjä johtaa ostajaa harhaan manipuloidulla auton kilometrimittaria näyttämään, että autolla on ajettu todellista vähemmän, mistä luonnollisesti seuraa myyjän vahingonkorvausvelvollisuus. TJ Group -tapauksessa petos kohdistuu yhden ostajan sijaan kaikkiin markkinoilla toimiviin tahoihin, jotka tekevät sijoituspäätöksiä harhaanjohtavan esitteen perusteella, mitä ei voida pitää ainakaan vähäisempänä petoksena, kuin edellä mainittua esimerkkiä auton kilometrimittarin manipuloinnista.¹²⁰

TJ Groupin tapaus muuttaakin osaltaan jonkin verran korkeimman oikeuden omaksu-
maa doktriinia vahingonkorvauksen prioriteettiperiaatteesta. Tätä voidaan pitää perusteltuna, sillä olisi yhteiskunnan kokonaisuhyödyn ja rikoslain uskottavuuden kannalta kestä-
mätöntä, jos törkeäkin rikos voisi olla tekijälleen taloudellisesti kannattava. Vahingon-
korvauksen prioriteettiperiaate on näet jäänyt hieman ajastaan jälkeen, koska se on syn-
tynyt yksinkertaisempien rikosten seurauksena, eikä näin ollen täysin sovellu nykymaa-
 ilman monimutkaisiin arvopaperimarkkinarikoksiin, jotka kohdistuvat laajaan joukkoon
 ihmisiä ja jopa koko rahoitusarkkinoita kohtaan koettuun luottamukseen.

¹¹⁸ Knuts 2009, s. 667–668

¹¹⁹ Knuts 2009, s. 670–673

¹²⁰ Knuts 2009, s. 673–675

Vahingonkorvausvaatimuksen prioriteettiperiaatteesta kiinnittäminen voisi nimittäin johtaa paradoksaalisesti tilanteeseen, jossa rikos kannattaa sitä todennäköisemmin, mitä laajempaan joukkoon se kohdistuu, koska mitä enemmän uhreja on sitä suuremman tuoton tekijä saa ja sitä epätodennäköisempää on, että kaikki uhrit esittäisivät vahingonkorvausvaatimuksen, jolloin ilman rikoshyödyn menettämisseuraamusta tekijä hyötyisi taloudellisesti sitä enemmän mitä röyhkeämmän rikoksen hän tekee.¹²¹

3.1.2 *Harhaanjohtava tieto ja markkinoiden manipulointi*

Uusi teknologia on luonut entistä tehokkaammat mahdollisuudet levittää valheellista tietoa salamannopeasti suurelle joukolle ihmisiä. Käytännössä tämä voi olla esimerkiksi valheellisten viranomaistiedotteiden levittämistä, valeuutisia tai hakkerointia. Esimerkkinä massana levitetystä disinformaatiosta on tapaus vuodelta 2000, jossa yhdysvaltalainen opiskelija julkaisi tekaistun lehdistötiedotteen, jonka mukaan SEC olisi aloittanut tutkinnan Emulex-nimisen pörssiyhtiön toiminnasta, minkä seurauksena yhtiön osakekurssi syöksyi 104 dollarista 43 dollariin.¹²² Harhaanjohtavan tiedon levittämistä käytetään hyväksi niin kutsutussa *pump-and-dump*-strategiassa, jossa ensin levitetään yltiöpositiivista informaatiota arvopaperista esimerkiksi listautumisen yhteydessä ja myydään sen jälkeen oma positio korkeaan hintaan, ennen kuin levitetty tieto paljastuu perättömäksi.¹²³ Tästä esimerkkinä edellä käsitelty TJ Group -tapaus.

Pump-and-dump-strategioissa valheellisen tiedon levittäjänä voi olla joko taho, joka omistaa kyseisiä arvopapereita ja näin ollen hyötyy suoraan arvopaperiensä kurssinoususta. Toisaalta tietoa voi myös levittää omistajan kanssa yhteistyötä tekevä promoottori, joka saa osakkeenomistajalta palkkion tiedon levittämisestä joko kohdeyhtiön osakkeina tai rahana. Valheellisen tiedon levittämisen taloudellista vaikutusta on tutkittu erityisesti sähköpostilla levitettyjen disinformaatiokampanjoiden osalta. Tutkimuksissa on havaittu, että roskapostina levitettyllä tiedolla on vaikutusta osakkeen päivänsisäiseen hinnanmuodostukseen. Toisaalta on havaittu, että noin puolet manipulointikampanjoista onnistuvat ja puolet eivät. Olennaista on kuitenkin se, että onnistuneiden kampanjoiden tuotot ylittävät epäonnistuneiden kampanjoiden kustannukset, joten kokonaisuutena arvioiden *pump-and-dump* on tekijöille taloudellisesti kannattavaa olettaen, että he eivät jää kiinni.¹²⁴

Manipuloinnille alttiimpia ovat sellaiset osakkeet, joita analyytikot ja viranomaiset eivät seuraa niin tarkasti, että muutokset niiden hinnoissa näyttäisivät merkkejä anomali-oista, jolloin niiden manipulointia on hankalampi havaita. Manipuloitavilla osakkeilla

¹²¹ Knuts 2009, s. 675–676

¹²² Lin 2017, s. 1292–294

¹²³ Lin 2017, s. 1284–1285

¹²⁴ Siering 2019, s. 459–460

käydään usein kauppaa löyhästi säännellyillä markkinoilla ja tavallisesti niiden markkina-arvo on suhteellisen matala ja vaihdanta melko vähäistä. Olennaista on kuitenkin, että osakkeella on sen verran tarjontaa, että harhaanjohdetut sijoittajat pystyvät ostamaan niitä. Manipuloijat keskittyvät usein levittämään tietoa uudemmissa yrityksistä, koska niistä on tarjolla vähemmän tietoa, jolloin levitetyn tiedon tarkastaminen on vaikeampaa, eikä yrityksestä ole ehtinyt kertyä negatiivisia uutisia, jotka laskisivat sen markkina-arvoa. Kolmantena tekijänä osakkeen houkuttelevuudessa manipuloijien näkökulmasta on se, että yritys käyttää hyväksytyjä kirjanpitostandardeja, mikä luo uskottavuutta sijoittajien silmissä ja helpottaa sijoituspäätöksen tekemistä.¹²⁵

3.2 Viitekorkojen manipulointi

2000-luvun loppupuoliskolla Euroopan ja Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoita kohahdutti niin kutsuttu LIBOR-skandaali, jossa suuret pankit manipuloivat LIBOR-korkoja, joita käytetään esimerkiksi asuntolainojen ja lukemattomien muiden rahoitusinstrumenttien hinnoittelun pohjana. Tämä oli luonnollisesti omiaan tekemään manipulointiskandaalista erityisen huomiota ja närkästystä herättävää.¹²⁶ Alla käydään lyhyesti läpi, mistä skandaalissa oli kyse sekä, miten se on vaikuttanut sääntelyyn.

3.2.1 LIBOR-skandaali

LIBOR-korko on EURIBOR-korkoa vastaava brittiläinen pankkienvälisen lainanannon viitekorko. Koron laskeminen sai alkunsa 1960-luvulla, kun Minos A. Zombanakis tarvitsi 80 miljoonaa dollaria lainaa iranilaiseen projektiin. Hän soitti kaikkiin Lontoon merkittäviin pankkeihin ja pyysi niiltä korkotarjouksen seuraavaan päivään kello yhteentoista mennessä. Kun tarjoukset oli saatu, hän laski niistä keskiarvon, jonka avulla lainan korko määriteltiin. LIBOR lasketaan edelleen pitkälti samalla tavalla. Käytännössä kahdeksantoista paneeliin kuuluvaa pankkia ilmoittavat korkonsa Thomson Reutersille, joka poistaa niistä neljä korkeinta sekä neljä matalinta arvoa ja laskee jäljelle jääneistä keskiarvon. Tästä saadaan viitekorko, jota käytetään monien rahoitusinstrumenttien hinnoittelussa aina asuntolainoista mitä mielikuvituksellisimpiin johdannaissopeuksiin.¹²⁷

Koska viitekorko perustuu pankkien ilmoituksiin siitä, millä ehdoilla ne olisivat valmiita lainaamaan rahaa eikä toteutuneisiin transaktioihin, voi pankeille syntyä insentiivi ilmoittaa todellista matalampia korkoja. Korkeat korot nimittäin viestivät

¹²⁵ Siering 2019, s. 462–463

¹²⁶ Weldon 2013, s. 200–201

¹²⁷ Weldon 2013, s. 202–205

pankkienvälisestä epäluottamuksesta ja matalat korot puolestaan terveestä rahoitusmarkkinan tilasta. Jos taas valtaosa pankeista ilmoittaa matalia korkoja, syntyy muillekin painetta menetellä samoin, koska muita pankkeja korkeammat korkonoteeraukset tulkitaan markkinoilla likviditeettivajeen signaaleiksi, jolloin riskiseksi mielletty pankki menettää liiketoimintaa kilpailijoille, mistä puolestaan seuraa oikeaa ahdinkoa.¹²⁸

Vuonna 2007 alkaneen subprime-kriisin myötä pankkien luottamus toisiinsa alkoi karista. Barclays-pankki huomioi tämän omissa LIBOR-ilmoituksissaan samalla kun muut paneelipankit ilmoittivat edelleen matalia korkoja. Tämä johti siihen, että Barclaysia alettiin pitää riskisempänä kuin muita isoja pankkeja. Korjatakseen tilanteen Barclaysin treidaajat ryhtyivät järjestelemään ilmoituksia muiden pankkien treidaajien kanssa tehden toisilleen henkilökohtaisia palveluksia. On hyvä huomioda, että alalla on tavallista tehdä palveluksia muiden pankkien edustajille ja vastaavasti pyytää vastapalveluksia, kun niitä tarvitsee. Hyvänä puolena tässä on se, että normaaleissa oloissa liiketoiminta sujuu jouhevasti, mutta samalla treidaajien käsitys laillisen ja laittoman toiminnan rajasta saattaa hämärtyä.¹²⁹

Barclaysin johto ohjeisti, että heidän ilmoitustensa tulee olla neljän suurimman joukossa, jotta niitä ei oteta huomioon LIBORin laskennassa, mutta kuitenkin riittävän matalia, jotta ne ovat linjassa muiden pankkien ilmoitusten kanssa eivätkä herätä markkinoilla epätoivottua huomiota. Korkoja manipuloitiin kuitenkin sekä ylös- että alaspäin, riippuen siitä mikä hyödytti johdannaiskauppioiden kulloisiakin positioita.¹³⁰ Skandaalin seurauksena sekä Barclays että monet muut merkittävät pankit joutuivat maksamaan satojen miljoonien sakkoja. Esimerkiksi UBS:n tapauksessa maksettavaa kertyi jopa 1,5 miljardia dollaria.¹³¹

Edellä kuvatun skandaalin pohjalta voidaankin todeta, että LIBOR-korkoon liittyy kolme keskeistä ongelmaa, jotka saattavat sen alttiiksi manipuloinnille. Ensimmäinen ongelma liittyy ihmisiin, koska henkilökohtaiset suhteet ja lehmänkaupat luovat insenttiiviä koron manipuloinnille. Toinen ongelma liittyy koron julkiseen signaalintivaikutukseen, sillä kuten todettua pankkien on tietyissä oloissa miltei pakko ilmoittaa epärealistisia korkoja välttääkseen negatiivisia markkinareaktioita. Kolmatta tekijää voimme kutsua realiteettiongelmaksi, joka liittyy LIBOR-koron hypoteettiseen luonteeseen. Koska korko lasketaan pankkien tekemien ilmoitusten eikä toteutuneiden transaktioiden mukaan, ei markkinoilla tai viranomaisilla ole juurikaan mahdollisuuksia varmentaa tietojen paikkansapitävyyttä.¹³² Vastaavia ongelmia liittyy myös Suomessa laajemmin käytössä olevaan EURIBOR-korkoon, joka lasketaan vastaavalla tavalla euroalueen pankkien ilmoittamien

¹²⁸ Weldon 2013, s. 202–205

¹²⁹ Weldon 2013, s. 206–208

¹³⁰ Weldon 2013, s. 207

¹³¹ Youngblood 2015–2016, s. 62–63

¹³² Hall 2013 s. 160–162

tietojen pohjalta.¹³³ Seuraavassa käymme tarkemmin läpi, millaisiin sääntelymuutoksiin LIBOR-skandaali on johtanut.

3.2.2 Skandaalin vaikutukset lainsäädäntöön

Skandaalin seurauksena on ehdotettu, että pankkien korkoilmoituksista jopa luovuttaisiin kokonaan, jolloin korko määräytyisi puhtaasti markkinoilla toteutuneiden transaktioiden pohjalta. On myös ehdotettu, että valtiot ottaisivat koron valvontaansa ja valheellisten korkojen ilmoittamisesta tulisi rangaistavaa. Paneelipankkien määrää on myös ehdotettu lisättäväksi, jotta yhden pankin vaikutusvalta pienenesi. Käytännön ongelma reformeissa on kuitenkin noussut se, että vaikka toteutuneisiin transaktioihin perustuva korko olisikin luonnollisesti optimaalinen, ei sitä voitaisi laskea sellaisina päivinä, jolloin transaktioita ei tehdä riittävästi. Toinen käytännön ongelma on, että koron laskentaperiaatteen radikaali uudistaminen johtaisi siihen, että korkoon sidottujen rahoitusinstrumenttien ehdot jouduttaisiin neuvottelemaan uudelleen, mikä olisi suuresta lainakannasta johtuen käytännössä erittäin työlästä tai jopa mahdotonta.¹³⁴

Ison-Britannian Finanssivalvontaa vastaavan viranomaisen FSA:n edustaja Martin Wheatley on ehdottanut, että LIBOR-koron laskentaperiaate tulisi uudistaa sen sijaan että siitä luovuttaisiin kokonaisuudessaan, koska sille ei hänen mukaansa ole realistista vaihtoehtoa ja viitekoron vaihtaminen kokonaan olisi liian epäkäytännöllistä. Myös se, että yhä skandaalin jälkeenkin LIBOR-korkoa käytetään laajasti muiden rahoitusinstrumenttien hinnoittelun pohjana osoittaa, että markkinoilla edelleen luotetaan LIBOR-korkoon. Wheatley ehdotti kolmea keskeistä muutosta LIBOR-koron laskentaan. Ensinnäkin koron valvonta tulisi siirtää *British Bankers' Associationilta* (BBA) FSA:lle. Toiseksi FSA nimittäisi riippumattoman komitean valvomaan pankkien korkoilmoitusten oikeellisuutta ja puuttumaan väärinkäytöksiin. Kolmanneksi Wheatley ehdotti, että hallitus tekisi lainsäädäntöön muutoksia, jotka mahdollistaisivat tehokkaamman puuttumisen vakavampiin väärinkäytöksiin myös rikosoikeuden keinoin.¹³⁵

Wheatleyn ehdotus on otettu pääasiassa positiivisesti vastaan. Erityisesti on kiiteltu sitä, että koron valvonta siirrettäisiin pois BBA:lta, jonka ei skandaalin myötä ole katsottu hoitaneen tehtäviään itsesääntelyelimenä asianmukaisesti. Ehdotuksessa voidaan kuitenkin havaita kahdenlaisia ongelmia. Ensinnäkin ehdotukseen liittyy paljon epämääräisiä määritelmiä. Esimerkiksi pankkien tulisi käyttää koron laskentaan todellisiin transaktioihin perustuvaa dataa, mutta mikäli tilanne vaatii ne voivat kuitenkin käyttää lisäksi myös omaa harkintaansa. Ehdotuksessa ei sen tarkemmin kuitenkaan anneta ohjeita, miten

¹³³ <https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/korot/kuvaus/#euribor>

¹³⁴ Youngblood 2015–2016, s. 69–70

¹³⁵ Weldon 2013, s. 218–219

harkinta ja markkinadata tulisi yhdistää, jolloin ehdotus sisältää edelleen samoja insenttiivejä manipuloinnille, kuin ennen skandaalia vallinnut sääntely. Toinen merkittävä ongelma liittyy siihen, ettei ehdotus ota huomioon pankkialalla vallitsevaa kulttuuria. Ehdotus olettaa, että pankit kilpailevat toisiaan vastaan, mutta kuten skandaalista huomataan, näin ei kuitenkaan ole käytännössä tapahtunut, jolloin läpinäkyvyyden lisääminen ja sanktiot eivät muuta tilannetta mitenkään, jos pankeilla on edelleen ympäröivää mahdollisuus käyttää omaa harkintaa, kokemusta ja suhteitaan korkoilmoitustensa määrittelyyn.¹³⁶

Koska pankeilla on edelleen harkinnan varaa ilmoituksissaan, on niiden vaikea jäädä kiinni väärinkäytöksistä, jos ne eivät itse niitä tunnusta. Samaten pankeilla ei juurikaan ole insenttiiviä kannella kilpailijoistaan viranomaisille, koska tämä vaarantaisi markkinoilla vallitsevat vakiintuneet liiketoimintasuhdet. Sääntelyjärjestelmä luo tavallaan peliteoriatilanteen, jossa optimaalinen strategia kilpailevien pankkien välillä on jatkaa yhteistyötä. On myös huomioitava, että viranomaisilla on aina pankkeja merkittävästi pienemmät resurssit, mikä osaltaan hankaloittaa väärinkäytösten havaitsemista. Näin ollen nouseekin tarve sääntelystrategialle, jossa pankeille luotaisiin kannustin ilmoittaa kilpailijoidensa kyseenalaisesta toiminnasta. Tämä helpottaisi virnaomaisten resurssipulaa, kun pankit valvoisivat myös toisiaan.¹³⁷

Esimerkiksi Yhdysvalloissa on kokeiltu edellä kuvatun kaltaista strategiaa antamalla kilpailijastaan ilmoittaneelle pankille ”vinkkipalkkiona” 10–30 % sanktiosummasta, jonka kiinnijäännyt pankki joutuu maksamaan. Tämä strategia muuttaa olennaisesti pankkien ja virnaomaisten välistä dynamiikkaa, kun tarjolla on rangaistusuhan ohella myös palkkioita. Jotta strategia toimii, tulee palkkion kuitenkin olla saman suuruinen, kuin korkomanipulaatiolla saatava hyöty, jotta pankkien kannattaisi ”käräyttää” toisiaan.¹³⁸ Kuten edellä on todettu, pankkiala on hyvin verkottunut ja LIBOR-kriisi lähti osaltaan liikkeelle pankkiirien välisinä henkilökohtaisina palveluksina, mistä johtuen systeemin toimintaan liittyy siltä osin epävarmuutta, että priorisoisivatko pankkiirit edelleen henkilökohtaisten suhteiden hoitamista viranomaisilta saadun palkkion edelle.

Myös EURIBOR-korkoon on suunniteltu uudistuksia skandaalin seurauksena. EURIBOR-koron hallinnoinnista vastaava *European Money Markets Institute* (EMMI) työstää parhaillaan niin kutsuttua hybridimallia viitekoron määrittämiseen. Projektin alkuperäinen tavoite oli puhtaasti toteutuneisiin transaktioihin perustuva laskentamalli, mutta samoin kuin Isossa-Britanniassa, tämä lähestymistapa todettiin käytännössä mahdottomaksi toteuttaa johtuen liian pienestä transaktiomäärästä. EMMI:n tämänhetkisessä ehdotuksessa mielenkiintoinen uudistus on, että yksittäisten paneelipankkien korkoilmoitusten

¹³⁶ Weldon 2013, s. 220–223

¹³⁷ Weldon 2013, s. 224–225

¹³⁸ Weldon 2013, s. 225–226

julkistamisesta luovutaan, jolloin niiden ei enää tarvitse ilmoittaa todellista matalampia korkoja negatiivisen markkinareaktion pelossa, mikä poistaa ainakin osan kannustimista manipuloida viitekorkoa.¹³⁹ Ehdotetussa mallissa pankkien tulisi määritellä korkoilmoituksensa kolmitasoisella prosessilla, jossa ensisijaisesti käytetään suoraa markkinadataa. Mikäli tämä ei ole mahdollista, käytetään toissijaisena vaihtoehtona dataa transaktioista lähipäiviltä ja eri maturiteeteilla. Sekä ensi- että toissijaisessa määrittystavassa käytetään EMMI:n määrittelemää laskentakaavaa. Jos kumpikaan edellä mainituista tavoista ei ole mahdollinen, voidaan kolmantena vaihtoehtona käyttää dataa muilta euroaluetta muistuttavilta markkinoilta sekä hyödyntää pankin omaa näkemystä ja laskentamenetelmiä.¹⁴⁰

3.3 Rahoitusinstrumenteilla tapahtuva manipulointi

Moderni tietotekniikka on luonut yhä moninaisimpia tapoja hyödyntää rahoitusmarkkinoita. Tekniikan nopea kehittyminen luo lainsäätäjille ja valvoville viranomaisille tuntuvia haasteita pysyä kehityksen tahdissa. Tunnettu esimerkki rahoitusmarkkinoiden manipuloinnista nopean automatisoidun kaupankäynnin keinoin oli Yhdysvalloissa vuonna 2010 tapahtunut *flash crash*. Tapaus alkoi, kun kansasilainen rahastoyhtiö Wadell & Reed antoi toimeksiannon myydä yli neljän miljardin dollarin arvosta S&P 500 -indeksiin sidottuja johdannaisia. Toimeksiannossa ei oltu määritetty alinta myyntihintaa tai jaksotettu myyntiajankohtaa. Koska kyseessä oli valtavan kokoinen toimeksianto, futuureja myytiin koko ajan alenevaan kurssiin, kunnes noin kahdenkymmenen minuutin kuluttua toimeksianto oli saatu toteutettua. Pian toimeksiannon toteutumisen jälkeen muut markkinaosapuolet alkoivat tehdä omia toimeksiantojaan, josta seurasi koko loppupäivän kestänyt korkea volatiliteetti ja matala likviditeetti. Pahimmillaan pörssin markkina-arvosta sulii jopa triljoona dollaria.¹⁴¹

Alun perin viranomaiset eivät pitäneet *Flash Crashia* manipuloinnin seurauksena, mutta viisi vuotta myöhemmin saatiin uusia todisteita, kun Navinder Singh Sarao pidätettiin kotonaan Lontoon ulkopuolella. Syytteiden mukaan hän oli suunnitellut algoritmin manipuloimaan S&P 500 -indeksiin sidottujen futuurien hintoja. Käytännössä algoritmi antoi markkinoille valtavan määrän ostotoimeksiantoja, jotka se kuitenkin peruutti juuri ennen toimeksiannon toteutumista. Syyttäjän mukaan Sarao manipuloi indeksiä useiden vuosien ajan ja nettosi toiminnallaan 40 miljoonaa dollaria. Tapaus osoittaa selvästi, miten haavoittuvainen rahoitusmarkkina on manipuloinnille sekä miten hankalaa viranomaisten on havaita väärinkäytöksiä.¹⁴² Seuraavassa käymme läpi eräitä strategioita,

¹³⁹ EMMI: D0373B-2018 AL, s. 1–3

¹⁴⁰ EMMI: AL D0034-2019, s. 8

¹⁴¹ Lin 2017, s. 1260–1261

¹⁴² Lin 2017, s. 1262–1264

joiden avulla markkinoita voidaan manipuloida sekä tarkastelemme, millaisia sääntelyhaasteita nykyaikaiseen algoritmiperusteiseen kaupankäyntiin liittyy.

3.3.1 Eräitä manipulointistrategioita

Perinteiset markkinamanipuloinnin keinot alkavat käydä yhä hankalammiksi toteuttaa, koska ne on lainsäädännössä tehokkaasti kielletty ja kiinnijäämisriski on korkea. Vanhimpia tapoja markkinoiden manipuloimiseen ovat niin kutsutut *cornering*- ja *squeezing*-strategiat. Ensin mainitussa strategiassa yksi tai useampi markkinaosapuoli, jolla on huomattava määrä pääomaa käytössään, hankkii omistukseensa tietyn hyödykkeen tai arvopaperin koko tarjonnan ja sanelee sen jälkeen sille markkinahinnan. *Squeezing* on muuten vastaava järjestely, mutta siinä markkinaosapuoli hankkii haltuunsa merkittävän osa hyödykkeen tai arvopaperin tarjonnasta ja käyttää määräävää asemaansa markkinahintojen manipulointiin itselleen suosiolliseen suuntaan.¹⁴³

Front running on menettely, jossa meklari saa asiakkaaltaan toimeksiannon, mutta ennen sen toteuttamista tekee oman toimeksiantonsa.¹⁴⁴ Esimerkiksi meklari voi myydä itse omistamansa Nokian osakkeet ennen kuin toteuttaa saamansa suuren myyntitoimeksiannon, joka tulee todennäköisesti laskemaan Nokian osakekurssia. Näin meklari hyötyy saamalla osakkeistaan paremman hinnan. Kuten luvussa 2 on käsitelty tarkemmin, tällainen toiminta voidaan katsoa sisäpiirintiedon väärinkäytöksi, koska juuri tullut toimeksianto on selvästi julkistamatonta ja täsmällistä tietoa, jonka voidaan olettaa vaikuttavan olennaisesti arvopaperin hintaan.

Wash trading -termi sisältää kaksi erilaista strategiaa. Ensimmäisessä versiossa manipuloijat tekevät keinotekoisia ostotarjouksia tietystä arvopaperista luodakseen kuvaa kysynnästä, jolloin muut sijoittajat alkavat ostaa arvopaperia, mikä nostaa sen kurssia ja hyödyttää näin manipuloijaa. Toisessa skenaariossa manipuloija voi pyrkiä painamaan arvopaperin kurssia tilapäisesti alaspäin, jolloin hän ei kuitenkaan altistu oikealle taloudelliselle riskille, mutta hyötyy väliaikaisesta kurssilaskusta.¹⁴⁵ *Wash Tradingia* käytetään esimerkiksi verotuksen optimointiin, jolloin voitolla olevat osakkeet myydään matalalla kurssilla pois ja ostetaan pian samalla hinnalla takaisin, jolloin realisoituu verotuksessa vähennettävä myynt tappio, mutta koska osakkeet ostetaan heti takaisin, ei transaktioon liity todellista taloudellista riskiä.

Edellä mainitut strategiat ovat melko vanhanaikaisia, eikä niiden toteuttamiseen tarvita hienostunutta teknologiaa. Kehittynyt teknologia on kuitenkin luonut mahdollisuuksia niin kutsutulle kyberneettiselle manipuloinnille, joka voi ilmentyä sekä perinteisten

¹⁴³ Lin 2017, s. 1281–1282

¹⁴⁴ Lin 2017, s. 1283

¹⁴⁵ Lin 2017, s. 1283–1284

strategioiden tehokkaampana toteuttamisessa, että kokonaan uusina manipuloinnin tapoina. Esimerkki uudeltaisesta manipulointistrategiasta on *pinging*, jossa ideana on, että algoritmi tekee nopeasti lukuisia pieniä toimeksiantoja tiettyyn arvopaperiin liittyen, mutta peruuttaa toimeksiannot ennen, kuin ne ehtivät toteutua. Muut sijoittajat kuitenkin reagoivat näihin toimeksiantoihin, jolloin he tulevat paljastaneeksi manipuloijalle esimerkiksi sen, mikä on paras hinta, jolla he ovat valmiita ostamaan tiettyä osaketta.¹⁴⁶

Spoofing on toinen uuden teknologian mahdollistama manipulointistrategia, jossa algoritmi tekee paljon pieniä myyntitoimeksiantoja, jotka ovat huomattavasti alle nykyisen markkinahinnan. Tässäkin tapauksessa toimeksiannot perutaan ennen kuin ne ehtivät toteutua, mutta muut markkinaosapuolet reagoivat kuitenkin signaaliin, että arvopaperin kurssi on laskussa ja alkavat realisoida positioitaan alenevaan kurssiin, jolloin manipuloija voi ostaa arvopapereja keinotekoisena halvalla. Aiemmin kuvatussa *flash crashissa* oli osaltaan kyse juurikin tällaisista *spoofing*-toimeksiannoista.¹⁴⁷

Kyberneettisellä manipuloinnilla voidaan myös tehostaa perinteisiä manipulointistrategioita, kuten esimerkiksi toteuttamalla elektronista *front runningia*. Idea on sikäli sama kuin strategian perinteisessä versiossa. Erona on kuitenkin, että sen sijaan, että meklari hyödyntäisi tietoa saamastaan toimeksiannosta, algoritmi hyödyntää tietoa eri markkinapaikoilla tapahtuvista transaktioista ja tekee niiden perusteella nopeasti kaupat toisella markkinapaikalla. Lainsäätäjät kiistelevät siitä, miten tällaiseen toimintaan pitäisi suhtautua, koska se voidaan mieltää manipulaatioksi, mutta samalla nopea kauppa lisää likviditeettiä ja poistaa nopeasti eri markkinapaikkojen väliset hinnoitteluvirheet tehden näin markkinoista tehokkaammat.¹⁴⁸

3.3.2 Algoritmiperusteisen kaupankäynnin sääntelyhaasteet

Keskeinen ongelma nopean algoritmiperusteisen kaupankäynnin sääntelyssä on se, että viranomaisilla on aina suuria yksityisiä toimijoita rajallisemmat resurssit käytössään ja vastaavasti lainsäädäntöprosessit ovat luonnostaan siinä määrin hitaita, että manipuloijat ehtivät kehittää aina uusia strategioita nopeammin kuin niihin ehditään lainsäädännön keinoin puuttua.¹⁴⁹ Nopealla kaupalla tehtävän manipuloinnin ehkäisemiseksi on esitetty esimerkiksi minimiaikaa, joka toimeksiannon tulisi olla voimassa. Tällä olisi tarkoitus vähentää peruttujen toimeksiantojen määrää ja näin heikentää *front runningin* mahdollisuuksia. Käytännössä tällä saattaisi kuitenkin olla päinvastainen vaikutus, koska pidemmistä toimeksiannoista johtuen markkinalla olisi vähemmän hälyä, jolloin algoritmeilla

¹⁴⁶ Lin 2017, s. 1287–1288

¹⁴⁷ Lin 2017, s. 1288–1289

¹⁴⁸ Lin 2017, s. 1290–1291

¹⁴⁹ Lin 2017, s. 1294

pääsisi kiinni isompiin kauppoihin. Euroopan komission on ehdottanut 0,02 % veron asettamisesta peruutetuille toimeksiannoille. On kuitenkin epäselvää, olisiko verolla käytännössä mitään vaikutusta.¹⁵⁰

Kolmantena ehdotuksena on ollut, että markkinoita muutettaisiin siten, että kauppa ei olisi täysin reaaliaikaista, vaan kaupat toteutettaisiin suljettuina huutokauppoina esimerkiksi kerran sekunnissa. Tällöin muut markkinaosapuolet eivät näkisi huutokauppaan tehtäviä tarjouksia, mikä heikentäisi *front runningin* mahdollisuuksia. Jokaisessa huutokaupassa transaktiot toteutettaisiin myös kyseisen sekunnin keskihinnalla. Toteutuessaan ehdotus myös vähentäisi tarvetta markkinatoimijoiden kilpavarustelulle, jossa nykyisin jokainen säästetty sekunnin murto-osa voi ratkaista menestyksen markkinoilla. Samoin huutokauppajärjestelmä helpottaisi markkinapaikkojen tietoliikennevaatimuksia, koska niillä olisi enemmän aikaa käsitellä toimeksiantoja, mikä tekisi markkinoista vähemmän haavoittuvaiset ja alttiit *flash crashin* tyyppisille kriiseille.¹⁵¹

Kun suunnitellaan optimaalista markkinasääntelyä, keskusteluun nousee se, kuinka hyvin lainsäätäjän tulee olla perillä rahoitusmarkkinoiden monimutkaisuudesta ja missä määrin tämän kompleksisuuden tulee heijastua lainsäädäntöön. Esimerkiksi Saksassa on puututtu algoritmikaupan ongelmiin velvoittamalla markkinatoimijat ilmoittamaan viranomaisille käyttämistään algoritmeista. Ilmoituksessa tulee kuvata algoritmin käyttötarkoitus, rakenne ja toimintaperiaate. Käytössä olevat algoritmit identifioidaan numeroilla ja jokaisen transaktion yhteydessä kerätään tieto, millä algoritmilla toimeksianto on tehty. Tavoitteena on helpottaa markkinamanipulaatioyritysten havaitsemista. Ongelmaksi nousee kuitenkin, miten esimerkiksi määritellään se, mihin ensimmäinen algoritmi päättyy ja mistä seuraava alkaa. Käytännössä tämä ongelma on näkynyt siinä, että eri yritykset ilmoittavat huomattavan eri suuruisia määriä käyttämistään algoritmeista.¹⁵²

3.4 Markkinoiden tunnustelu ja itsesääntely

Markkinoiden tunnustelulla tarkoitetaan tilannetta, jossa liiketoimea suunniteltaessa siitä annetaan etukäteen tietoa yhdelle tai useammalle sijoittajalle.¹⁵³ Tarkoituksena on arvioida, olisivatko esimerkiksi yhtiön suurimmat omistajat halukkaita merkitsemän osakkeita suunnitellussa osakeannissa. Tältä osin markkinoiden tunnustelu nivoutuu kiinteästi aiemmin käsiteltyyn sisäpiirisääntelyyn ja se voidaankin nähdä eräänlaisena suojasääntöksenä. Alla käydään tarkemmin läpi, millä edellytyksillä sisäpiirintietoa voidaan ilmaista markkinoiden tunnustelutarkoituksessa sekä sitä mitä muita keinoja yhtiöllä ja sisäpiiriläisillä on suojautua markkinoiden väärinkäyttösyytöksiltä.

¹⁵⁰ Manahov 2016, s. 393–394

¹⁵¹ Manahov 2016, s. 394–395

¹⁵² Coombs 2016, s. 278–280

¹⁵³ EPNAs (EU) N:o 596/2014 artikla 11

3.4.1 *Markkinoiden tunnustelu suoja säännöksenä*

Markkinoiden tunnustelu on niin kutsuttu turvasatamasäännös, joka ei suoraan velvoita osapuolia ja he voivat vapaasti päättää, noudattavatko sitä vai eivät. Laki nimittäin sallii sisäpiirintiedon ilmaisemisen osana henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Jos säännöstä ei kuitenkaan noudateta, on olemassa riski, että menettely katsotaan laittomaksi sisäpiirintiedon ilmaisemiseksi. Säännöksen mukaan Tiedon ilmaisevan osapuolen tulee arvioida ennen tiedon ilmaisemista, onko kyseessä sisäpiirintieto ja tiedon vastaanottajan tulee suostua siihen, että hänelle ilmaistaan sisäpiirintietoa. Ilmaisijan vastuulla on myös neuvoa vastaanottajaa, millaisia kieltoja hänen saamansa tiedon ilmaisemiseen ja käyttämiseen liittyy. Lisäksi ilmaisijan vastuulla on dokumentoida tarkasti, mitä tietoa on ilmaistu kenelle ja milloin.¹⁵⁴

MAR 11 artiklassa asetetaan markkinoita tunnustelevalle yhtiölle tarkat dokumentointivelvoitteet. Kirjata täytyy muun muassa tiedonsaajien täydet henkilötiedot sekä tiedot hänen puolestaan ja lukuunsa toimivista oikeus- ja luonnollisista henkilöistä. Dokumentoida tulee myös tiedon luovuttamisen tarkka ajankohta kellonaikoinen. Artiklan mukaan tiedon luovuttajan tulee myös ilmoittaa tiedon vastaanottajalle viipymättä, kun tunnustelun yhteydessä ilmaistu tieto lakkaa olemasta sisäpiirintietoa. Ei siis riitä, että tieto julkistetaan esimerkiksi pörssitiedotteella, vaan ilmoitus pitää tehdä myös suoraan tiedon saajalle. Dokumentit tunnustelun yhteydessä ilmaistuista tiedoista on säilytettävä viisi vuotta ja ne pitää vaadittaessa toimittaa viranomaisille. Olennaista on myös se, että vaikka tiedon ilmaisijalla onkin laaja vastuu ohjeistaa tiedon vastaanottajaa tiedon sisäpiirilun- teesta, tulee tiedon saajan kuitenkin MAR 11 artiklan 7 kohdan mukaan myös itse arvioida, onko hänen saamansa tieto sisäpiirintietoa ja milloin se lakkaa olemasta sisäpiirin- tietoa.

Vaikka markkinoiden tunnustelusäännös on haluttu tehdä turvasatamasäännökseksi, liittyy siihen myös eräitä ongelmia. MAR 11 artiklan mukaiset dokumentointivaatimukset ovat nimittäin hyvin yksityiskohtaiset ja laajat, joten niiden täyttäminen vaikuttaa melko työläältä sääntelyn kohteen kannalta. Toki on ymmärrettävää, että tarjotessaan turvasata- man mahdollisuutta lainsäätäjä vaatii myös selontekoa siitä, miten säännöstä on hyödyn- netty.¹⁵⁵

Oikeusoppineiden keskuudessa on edelleen epäselvyyttä siitä, onko tunnustelusäännös velvoittavaa oikeutta vaiko suoja säännöksen omainen kädenojennus sääntelyn kohteille. Voidaankin ajatella, että tavallaan säännös on tehty ennen kaikkea pankkeja silmällä pitäen, koska ne dokumentoisivat joka tapauksessa kaiken suunniteltuun transaktioon liit- tyvän tiedon, mutta ongelma nousee erityisesti liiketoimen muiden osapuolten välillä. Esimerkiksi yrityskauppaa suunniteltaessa kaikkien ostajan ja myyjän välisten

¹⁵⁴ HE 65/2016 vp, s. 10

¹⁵⁵ Green – Torrens 2016, s. 7–8

puheluiden, keskustelujen ja sähköpostien dokumentoiminen olisi kaupan osapuolille jopa kohtuuttoman työlästä. Epäselvyyttä liittyy myös siihen, tuleeko esimerkiksi Yhdysvalloissa listatun yrityksen noudattaa artiklan dokumentointivelvoitteita, jos se laskee liikkeelle velkapapereita EU-alueella.¹⁵⁶

3.4.2 *Itsesääntely ja väärinkäytösten ennaltaehkäisy*

Vaikkei yhtiöillä olekaan merkittävästi valinnanvaraa markkinoiden väärinkäyttöä koskevan lainsäädännön noudattamisessa, on itsesääntelyllä silti roolinsa väärinkäytösten ennaltaehkäisyssä.¹⁵⁷ Itsesääntelyn voidaan katsoa täydentävän viranomaissääntelyä¹⁵⁸, jolloin keskeinen etu on, että muuttuvaan ympäristöön voidaan reagoida nopeasti. Sääntelyyn on myös helpompi sitoutua, kun säänneltävät tahot ovat itse olleet mukana sopimassa säännöistä.¹⁵⁹ Itsesääntely on usein myös taloudellisesti tehokkaampaa kuin viranomaissääntely, mikä on erityisen tärkeää juuri arvopaperimarkkinoilla, joiden toiminta perustuu pääomien mahdollisimman kustannustehokkaaseen allokontiin. Etuna on myös, että kustannukset kohdistuvat valvonnan kohteille, eivätkä veronmaksajille yleisesti.¹⁶⁰ Vaikka itsesääntely onkin lähtökohtaisesti vapaaehtoista, on sillä monissa kohdin lakiin perustuva asema, jolloin sen velvoittavuus on samaa luokkaa kuin perinteisellä sääntelyllä. Esimerkiksi pörssin säännöille on annettu laissa velvoittava asema¹⁶¹.

Pörssin merkitys itsesääntelyelimenä on keskeinen, mikä näkyy esimerkiksi pörssin antamana sisäpiiriohjeena, jossa täsmennetään sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuuksia, ohjeistetaan sisäpiirirekisterien pitämistä ja annetaan muita ohjeita sisäpiirintiedon väärinkäytön ehkäisemiseen. Tärkeitä ovat myös yhtiöiden omat sisäiset ohjeistukset ja toimiva *compliance*-toiminto, jonka tehtävänä on seurata kehittyvää lainsäädäntöä ja kehittää prosesseja, joilla sääntelyn vaatimukset täytetään.¹⁶²

Sisäpiirintietoa hallussaan pitävän henkilön on syytä arvioida kaupankäyntinsä motiiveja ennakkoon. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä arvioitaessa vaaditaan, että teko on tehty hyötymistarkoituksessa. Mikäli henkilö voi osoittaa kaupankäynnille olleen jokin muu hyväksyttävä syy, ei häntä voida tuomita sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, vaikka rikoksen muut tunnusmerkit täytyisivätkin. Edellä mainitun kaltaisia suoja-säännöksiä kutsutaan erityisesti Yhdysvalloissa nimellä *safe harbor rule*. Yleinen tapa välttää syytöksiä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ovat sisäpiiriläisten hankintaohjelmat, joissa osakkeiden

¹⁵⁶ Labbé 2018

¹⁵⁷ Häyrynen 2009 s. 50—52

¹⁵⁸ Kotiranta 2014 s. 249

¹⁵⁹ Häyrynen 2009 s. 50—52

¹⁶⁰ Kotiranta 2014 s. 252

¹⁶¹ Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 2 luku 23—24 §

¹⁶² Häyrynen 2009 s. 53

ostosta sovitaan ennakkoon, jolloin henkilöllä ei ole hallussaan sisäpiirintietoa.¹⁶³ Hankintaohjelmia ja niihin liittyviä tulkintaongelmia on tarkasteltu lähemmin osiossa 2.3.3.

Hankintaohjelmien lisäksi sisäpiiriläisten kaupankäynti oman yhtiön osakkeilla voidaan järjestää myös antamalla se kokonaan ulkopuolisen omaisuudenhoitajan tehtäväksi. Tällöin omaisuudenhoitaja käy kauppaa kohdeyhtiön osakkeilla täysin itsenäisesti, eikä sisäpiiriläinen neuvo häntä millään tavalla. Vaikka kaupankäynti olisikin ulkoistettu, vastaa sisäpiiriläinen edelleen esimerkiksi suljettujen ikkunoiden noudattamisesta. Suljetuilla ikkunoilla tarkoitetaan tulosjulkistuksia edeltäviä ajanjaksoja, jolloin pysyvien sisäpiiriläisten kaupankäynti yhtiön osakkeella on kielletty. Kolmas vaihtoehto on, että sisäpiiriläinen vastaa itsenäisesti kaupankäynnistä yhtiönsä osakkeilla ja harkitsee näin olleen jokaisen kaupan kohdalla erikseen, onko hänellä hallussaan sisäpiirintietoa, jonka käyttö kaupankäynnissä on kiellettyä.¹⁶⁴

3.5 Yhteenveto

Tässä luvussa on käyty läpi markkinoiden väärinkäyttödirektiivin ja sitä kautta Suomen arvopaperimarkkinalain tarkoittamaa markkinoiden manipulointia. Luvun aluksi käsiteltiin harhaanjohtavan tiedon levittämistä ja arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta. Keskeistä tässä on se, että uudenaikainen teknologia on luonut yhä monipuolisempia mahdollisuuksia manipuloiduille hyväksikäyttää markkinoita ja levittää harhaanjohtavaa tietoa omaksi taloudelliseksi hyödykseen. Luonnollisesti tämä on hankaloittanut viranomaisten ja lainsäätäjien mahdollisuuksia pysyä perässä yhä nopeammaksi ja monimutkaisemmaksi muuttuvassa markkinaympäristössä. Kuten luvun alkupuolella todettiin, harhaanjohtavan tiedon levittäminen nousee aika ajoin myös talousmedian ulkopuolisiin uutisiin, kuten esimerkiksi Tiedon kryptinen pörssitiedote osoittaa.

Seuraavassa alaluvussa on siirrytty käsittelemään LIBOR-skandaalia, jossa oli tiivistettynä kyse siitä, että korkopaneeliin kuuluvat pankit ilmoittivat tahallaan virheellisiä korkoja. Syinä tähän oli sekä halu saada oma pankki vaikuttamaan kilpailukykyisemmältä että alalla vakiintunut tapa tehdä palveluksia muille paneelipankeille ja pitää näin huolta liikesuhteista. Skandaalin tultua ilmi on esitetty merkittäviä uudistuksia LIBOR-koron laskentaan, jotta vastaavilta skandaaleilta vältyttäisiin jatkossa ja viitekorkoon sidotut rahoitusinstrumentit tulevat hinnoitelluksi oikein. Keskeistä ehdotetuissa uudistuksissa on se, että niissä vähennettäisiin pankkien harkintavaltaa korkoilmoituksissaan ja painotettaisiin enemmän dataa toteutuneista transaktioista. Ongelmana on kuitenkin edelleen se, ettei markkinadataa ole välttämättä riittävästi, jolloin pankeille jää edelleen harkinnanvara siinä, millaisen koron se ilmoittaa.

¹⁶³ Häyrynen 2006 s. 76—77

¹⁶⁴ Häyrynen 2006, s. 88—89

Kolmannessa alaluvussa on syvennytty erilaisiin käytännön strategioihin, joilla markkinoita on manipuloitu. Luvussa on käsitelty erityisesti nopean algoritmikaupan aiheuttamia ongelmia, josta esimerkkinä luvun alkupuolella mainittu *flash crash*, jossa yksi suuri kömpelösti toteutettu toimeksianto sai koko New Yorkin pörssin sekaisin, kun algoritmit alkoivat tehdä toimeksiantoja alkaneen trendin pohjalta. Olennaista on kuitenkin se, ettei algoritmikauppaa voida pitää varsinaisena pahuuden ja ahneuden ruumiillistumana, vaan normaaleissa oloissa se myös parantaa markkinoiden likviditeettiä ja poistaa arbitraasimahdollisuuksia markkinapaikkojen väliltä, mikä tehostaa markkinoiden toimintaa.

Luvun lopuksi on pureuduttu vielä markkinoiden tunnusteluun sekä itsesääntelyn merkitykseen markkinoiden sääntelyn osatekijänä. Markkinoiden tunnustelua voidaan pitää eräänlaisena suojasäännöksenä, joista kansainvälisessä kirjallisuudessa käytetään termiä *safe harbour rule*. Ongelmallista säännöksessä on kuitenkin, että sen noudattaminen asettaa yritykselle hyvin laajat ja yksityiskohtaiset dokumentointivelvollisuudet, mikä voi osoittautua kohtuuttoman työlääksi varsinkin tilanteissa, joissa organisaatiolla on valtavasti työtä jo valmiiksi. Esimerkkinä tällaisesta tilanteesta voisi olla vaikkapa yritysoston valmistelu. Itsesääntelyn rooli voitaneen tiivistää lyhykäisyydessään siihen, että vaikka yhtiöt eivät voi valita, noudattavatko ne markkinoiden väärinkäyttöä koskevaa lainsäädäntöä, tukee itsesääntely alan omaa sitoutumista yhteisiin pelisääntöihin ja mahdollistaa toiminnan ketterämmän kehittämisen, kuin raskas lainsäädäntöprosessi.

4 MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTTÖ JA YHTEISKUNTA

Tutkielmassa on tähän mennessä käsitelty, mitä sisäpiirintiedon väärinkäytöllä ja markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan. On kuitenkin sekä olennaista ja kiehtovaa ymmärtää myös ilmiöiden taustalla vaikuttavia tekijöitä. Tämän luvun aluksi tarkastellaan sitä, millaiset ihmiset ja organisaatiot syyllistyvät arvopaperimarkkinarikoksiin. Seuraavaksi tarkastellaan rangaistusteorioita sekä toimivan kriminalisoinnin ominaisuuksia ja lopuksi paneudumme vielä käytännön tasolle tarkastelemalla arvopaperimarkkinaväärinkäytösten sanktiointia sekä rangaistusvastuun jakautumista oikeus- ja yksityishenkilön välillä, koska usein arvopaperimarkkinarikoksiin liittyy molempien tyyppisiä henkilöitä esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiö jättää noudattamatta tiedonantovelvollisuuttaan ja yhtiön johtoon kuuluva henkilö käyttää tätä tietoa RL 51 luvun 1§:ssä kuvatulla tavalla ja syyllistyy näin sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.

Klassisessa kriminologisessa lähestymistavassa ihmiset mielletään klassisen rahoitus-teorian tavoin rationaaliseksi toimijoiksi, jotka tekevät valintoja oman vapaan tahtonsa pohjalta. Lain rikkomista harkitessaan rationaalinen ihminen vertaa keskenään rikoksella saavutettavaa hyötyä sekä kiinnijäämisen todennäköisyyttä ja seuraamuksia. Hyödyt voivat olla sekä taloudellisia että esimerkiksi mielihyvään tai vaivansäästöön liittyviä seikkoja ja vastaavasti seuraamukset taloudellisten tappioiden ja vapaudenmenetyksen ohella esimerkiksi maineen menetys. Positivistisessa kriminologisessa tutkimuksessa ajatuksena on, että ihminen ei itse tietoisesti valitse rikollista toimintaa, vaan siihen ohjaavat esimerkiksi psykologiset ja yhteiskunnalliset syyt.¹⁶⁵

Tässä luvussa tarkastellaan markkinoiden väärinkäyttöä ensisijaisesti klassisesta kriminologisesta näkökulmasta, koska arvopaperimarkkinarikoksilla, kuten talousrikoksilla yleensäkin, on selkeä taloudelliseen hyötyyn tähtäävä motiivi, joten on perusteltua käyttää myös tässä yhteydessä taloustieteen rationaalista ihmiskäsitystä. Lisäksi markkinoiden väärinkäyttö on luonteeltaan niin kutsuttua valkokaulusrikollisuutta, johon syyllistyvät useimmiten korkeasti koulutetut ja korkeassa asemassa olevat ihmiset, mitä käsitellään seuraavassa tarkemmin.

4.1 Ketkä syyllistyvät arvopaperimarkkinarikoksiin?

Jotta voimme ymmärtää, millainen on hyvä kriminalisointijärjestelmä, meidän tulee ensin ymmärtää, mistä rikollisuus johtuu. Rikollisuutta on perinteisesti selitetty kahden tyyppisillä teorioilla; rutiinitoimintateorialla ja rikoskuvioteorialla. Uudempi lisäys näihin on rikos valintana -teoria. Yhteistä näille kaikille on se, että rikos tehdään tekijän omasta

¹⁶⁵ Tapani – Tolvanen 2013, s. 15

motivaatiosta, eikä läsnä ole riittävää valvontaa ja sitä kautta kiinnijäämisriskiä. Näissä olosuhteissa rationaalisesti toimiva ihminen arvioi rikoshyödyn odotusarvon olevan positiivinen ja toimii sen mukaan.¹⁶⁶

Rutiinotoimintateorian lähtökohta on, että yksilön motivaatio toimia rikollisesti tulee annettuna ja tarkoituksena on selittää ennen kaikkea, millaiset olosuhteet saavat hänet toteuttamaan rikoksen. Ideana on, että sopivan tilaisuuden tullen rikos tehdään osana päivittäisiä rutiinotoimia. Teorian mukaan erityisen olennaista rikokseen ryhtymisen kannalta on, millainen kiinnijäämisriski tekoon liittyy.¹⁶⁷ Rikoskuvioteoria on muuten sisällöllisesti samanlainen, kuin rutiinotoimintateoria, mutta siihen on lisätty, että rikos vaatii aina tietyn tekopaikan.¹⁶⁸

Edellisessä kappaleessa esitetyt teoriat ovat syntyneet tutkimalla erityisesti kaduilla tapahtuvaa väkivaltarikollisuutta, joten ne eivät täysin sovellu arvopaperimarkkinarikoksiin, joiden tekemiseen ei esimerkiksi vaadita tiettyä tekopaikkaa.¹⁶⁹ Näkemykseni mukaan parhaiten valkokaulusrikollisuutta selittää rikos valintana -teoria, koska se korostaa erityisesti tekijän omaa motivaatiota ja hyödyn tavoittelua.

4.1.1 *Valkokaulusrikollisten demografiset piirteet*

Perinteisesti valkokaulusrikollisuuteen, johon myös markkinoiden väärinkäyttöririkokset lukeutuvat, on liitetty oletus tekijän korkeasta sosioekonomisesta asemasta.¹⁷⁰ Näin ei kuitenkaan aina ole, kuten käy ilmi esimerkiksi sisäpiirisääntelyn yhteydessä esitellystä *Chiarella*-tapauksesta, jossa kirjapainon työntekijä oli hyväksikäyttänyt saamaansa tietoa tulevasta ostotarjouksesta ja ostanut sen perusteella kohdeyhtiön osakkeita. Samalla tavoin Suomen arvopaperilainsäädännössä teon moitittavuus ei edellytä tekijältä esimerkiksi tiettyä asemaa yrityksessä. Näin ollen onkin hedelmällisempää tarkastella, miten yksilön status vaikuttaa hänen mahdollisuuksiinsa ja halukkuuteensa toteuttaa markkinoiden väärinkäyttörikoksia sen sijaan, että status otettaisiin annettuna. Valkokaulusrikollisuutta voidaanakin lähestyä myös määritelmällä, jonka mukaan rikos tehdään petoksen tai harhaanjohtamisen keinoin ja muilla kuin fyysisillä välineillä.¹⁷¹ On siis hyvä ottaa huomioon, että alla oleva tutkimus keskittyy nimenomaan valkokaulusrikollisuuteen tekojen luonteen näkökulmasta ja esimerkiksi korkeassa asemassa olevien henkilöiden tekemiä väkivaltarikoksia ei pidetä tässä yhteydessä valkokaulusrikollisuutena.

¹⁶⁶ Alalehto 2018, s. 838

¹⁶⁷ Cohen – Felson 1979, s. 589

¹⁶⁸ Alalehto 2018, s. 840

¹⁶⁹ Alalehto 2018

¹⁷⁰ Ks. esim. Sutherland 1940

¹⁷¹ Benson – Simpson 2018, s. 21

Arvopaperimarkkinarikoksia on tutkittu erityisesti Yalen yliopistossa osana muita valkokaulusrikollisuutta. Tutkimuksissa ovat siis mukana myös esimerkiksi veropetokset ja kirjanpitorikokset.¹⁷² Korostuneen pohjoisamerikkalaisesta kontekstista johtuen tulokset eivät välttämättä ole täysin yleistettävissä Suomeen ja Eurooppaan, mutta niistä saadaan kuitenkin osviittaa yrittäessämme hahmotella millaiset ihmiset syyllistyvät markkinoiden väärinkäyttöön. On myös hyvä huomata, että Yalen tutkimusaineisto perustuu kiinnijääneisiin ja tuomittuihin rikoksentehtäjiin, joten voimme perustellusti kysyä, onko tutkimusotokseen valikoitunut keskimääräistä kyvyttömämpiä tekijöitä ja edustavatko he näin ollen myös niitä rikoksentehtäjiä, jotka eivät jää kiinni.

Suurin osa valkokaulusrikoksiin syyllistyvistä on keski-ikäisiä valkoisia miehiä. Tämä johtuu kuitenkin pitkälti siitä, että naiset ja etniset vähemmistöt ovat aliedustettuja suurten yritysten ylimmässä johdossa, joten heillä ei näin ollen ole yhtä hyviä mahdollisuuksia esimerkiksi saada haltuunsa sisäpiirintietoa, jolloin he eivät pysty syyllistymään sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, vaikka haluaisivatkin.¹⁷³ Tutkimuksissa on havaittu, että valkokaulusrikolliset eroavat selvästi esimerkiksi väkivaltarikollisista siinä, että heillä on korkeampi koulutustaso ja tavallisesti keskiluokkainen perhetausta. He eivät silti keskimäärin ole syntyneet rikkaiksi, vaikka pärjäävätkin taloudellisesti melko hyvin. Mielenkiintoista on kuitenkin se, että vaikka valkokaulusrikolliset ovat väkivaltarikollisia selvästi korkeammin koulutettuja, heistäkin vain alle 30 %:lla on korkeakoulututkinto.¹⁷⁴

Myös työhistoriassa on selkeä ero väkivaltarikollisten ja valkokaulusrikollisten välillä. Suurin osa väkivaltarikollisista on rikoksentehtäjillä työttömiä, kun taas valkokaulusrikollisten työllisyysaste rikoksen tekohetkellä vastaa väestön yleistä työllisyysastetta. Kuitenkin valkokaulusrikollisista vain alle 60 % on ollut keskeytyksettä työsuhteessa rikosta edeltävien viiden vuoden ajan.¹⁷⁵ Valkokaulusrikollisen arkkityyppi nähdään myös perinteisesti varakkaana. Varallisuusasemassa on kuitenkin selkeää hajontaa riippuen siitä, millaiseen rikokseen tekijä on syyllistynyt. Tässä yhteydessä erityisesti arvopaperimarkkinarikoksiin ja hintakeinotteluun sekä kartelleihin syyllistyneet ovat keskimäärin selvästi muita valkokaulusrikollisia paremmassa varallisuusasemassa verrattuna esimerkiksi pankkikavallusten tekijöihin, jotka vaikuttavat olevan taloudellisesti melko tiukoilla rikokseen syyllistyessään. Arvopaperimarkkinarikoksiin syyllistyneet ovat myös keskimäärin valkokaulusrikollisista korkeimmin koulutettuja, mutta heistäkin vain n. 40 % on suorittanut korkeakoulututkinnon.¹⁷⁶

Yalen tutkimukset ovat alun perin 1970-luvulta. Myöhemmissä tutkimuksissa on huomattu jonkin verran muutosta valkokaulusrikollisten demografiassa. Tekijät ovat edelleen

¹⁷² Benson – Simpson 2018, s. 20

¹⁷³ Benson – Simpson 2018, s. 10

¹⁷⁴ Benson – Simpson 2018 s. 26

¹⁷⁵ Benson – Simpson 2018 s. 26

¹⁷⁶ Benson – Simpson 2018 s. 29

suurimmaksi osin valkoisia keski-ikäisiä miehiä, mutta naisten ja ei-valkoisten osuus on kasvanut sitä myötä, kun heidän osuutensa työelämässä ja yliopistoissa on kasvanut. Tekijöiden keski-ikä on pysynyt ennallaan 40–50 vuoden paikkeilla rikoksesta riippuen.¹⁷⁷

Kriminologisessa tutkimuksessa on alettu tutkia yhä enemmän rikollisten elämänvaiheita ja rikollista ”uraa”. Ajatuksena on, että elämä koostuu toisia seuraavista vaiheista, esimerkiksi pikkulapsivaihetta seuraa kouluvaihe, jota seuraa rikosvaihe. Katurikollisten urat ovat tyypillisesti lyhyehköjä ja alkavat teini-iässä, mutta päättyvät tavallisesti kahdenkymmenen ikävuoden paikkeilla. Teorian mukaan ensimmäinen rikos on tärkeä siirtymävaihe uuteen rikolliseen elämänvaiheeseen, koska kun ensimmäinen rikos on tehty, seuraavien tekemiseen on usein matalampi kynnyks. Vastaavasti hyvät kokemukset ruokivat muita hyviä kokemuksia. Rikollisuuteen vaikuttavana taustatekijänä on havaittu antisosiaalista käytöstä lapsuudessa aiheuttavat neuropsykologiset vajavuudet, jotka eivät kuitenkaan sellaisenaan johda rikollisuuteen, mutta yhdistettynä esimerkiksi huonoon vanhemmuuteen, aiheuttavat suuremman riskin ajautua rikoskierteeseen.¹⁷⁸

Kuten edellä on esitetty, valkokaulusrikoksiin syyllistyneet eroavat monella tavalla väkivaltarikollisista. Mielenkiintoinen huomio on kuitenkin, että 40 % valkokaulusrikollisista oli pidätetty aiemminkin muista rikoksista ja samoin kolmannes syyllistyneistä pidätettiin uudelleen kymmenen vuoden kuluessa edellisestä rikoksesta. He kuitenkin ovat aloittaneet rikollisen toiminnan vanhempina, kuin väkivaltarikolliset ja vastaavasti heidän rikollinen uransa kestää pidempään, joskin väärinkäytösten välillä on tavallisesti pitkiäkin aikoja. Yhtenä selityksenä tälle on, että valkokaulusrikolliset lopettavat nuoruuden kapinoinnin, kun he esimerkiksi opiskelun, perheen ja työelämän myötä integroituvat yhteiskuntaan. Korkeamman aseman myötä heille kuitenkin avautuu uusia mahdollisuuksia hyötyä rikollisesta toiminnasta, jolloin he esimerkiksi vaihtavat kavereiden mukiloinnin koulun pihalla veropetoksiin. Näin ollen valkokaulusrikollisuus haastaa perinteistä teoriaa siitä, että yhteiskuntaan integroitumisen pitäisi lopettaa rikollinen käytös pysyvästi.¹⁷⁹ Seuraavaksi perehdymmekin tarkemmin talousrikollisten persoonallisuuspiirteisiin ja motiiveihin.

4.1.2 Valkokaulusrikollisten motiivit ja persoonallisuuspiirteet

Bucy et al. ovat tutkineet valkokaulusrikollisten motiiveja asiantuntijahaastattelujen keinoin. Haastatellut ovat pääasiassa yhdysvaltalaisia nykyisiä ja entisiä syyttäjiä, joilla on pitkä kokemus valkokaulusrikoksista sekä valkokaulusrikoksista syytettyjen puolustusasianajajia.¹⁸⁰ Tutkimuksen pohjalta valkokaulusrikolliset voidaan jakaa

¹⁷⁷ Benson – Simpson 2018 s. 35

¹⁷⁸ Piquero – Benson 2004, s. 149–154

¹⁷⁹ Piquero – Benson 2004, s. 154–161

¹⁸⁰ Bucy et al. 2008, s. 401

persoonallisuuden mukaan kahteen päätyyppiin, johtajiin ja seuraajiin, joskaan jaottelu ei ole täysin yksiselitteinen, sillä joidenkin haastateltujen mukaan rikokset lähtevät usein pienestä keinottelusta, mutta eskaloituvat ajan myötä suuremmiksi vyyhdiksi ja samalla alun perin avustavassa asemassa olleet tekijät ottavat enemmän johtajan roolia välttääkseen kiinnijäämistä. Johtajien ja seuraajien lisäksi voidaan myös erottaa omiksi ryhmikseen rikoksentekijät, jotka eivät ole ymmärtäneet rikkovansa lakia sekä kostajat, jotka ovat ilmoittaneet rikoksesta viranomaisille mahdollisesti pienentääkseen omaa tuomioitaan.¹⁸¹ Vaikka jaottelu johtajiin ja seuraajiin saattaa olla jossain määrin yksinkertaistava, voi se kuitenkin osaltaan selittää edellä havaittua rikoksentekijöiden demografista hajontaa, mistä johtuen tarkastelemme seuraavaksi valkokaulusrikollisten persoonallisuuden piirteitä ja rikosten motiiveja tämän jaottelun pohjalta.

Yhteinen motiivi sekä johtajille, että seuraajille on, että he pelkäävät menettävänsä saavuttamansa aseman, maineen ja varallisuuden, jos esimerkiksi heidän työnantajansa tai perustamansa yritys menee konkurssiin. Tällöin rikollisella toiminnalla voidaan pyrkiä joko pelastamaan yritys tai toisaalta haalimaan itselle maksimaalinen määrä hyötyä ennen kuin laiva uppoaa. Pelko voi myös liittyä osakkeenomistajien luomiin paineisiin maksimoida yrityksen lyhyen aikavälin markkina-arvo ja samalla tekijän omat osakekurssiin sidotut etuudet.¹⁸² Valkokaulusrikollisuutta edistäviä organisaation piirteitä tarkastellaan lähemmin tuonnempana.

Tutkimuksessa havaittiin johtajille tyypillisinä persoonallisuuden piirteinä ahneus, kilpailullisuus ja röyhkeys sekä käsitys siitä, että hänellä on oikeus toimia haluamallaan tavalla (entitlement). Toisaalta johtajien motiivit voivat liittyä myös epätoivoon ja pelkoon aseman menetyksestä sekä esimerkiksi omistajilta tuleviin paineisiin.¹⁸³ Epätoivo saattaa osaltaan selittää edellä tehtyä havaintoa siitä, että valkokaulusrikoksiin syyllistyvät saattavat usein olla taloudellisesti melko tiukoilla. Samoin herää kysymys siitä, voiko esimerkiksi johtajien palkitsemisen sitominen pelkkään osakekurssiin ja markkina-arvon liian tarkka tuijottaminen kannustaa johtajia esimerkiksi kurssimanipulaatioon, jotta he maksimoivat omat tulonsa ja saavat säilyttää asemansa.

Haastateltavien näkemyksissä seuraajien motiiveista oli selvästi enemmän hajontaa, kuin näkemyksissä johtajien motiiveista ja moni ei edes ottanut niihin kantaa. Seuraajia luonnehdittiin haastatteluisissa heikoiksi, epäassertiivisiksi ”perässähiitäjiksi”, jotka eivät välttämättä ymmärrä rikkovansa lakia tai naiiviuttaan ajattelevat, ettei heille voi käydä mitään, koska he ovat vain seuranneet kunnioittamansa tai pelkäämänsä johtajan käskyjä. Seuraajia motivoi myös mahdollisuus korottaa tulojaan ja asemaansa organisaatiossa, jos he miellyttävät johtajaa ja toisaalta pelko työpaikkansa menettämisestä, jos he eivät tottele.¹⁸⁴ Tältä pohjalta voidaankin ajatella, että johtajat tavallaan muovaavat kätyrinsä,

¹⁸¹ Bucy et al. 2008, s. 405

¹⁸² Bucy et al. 2008, s. 415

¹⁸³ Bucy et al. 2008, s. 406–409

¹⁸⁴ Bucy et al. 2008, s. 409

joten on erityisen mielenkiintoista tarkastella, minkälaiset johtajat saavat muut organisaatioissa lähtemään mukaan rikolliseen toimintaan.

Valkokaulusrikoksiin syyllistyneet johtajat ovat demografisesti lähellä edellä käsiteltyä arkkityyppiä eli he ovat yleensä älykkäitä, varakkaita ja menestyneitä valkoisia miehiä. Johtajilla on korostunut kontrollinhalu ja he myös näkevät pitävänsä tilannetta hallussaan, vaikka näin ei välttämättä oikeasti olisikaan. Tästä johtuen he sietävät hyvin epävarmuutta ja ottavat helposti suuriakin riskejä saavuttaakseen yhä korkeampia tavoitteita. He ovat myös tavoitteellisia ja aktiivisia. He myös joko ottavat itse vastuun virheistään tai syyttävät kontrolloimattomia ulkopuolisia olosuhteita. Koska tavoitteiden saavuttaminen on johtajille tärkeää, he voivat pyrkiä niihin myös kiusaamalla alaisiaan ja luomalla organisaatioon pelon ilmapiiriin.¹⁸⁵

Toisaalta johtajat voivat saada organisaation muita jäseniä lähtemään rikoksen tielle pelon sijaan myös positiivisten tunteiden kautta. Karismaattista johtajuutta on tutkittu liiketaloustieteissä paljon ja sillä tarkoitetaan johtajan kykyä saada muut uskomaan johtajaan ja hänen kykyynsä ohjata asiat oikeaan tavoitteeseen. Karismaattisen johtajan piirteitä ovat esimerkiksi energisyys, innostavuus sekä muiden motivointi ja hyvät viestintätaidot. He ovat hyviä visualisoimaan tavoitteita ja luomaan itsestään kuvaa jopa jonkinasteisena messiashahmona, jonka johdatuksella mahdottomaltakin vaikuttavat tavoitteet voidaan saavuttaa. Usein karismaattiset johtajat nousevat valtaan organisaatioiden ollessa kriisissä, jonka ratkaisu vaatii radikaaleja muutoksia. Karismaattisen johtajan positiivisiin piirteisiin liittyy kuitenkin myös pimeä puoli. Johtajan vankkumaton usko itseensä yhdistettynä suostuttelutaitoihin voi johtaa ylimielisyyteen ja löyhään moraaliin, koska jos he kokevat itsensä muita paremmiksi, heidän on helpompi myös valehdella saadakseen muut seuraamaan tahtoaan.¹⁸⁶ Tällä tavoin karismaattinen johtaja pystyy esimerkiksi luomaan kuvan, että ainoa tapa pelastaa kriisissä oleva yritys, on lähteä kurssimanipulaation tielle, jolloin muut organisaation jäsenet lähtevät mukaan toimintaan, johon eivät muuten lähtisi, koska he haluavat pelastaa sekä omat työpaikkansa että olla osa sankaritarinaa, jossa konkurssikypsä yritys käännetään Kauppalehden etusivulla paistattelevaksi menestykseksi.

Lain rikkominen itsessään voi myös tuottaa tyydytystä, kun tekijä onnistuu rikoksessa ja pääsee piehtaroimaan omassa erinomaisuudessaan. Usein rikos tehdään ensin muista syistä, kuten vaikka omistajien vaatimusten täyttämiseksi, mutta kun tekijä huomaa, ettei väärinkäytöksestä jäänyt kiinni ja onnistuminen tuotti nautintoa, on rikoksen tekemistä helppo jatkaa. On myös huomioitava, että erityisesti arvopaperimarkkinarikosten toteuttaminen on usein vaivalloista, joten tekijä voi saada suurta tyydytystä myös siitä, että

¹⁸⁵ Bucy et al. 2008, s. 413–414

¹⁸⁶ DeCelles – Pfarrer 2004, s. 69–71

onnistui monimutkaisessa suunnitelmassaan.¹⁸⁷ Ylikorostunutta menestymisen tarvetta on tutkimuksissa verrattu myös huumeriippuvuuteen, jolloin ihminen, joka on jo saavuttanut kaiken mahdollisen laillisin keinoin, ryhtyy rikokseen, jotta saisi saman onnistumisen tunteen, jonka ennen sai laillisessa liiketoiminnassa menestymällä.¹⁸⁸

Korkeassa asemassa olleissa valkokaulusrikollisissa on havaittu usein narsismin piirteitä, kuten yletöntä uskoa omaan kykyihin, joka toisaalta tukee menestystä uralla ja toisaalta uralla menestyminen vahvistaa tätä piirrettä. Toinen merkittävä narsismin piirre on jatkuva ihailun tarve ja vihamielinen suhtautuminen kritiikkiin. Menestysvimma yhdistettynä ihailun tarpeeseen johtaa helposti siihen, että narsistiset johtajat ympäröivät itsensä myötäilijöillä, mikä luo otolliset olosuhteet rikolliselle toiminnalle. Narsistinen ihminen voi myös kokea sääntöjen olevan vähäpätöisempiä ihmisiä varten, jolloin hänellä on oikeus toimia, kuten itse haluaa. On kuitenkin hyvä huomata, ettei narsismi suoraan johda rikolliseen toimintaan, vaan lisää todennäköisyyttä syyllistyä markkinoiden väärinkäyttöön. Suurin osa narsistisista johtajista toimii kuitenkin lain puitteissa.¹⁸⁹

Kaikki rikoksenteijät eivät luonnollisesti saa suoraa nautintoa lain rikkomisesta, vaan he neutraloivat moraalisesti arveluttavan teon aiheuttaman epämukavuuden tunteen. Eri-tyisesti arvopaperimarkkinarikoksissa tekijä voi perustella itselleen, ettei teolla ole suoraa uhria, tai se kohdistuu korkeintaan kasvottomiin instituutioihin ja sen aiheuttama vahinko on niin pieni, ettei siitä ole käytännössä mitään haittaa. Rikoksenteijä voi myös esimerkiksi ajatella, että kaikki muutkin käyttävät sisäpiirintietoa, koska ”se nyt vain on pelin henki”, jolloin olisi naiivia esittää moraalisesti yliveraista ja jättää saamansa sisäpiirintieto käyttämättä.¹⁹⁰

Valkokaulusrikoksiin syyllistyneiden taipumus epärehelliseen toimintaan näkyy usein myös yksityiselämän puolella esimerkiksi puolison pettämisenä. Tästä johtuen johtajien yksityiselämän tekemisiin on alettu kiinnittää tarkempaa huomiota myös julkisuudessa olleiden skandaalien yhteydessä.¹⁹¹ Toinen mielenkiintoinen havainto valkokaulusrikollisten yksityiselämästä on, että he ovat usein olleet aktiivisia vapaa-ajan opiskelijatoiminnassa. Tämä saattaa johtua siitä, että rikoksiin syyllistyneet ovat usein myös ekstroverteja, mikä näkyy opiskelijatoimintaan osallistumisen lisäksi myös johtotehtäviin hakeutumisenä ja kykynä ohjata muita. Toisaalta opiskelijatoiminnassa luodut suhteet myös edesauttavat uralla etenemistä ja helpottavat esimerkiksi pääsyä käsiksi sisäpiirintietoon, mikä yhdistettynä löyhään moraaliin mahdollistaa rikoksen tekemisen.¹⁹²

¹⁸⁷ Duffield – Grabosky 2001 s. 2

¹⁸⁸ Bucy et al. 2008, s. 416

¹⁸⁹ Duffield – Grabosky 2001 s. 4

¹⁹⁰ Duffield – Grabosky 2001 s. 3

¹⁹¹ Bucy et al. 2008, s. 417

¹⁹² Collins – Schmidt 1993, s. 308

Olemme nyt käsitelleet valkokaulusrikollisten demografisia ja psykologisia piirteitä. Kuten aikaisemmin onkin jo mainittu, arvopaperimarkkinarikokset tapahtuvat usein organisaatioissa, joten seuraavaksi käymme tarkemmin läpi, millaiset organisatoriset tekijät edesauttavat rikosten tekemistä. Organisaatioiden tarkastelu on perusteltua myös siksi, että jo valkokaulusrikollisuuden tutkimuksen isänä pidetty Edwin Sutherland on lähtenyt siitä ajatuksesta, että tietynlaiset organisaatiot joko houkuttelevat rikokseen taipuvaisia ihmisiä tai luovat sopivat olosuhteet toimia rikollisesti.¹⁹³

4.1.3 *Organisatoriset edellytykset arvopaperimarkkinarikoksille*

Bucy et al erottavat tutkimuksessaan kolme erillistä organisatorista piirrettä, jotka ovat omiaan luomaan edellytyksiä valkokaulusrikollisuudelle. Piirteinä mainittiin yrityksen taipumus keskittyä ainoastaan taloudelliseen tulokseen, heikko tai olematon *compliance*-toiminto sekä sisäisen ja ulkoisen kontrollin puute, kuten esimerkiksi heikko hallitus tai sisäisen tarkastuksen puute. Vastaavasti terve yrityskulttuuri ja tehokas *compliance*-toiminto vähentävät rikollisen toiminnan mahdollisuuksia. Käytännössä tämä voi näkyä muun muassa säännöllisenä henkilökunnan kouluttamisena yrityksen eettisistä toimintaperiaatteista sekä mahdollisuuksina tuoda anonymisti esiin havaitsemiaan väärinkäytöksiä.¹⁹⁴ Jotta eettinen toimintatapa saadaan jalkautettua käytäntöön, tulee kulttuurin luonnollisesti tukea sitä. Seuraavaksi pyrimme ymmärtämään, millainen on rikoksia mahdollistava kulttuuri, jotta siitä olisi mahdollista päästä eroon.

Finney ja Lesieur ovat tutkineet organisaatioiden rikollisuutta kontingenssiteorian näkökulmasta. Teorian ideana on, että rikokset tehdään rationaalisen harkinnan perusteella, mutta päätös rikoksesta, kuten itse asiassa kaikki muutkin päätökset organisaatioissa, tehdään vajavaisin tiedoin. Tästä käytetään nimitystä *bounded rationality*.¹⁹⁵ Teoria lähtee tarkastelemaan rikoksiin ajavia tekijöitä yhteiskunnan kulttuurin tasolta. Nykyaikaisen kapitalistisen kulttuurin korostunut individualismi, kilpailullisuus ja rahassa mitattavien saavutusten ihannointi voivat osaltaan ajaa epärehelliseen toimintaan. On kuitenkin hyvä huomata, että myös sosialistisissa yhteiskunnissa, kuten Neuvostoliitossa esiintyi valkokaulusrikollisuuteen rinnastettavaa toimintaa, kuten tuotantomäärien valheellista raportointia, jotta ylhäältä asetetut tavoitteet saatiin näyttämään saavutetuilta. Ulkopuolelta tulevat paineet ovat siis olennainen valkokaulusrikollisuutta selittävä tekijä.¹⁹⁶

Paineet voivat tulla myös organisaation sisältä. Esimerkiksi ylimmän johdon asettamat kohtuuttomat tavoitteet voivat saada keskijohdon keksimään ”innovatiivisia” ratkaisuja tavoitteisiin pääsemiseksi. Syynä kohtuuttomiin tavoitteisiin on usein organisaation

¹⁹³ Benson – Simpson 2018 s. 41

¹⁹⁴ Bucy et al. 2008, s. 421–423

¹⁹⁵ Simpson – Piquero 2002, s. 519

¹⁹⁶ Finney – Lesieur 1982, s. 15–16

heikko taloudellinen tulos, velkaisuus ja kova kilpailu kutistuvasta markkinasta. Myös organisaation suuri koko ja siitä seuraava kompleksisuus luovat puitteita rikolliselle toiminnalle, koska näissä oloissa väärinkäytökset jäävät helpommin huomaamatta, joten johtajien on helpompi toteuttaa edellä mainittuja innovatiivisia ideoitaan.¹⁹⁷

Myös ulkoiset paineet, jotka liittyvät esimerkiksi yrityksen toimialaan, voivat lisätä insentiiviä toimia lainvastaisesti. Jos yritys ei esimerkiksi pärjää kilpailussa, tai epäeettinen toiminta on alalla yleistä, voi johdolla olla korostunut riski ohjata yritys rikollisille poluille. Mielenkiintoinen huomio on myös, että sääntelyn muuttuessa yrityksen ei välttämättä ole taloudellisesti kannattavaa olla implementoinnin eturintamassa, koska se on usein kallista, ja mikäli kilpailijatkaan eivät panosta sääntelyn implementointiin merkittävästi, voi esimerkiksi toimiva yritys jäädä kilpailussa jalkoihin.¹⁹⁸

Sosiaalisen kontrollin puute on yksi merkittävä rikollisuuteen johtava tekijä. Monissa rikoksiin syyllistyvissä organisaatioissa johtaviin aseisiin päätyy ihmisiä, jotka ovat valmiita saavuttamaan tavoitteet keinoja kaihtamatta. Ne johtajat, jotka vastustavat lainrikkomista joko siirretään toisiin tehtäviin, irtisanotaan tai heidät saadaan lähtemään mukaan toimintaan esimerkiksi palkankorotuksen avulla. Suurissa organisaatioissa työntekijöiden vieraantuminen yhteisestä moraalikäsitelmästä voi myös osaltaan edistää rikollista toimintaa. Suurissa organisaatioissa työntekijöiden voi myös olla helpompi henkisesti ulkoistaa vastuu teoistaan organisaatiolle, jolloin rikos voidaan perustella osaksi työtä. Samoin lainsäädännön epämääräisyys voi osaltaan saada yrityksen päättäjät olemaan noudattamatta kyseistä sääntelyä.¹⁹⁹

On kuitenkin olennaista huomata, että vaikka olosuhteet olisivat kuinka otolliset rikolliselle toiminnalle, vaatii rikoksen toteutuminen kontingenssiteorian mukaan aina myös tietoisien päätöksen. Teorian mukaan päätöksenteossa otetaan huomioon se, että lain noudattaminen olisi toki optimaalista, mutta kilpailevista prioriteeteista johtuen se ei välttämättä aina ole järkevää tai edes mahdollista.²⁰⁰ Johto voi esimerkiksi ajatella, että yrityksen markkina-arvon kääntäminen nousuun kustannussäästöillä ja tuotekehityksellä olisi liian hidasta, jolloin kurssimanipulaatio on järkevin, joskaan ei täydellinen, tapa ratkaista ongelma.

4.2 Rangaistusteorioiden ja toimivan kriminalisoinnin piirteet

Perinteisesti rangaistukset on nähty kostonäköisenä yksilön tekemästä vääryydestä. Samoin rangaistuksen tarkoituksena on toimia pelotteena muille, jotka mahdollisesti harkitsevat vastaavan teon tekemistä ja näin ennaltaehkäistä väärinkäytöksiä. Modernimmassa

¹⁹⁷ Finney – Lesieur 1982, s. 18–19

¹⁹⁸ Finney – Lesieur 1982, s. 19–21

¹⁹⁹ Finney – Lesieur 1982, s. 23–26

²⁰⁰ Finney – Lesieur 1982, s. 30–31

ajattelussa puolestaan rangaistus nähdään enemmänkin sovituksena, jonka tarkoitus on saada tekijä katumaan tekoaan, jolloin hän voi palata rangaistuksen kärsittyään täysivaltaiseksi yhteiskunnan jäseneksi. On kuitenkin hyvä huomata, ettei rangaistuksen näkeminen sovituksena myöskään poissulje yleisestäävyyden tavoitetta.²⁰¹

Arvopaperimarkkinarikoksissa on perusteltua tarkastella ennen kaikkea rangaistuksen pelotevaikutusta, joka estää lain rikkomista suunnittelevaa toteuttamasta aikeitaan. Seuraavassa hahmottelemme ensin millä perusteilla demokraattisessa yhteiskunnassa tekoja tulisi kriminalisoida, jonka pohjalta pureudumme tarkemmin rangaistusteorioihin ja siihen, miten erityisesti valkokaulusrikoksiin syyllistyneet kokevat rangaistuksen pelotevaikutuksen.

4.2.1 *Kriminalisoinnin yleiset periaatteet*

Perinteinen retributiivinen teoria lähtee siitä ajatuksesta, että rikoksen tehdessään ihminen hyväksyy, että häntä tullaan rankaisemaan. Tällä tavoin rangaistus nähdään jopa rikollisen oikeutena, jolla yhteiskunta osoittaa, että häneen suhtaudutaan täysivaltaisena yhteiskunnan jäsenenä, jonka toimilla on seuraukset. Tämä on toki melko teoreettinen lähestymistapa ja herättää jopa ajatuksen siitä, onko kyseessä pelkkä ylevään asuun puettu eläimellinen kostonhimo.²⁰² Utilitarismi on toinen perinteinen tapa hahmottaa rikollisuutta ja rangaistuksia. Lähtökohtana on, että jokainen ihminen tekee laskelmia omasta hyödystään ja valitsee ne toimenpiteet, jotka maksimoivat hyödyn. Näin yhteiskunnan hyöty on yksinkertaistettuna sen jäsenten hyötyjen summa. Rikoksen nähdään tuottavan hyötyä tekijälle ja haittaa uhrille sekä yhteiskunnalle, jolloin rangaistuksella korjataan tämä epäsuhta aiheuttamalla haittaa tekijälle ja hyötyä uhrille ja yhteiskunnalle. Ajatuksena on, että näin voidaan löytää optimaalinen tapa rangaista ja sitä kautta minimoida rikollisuuden kustannukset yhteiskunnalle.²⁰³

Rikosoikeutta ei kuitenkaan voida ajatella kapeasti vain kostona pahoista teoista tai rikollisuuden kustannusten optimointina, vaan meidän tulee ottaa huomioon myös kriminalisoinnin ja rangaistusten sosiologiset tekijät. Rekonstruktivismiin ajatus lähtee siitä, että rikos kuvainnollisesti repii reiän yhteisöllisyyden kankaaseen, jolloin rikosoikeuden tehtävänä on parsia tuo kangas jälleen kasaan. Tästä näkökulmasta rikosoikeuden tehtävä on suojella yhteiskunnan moraalista kulttuuria. Koska ihmisluonnosta johtuen pahanteosta ei koskaan voida päästä täysin eroon, tulee rikosoikeudella kuitenkin puuttua vääryyksiin, koska muuten yhteiset arvot ja solidaarisuus rapautuvat, eikä kukaan enää

²⁰¹ Tapani – Tolvanen 2013, s. 33–35

²⁰² Flanders 2014, 360–362

²⁰³ Firey 1969, s. 72–74

lopulta noudata yhteisiä sääntöjä. Tästä näkökulmasta tiettyjen tekojen kriminalisointi ja niistä seuraavat rangaistukset ovat ennen kaikkea viestintää.²⁰⁴ Esimerkiksi sisäpiirintiedon vapaan hyödyntämisen salliminen voidaan tästä näkökulmasta nähdä kaksijakoisena viestinä. Toisaalta sillä viestittäisiin, että arvostamme vapaita markkinoita, mutta emme kaikkien tasapuolista mahdollisuutta osallistua niihin. Tältä pohjalta rekonstruktivismi liittyykin kiinteästi demokratiaan.

Oikeusjärjestelmä ei ilmennä demokratiaa pelkästään hallinnon prosesseina tai liberaaleina arvoina, kuten yksilön vapautena ja tasa-arvona, vaan sen pitää vastata myös jäsenten oikeuskäsitystä. Edellisen kappaleen esimerkki sisäpiirintiedon vapaasta hyödyntämisestä saattaa esimerkiksi sotia ihmisten reiluuskäsitystä vastaan, mikä olisi ongelmallista järjestelmän koetun legitimitetin kannalta. Vastaava ongelma voi tulla vastaan myös, mikäli kriminalisoidaan sellaisia asioita, joita valtaosa yhteiskunnan jäsenistä ei pidä niin paheksuttavana, että niistä pitäisi rangaista.²⁰⁵ Tästä esimerkkinä vaikkapa viime aikoina käyty keskustelu kannabiksen laillistamisesta. Se miten hyvin sääntely tukee ja ilmentää demokratiaa, voidaan jakaa kolmeen osatekijään; moraaliseen kulttuurin periaatteeseen, kansallisen yhteishengen²⁰⁶ periaatteeseen ja prososiaalisen rangaistuksen periaatteeseen.

Moraalisen kulttuurin periaatteella tarkoitetaan sitä, että vain yhteisön jaettuja perusarvoja loukkaavat teot voidaan kriminalisoida. Rikosoikeutta ei näin ollen voida käyttää ihmisten käytöksen ohjaamiseen toivottuun suuntaan vain siksi, että se on helppoa. Esimerkiksi kansanterveyden kannalta olisi positiivista, että ihmiset lopettaisivat tupakoinnin, jolloin helppo tapa saavuttaa tämä tavoite olisi määrätä tupakoinnista tuntuva vankeustuomio. Näin ei kuitenkaan voida menetellä, sillä vaikka tupakointi onkin epätoivottavaa, se on kuitenkin osa normaalia elämää, eikä loukkaa mitään yhteistä arvoa. Ainoastaan teot, jotka ovat luonteeltaan antisosiaalisia voidaan siis kriminalisoida.²⁰⁷ Kansallisen yhteishengen periaatteella puolestaan tarkoitetaan, että yhteisön jäsenten tulee kokea, että rikoslaki ja oikeudenjakamisen prosessit ilmentävät heidän arvojaan, jolloin järjestelmä koetaan legitimiiksi. Ongelmallista voi olla lainsäädännön ja lainkäytön byrokratisoituminen sekä juridisen kielen erkaantuminen arkikielestä.²⁰⁸

Prososiaalisella rankaisemisella tarkoitetaan sitä, että rangaistuksen tavoitteena on korjata rikoksen aiheuttama haitta järjestykselle, mutta samalla minimoida rankaisemisen itsenä aiheuttama haitta normatiiviselle järjestykselle. Antisosiaaliseen tekoon vastataan siis prososiaalisesti. Näin ollen rangaistuksen korjaavalla vaikutuksella ei esimerkiksi voida perustella rikokseen syyllistyneen kiduttamista tai kohtuuttoman pitkää

²⁰⁴ Kleinfeld 2017, s. 1457–1461

²⁰⁵ Kleinfeld 2017, s. 1466

²⁰⁶ Kleinfeld käyttää artikkelissaan termiä ”*We the People*” *Principle*, joka on tässä paremman suomennoksen puutteessa käännetty kansallisen yhteishengen periaatteeksi.

²⁰⁷ Kleinfeld 2017, s. 1476–1479

²⁰⁸ Kleinfeld 2017, s. 1483

vankeustuomiota epäinhimillisissä oloissa, koska tällainen kohtelu loukkaa tekijän perusoikeuksia repien yhteisöllisyyden kankaaseen uuden reiän juuri paikatus tilalle. Tältä pohjalta rangaistuksen tulee aina perustua teon moitittavuuteen, eikä siihen, että tekijää pidetään epäkelpona ihmisenä, jonka kärsimyksestä jopa nautitaan. On myös olennaista, ettei rangaistuksella aiheuteta kärsimystä ulkopuolisille. Esimerkiksi pitkä vankeustuomio voi tuottaa merkittävää kärsimystä vangin perheenjäsenille, jotka joutuvat olemaan erossa hänestä tai vastaavasti suuri sakkorangaistus voi kohtuuttomasti hankaloittaa tekijän kykyä huolehtia lastensa elatuksesta. Prososiaalinen rankaiseminen ei kuitenkaan tarkoita sitä, että tuomittua pitää kohdella silkkihansikkain, vaan että rangaistuksen pitää olla ihmisarvoinen ja kohtuullinen suhteessa teon vakavuuteen.²⁰⁹ Tekijän pitää myös olla mahdollista palata yhteiskunnan täysvaltaiseksi jäseneksi, kun rangaistus on suoritettu, mitä käsittelemme seuraavaksi lähemmin anteeksipyyntörituaaliteorian avulla.

4.2.2 *Rangaistus sovituksena ja anteeksipyyntönä*

Rangaistus voidaan myös nähdä eräänlaisena anteeksipyyntörituaalina. Tällöin lähtökohdiana on, että yhteiskunta nähdään jäsenten yhteisenä projektina, johon kaikki osallistuvat tasa-arvoisina ja toisiaan kunnioittaen. Tällaisen liberaalin yhteiskunnan tehtävänä nähdään luoda puitteet, joiden sisällä ihmiset voivat toteuttaa itseään sekä yksilöinä että pienemmissä yhteisöissä. Yhteiskunnan tehtävänä on suojella jäseniään luonnollisilta ja muiden ihmisten aiheuttamilta haitoilta. Näin ollen yhteiskunnan tehtävä ei ole puuttua ihmisten yksityisasioihin, vaan heidän tekemisiään voidaan rajoittaa vain, mikäli niistä on muille haittaa. Toisin sanoen teon pitää loukata jotakin yhteistä hyvää tai yhteiskunnassa yleisesti tunnustettua arvoa. Rikoslain tehtävä onkin mahdollisimman yksiselitteisesti määrittellä, mitä tekoja yhteiskunta pitää niin yleistä hyvää loukkaavina, että niihin on pakko puuttua sekä se millaiset seuraamukset rikkomuksesta koituvat tekijälle. Olenaiseksi kysymykseksi nouseekin rajanveto sen välille, mitkä ovat yksityisiä ja mitkä julkisia asioita.²¹⁰ Kuten tutkielmassa on aiemmin esitelty, voidaan esimerkiksi sisäpiirin tiedon hyödyntämisen kieltämiselle esittää sekä puoltavia että vastustavia argumentteja riippuen siitä, pidetäänkö markkinoiden tehokkuutta vai tiedon tasavertaisuutta tärkeämpänä tavoitteena. Tältä pohjalta herääkin kolme kysymystä, mitä seuraa, kun liberaalissa yhteiskunnassa tapahtuu hyväksytyjen arvojen vastaista toimintaa²¹¹.

- Miten yhteiskunnan ja sen jäsenten tulisi vastata tekoon?
- Miten tekijän tulee toimia?

²⁰⁹ Kleinfeld 2017, s. 1479–1482

²¹⁰ Duff 2012, s. 110

²¹¹ Duff 2012, s. 111

- Mitä yhteiskunnan tulee tehdä tekijälle ja uhrille?

Modernissa yhteiskunnassa näihin kysymyksiin on vastattu siten, että väärintehnyt yhteisön jäsen kutsutaan vastaamaan teoistaan. Vastaavasti hänen oletetaan suostuvan vastaamaan ja kertomaan oma näkemyksensä tapahtumista. Kolmantena yhteiskunnan tehtäväksi tulee mahdollistaa osapuolten tuleminen kuulluksi ja auttaa tai suostutella tekijä ottamaan vastuu teoistaan ja ymmärtämään niiden moitittavuus. Formaalisti edellä kuvattu prosessi toteutuu oikeudenkäynnissä. Oikeudenkäynnin funktio on osoittaa, että yhteiskunta suhtautuu asiaan vakavasti ja että sekä syytetyn että uhrin näkemykset otetaan huomioon.²¹² On kuitenkin tärkeää huomata, että oikeudenkäynnin ei itsessään ole tarkoitus olla rangaistus, eikä sitä tule käyttää tekijän häpäisemiseen, vaikka julkisessa keskustelussa tällaisia piirteitä onkin ajoittain havaittavissa.²¹³

Oikeudenkäynnistä seuraa päätös, jossa määritellään, onko syytetty syyllinen ja mikäli on, julkisesti ilmaistaan, ettei hänen tekonsa ole hyväksyttävä, jolloin yhteisön arvostuksen menettäminen voidaan nähdä rangaistuksena. Tämän seurauksena tekijä ymmärtää syyllisyytensä ja tavallaan alentaa itsensä katamalla. Katumusta voi osoittaa myös käytännön toimilla, kuten esimerkiksi menemällä vankilaan tai maksamalla sakon. Tämä ajatuskulku on toki melko teoreettinen ja lähentelee jopa masokismia. Ongelmaksi nouseekin se, että jos lähdemme ajatuksesta, että kaikkia kohdellaan yhdenvertaisen kunnioittavasti, ei yhteiskunta voi kohdistaa tekijään rangaistustoimenpiteitä vasten tämän omaa suostumusta, koska rangaistukset ovat aina luonteeltaan alentavia. Tässä ajatuskulussa rangaistusta ei voi myöskään voida perustella sillä, että se estää muita tekemästä rikoksia, koska olisi kohtuutonta käyttää tekijää ”maalitauluna”.²¹⁴

Reaalimaailman kannalta lienee kuitenkin perusteltua, että rangaistuksilla voidaan ohjata yksilöiden toimintaa kokonaisuhyödyn kannalta optimaaliseen suuntaan. Rangaistus voidaankin ajatella myös kielenä, jota sekä tekijä että uhri ymmärtävät. Tällöin rangaistuksella tunnustetaan uhrin kokema vääräys ja kerrotaan tekijälle, miten hänen pitää toimia, jotta hänet kelpuutetaan jälleen yhteiskunnan arvostetuksi jäseneksi. Tekijä on siis tavallaan velkaa uhrille sekä yhteiskunnalle ja hän voi esimerkiksi maksaa velkansa istumalla kolme vuotta vankilassa. Tällöin rangaistuksen tulee olla ankaruudeltaan sellainen, jonka tekijä suorittaisi vapaasta tahdostaan, mikäli oikeasti katuuko tekojaan.²¹⁵

Tältä pohjalta rangaistus on eräänlainen anteeksipyyntörituaali, jolla tekijä voi hyvittää tekonsa ja näyttää katuvansa, vaikkei vilpittömästi pitäisikään tekoaan vääränä. Rituaalilla siis autetaan tekijää ymmärtämään tekemänsä vääräys. Ongelmaksi muodostuu kuitenkin se, ettei tekijää voida teorian mukaan pakottaa mihinkään vasten tahtoaan. Jos tekijä esimerkiksi kieltäytyy maksamasta sakkoa, häntä voidaan korkeintaan motivoida

²¹² Duff 2012, s. 111–112

²¹³ Tapani – Tolvanen 2013, s. 37

²¹⁴ Duff 2012, s. 112–113

²¹⁵ Duff 2012, s. 113

lisäpaheksunnalla, mutta varoja ei kuitenkaan voida takavarikoida. Joissain käytännön elämän rangaistuksissa on toki tiettyjä vapaaehtoisuuden piirteitä. Esimerkiksi henkilö voidaan määrätä maksamaan sakko omatoimisesti tiettyyn eräpäivään mennessä tai saapumaan suorittamaan vankeustuomiota tiettyinä ajankohtana. Käytännössä näissä tilanteissa kuitenkin sakot menevät ulosottoon, jos niitä ei makseta tai henkilö haetaan pakolla vankilaan, jollei hän omatoimisesti ilmaannu paikalle. Jotta rangaistuksiin liittyvä pakko voidaan anteeksipyyntörituaaliteorian mukaan jotenkin oikeuttaa, pitää meidän ajatella rangaistusta viestintänä. Tällöin viestintäyritys vain tavallaan epäonnistuu, jos vastahakoinen tekijä joudutaan pakottamaan rangaistuksen suorittamiseen.²¹⁶

4.2.3 Rangaistuksen pelotevaikutus

Kuten edellä on käyty läpi, valkokaulusrikoksiin syyllistyneet ovat demografisilta piirteiltään tyypillisesti erilaisia esimerkiksi väkivaltarikollisiin verrattuna. Tästä johtuen onkin mielenkiintoista tarkastella, kokevatko he rangaistukset myös eri tavalla. Vankeustuomioon liittyy valkokaulusrikoksiin usein uran ja statuksen menettäminen, toisin kuin monilla väkivaltarikollisilla, joilla vankeustuomio saattaa jopa nostaa statusta. Näin ollen voidaan ajatella, että valkokaulurikollisten tulisi kokea vankeusrangaistus väkivaltarikollisia ankarampana. Samoin valkokaulusrikolliset kokevat vankilan vaarallisempaan erityisesti tuomion alussa, koska valtaosa muista vangeista tulee erilaisesta taustasta kuin he. Erityisesti väkivallan uhka koetaan korkeampana. Tätä selittää osaltaan valkokaulusrikollisten tottumattomuus väkivaltaan ja mahdollinen puolustuskyvyttömyys. Tämä myös puoltaa osaltaan näkemystä, että valkokaulusrikolliset kokevat vankilatuomiot ankarampana.²¹⁷

Mielenkiintoinen havainto on myös, että useimmilla valkokaulusrikollisilla tylsistyminen korvaa ajan kuluessa väkivallan pelon, kun he pääsevät yli alkujärkytyksestä ja huomaavat, ettei vankila olekaan niin paha paikka, kuin he olivat alun perin pelänneet. Kaikilla rikollisilla rikoksen tyypistä riippumatta on myös havaittu taipumus kokea tuomio lievempänä, mikäli heillä on ennestään kokemusta vankilaelämästä. Tutkimuksissa on myös havaittu, että monet valkokaulusrikolliset eivät omaksu rikollisen tai vangin identiteettiä, vaan selviytymiskeinona mieluummin ajattelevat, että vankila ei tavallaan kosketa heitä, vaan he ovat siellä osittain ulkopuolisina toisin kuin ”oikeat rikolliset”. Osa valkokaulusrikollisista myös toisaalta mukautuu ja ottaa vankilakulttuurin omakseen, minkä on myös huomattu helpottavan heidän selviytymistään tuomiosta.²¹⁸

²¹⁶ Duff 2012, s. 113–116

²¹⁷ May – Payne, s. 231–232

²¹⁸ May – Payne, s. 232–233

Valkokaulus- ja muiden rikollisten eroja vankeuden koetusta raskaudesta on tutkittu kyselyllä, jossa määritetään eräänlaiset vaihtokurssit vankeuden ja muiden rangaistuksen välillä. Kysymyksenasettelu voisi olla esimerkiksi: ”Kuinka monta kuukautta olisit valmis tekemään yhdyskuntapalvelua yhden vankeusvuoden sijaan?” Mielenkiintoinen havainto on se, että valkokaulusrikolliset kokevat lähes kaikki muut rangaistukset, kuten ehdonalaisen tai yhdyskuntapalvelun muita vankeja ankarammiksi. Poikkeuksena tähän on kuitenkin päiväsakko, jota muihin rikoksiin syyllistyneet pitävät jopa vankeutta epämiellyttävämpänä, kun taas valkokaulusrikoksiin syyllistyneet maksaisivat mieluummin päiväsakkoja. Toinen merkittävä ero, joka tutkimuksessa havaittiin, oli se, minkä tarkoituksen vangit näkevät tuomiolla olevan. Valkokaulusrikollisten näkemyksen mukaan vankeuden tarkoitus on ennen kaikkea ohjata ja kouluttaa vangit yhteiskuntakelpoisiksi, kun taas, muihin rikoksiin syyllistyneet näkivät tuomion ennen kaikkea pelotteena potentiaalisille rikoksenteijöille.²¹⁹

4.3 Seuraamukset arvopaperimarkkinaväärinkäytöksistä

Edellä on käsitelty sitä, ketkä syyllistyvät valkokaulusrikollisuuteen ja millä perusteilla modernissa liberaalissa yhteiskunnassa voidaan puuttua epätoivottuun toimintaan rikosoikeuden keinoin. Luvun lopuksi siirrytään vielä pohdinnassa jopa sangen filosofiselta tasolta käytännön tarkasteluun ja perehdytään rikosoikeudellisten ja hallinnollisten sanktioiden väliseen suhteeseen Suomen lainsäädännössä sekä hahmotellaan yleisiä periaatteita rangaistusvastuun jakautumisessa luonnollisen ja oikeushenkilön välillä.

4.3.1 Rikosoikeudelliset ja hallinnolliset seuraamukset

Suomessa arvopaperimarkkinoihin liittyvät väärinkäytökset voivat johtaa kahden tyyppiin sanktioihin; hallinnollisiin ja rikosoikeudellisiin seuraamuksiin.²²⁰ Arvopaperimarkkinarikoksista säädetään RL 51 luvussa. Luvun 1–2a §:ssä säädetään sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja sen törkeästä tekemuodosta sekä sisäpiirintiedon ilmaisemisesta, joita on käsitelty tutkielman toisessa luvussa. Rangaistukset näistä vaihtelevat sakosta neljään vuoteen vankeutta. RL 51 luvun 3 ja 4 §:ssä säädetään puolestaan rangaistavaksi tutkielman kolmannessa luvussa käsitelty markkinoiden manipulointi ja törkeä markkinoiden manipulointi, joista myöskin on rangaistuksena sakko tai korkeintaan neljä vuotta vankeutta. Sekä sisäpiirintiedon väärinkäytön että markkinoiden manipuloinnin tapauksessa on hyvä huomata, että rangaistusasteikot tavallisen ja törkeän tekemuodon välillä ovat

²¹⁹ May – Payne, s. 236–240

²²⁰ Hakamies 2008, s. 25

osittain päällekkäiset, sillä esimerkiksi tavallisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä voidaan tuomita jopa kaksi vuotta vankeutta ja törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä voi selvittää pienimmillään neljän kuukauden tuomiolla. Sama pätee markkinoiden manipulointiin ja sen törkeään tekomuotoon.

RL 51 luvun 5 §:ssä säädetään arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta, joka liittyy tutkielman toisen luvun alussa käsiteltyyn harhaanjohtavan tiedon leviämiseen. Arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta rangaistaan joko sakolla tai korkeintaan kahden vuoden vankeudella. Muista arvopaperimarkkinarikoksista poiketen arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta ei ole olemassa törkeää tekemuotoa. Arvopaperimarkkinarikokset jakautuvat kahteen luokkaan sen mukaan, onko teon yritys säädetty rangaistavaksi. Sisäpiirintiedon väärinkäytön ja markkinoiden manipuloinnin yritys ovat rangaistavia, kun taas sisäpiirintiedon ilmaisemisen ja arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen yritys eivät ole. Tämä on luonnollisesti sangen loogista, sillä kahden jäljempänä mainitun rikoksen tunnusmerkistö täyttyy, kun tieto joko ilmaistaan tai jätetään ilmaisematta, jolloin yrittäminen ei käytännössä olisi mahdollista.

Hallinnolliset sanktiot ovat oikeus- tai luonnolliseen henkilöön kohdistuvia rangaistuksia, joita Finanssivalvonta voi määrätä Finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvun nojalla tietyistä laiminlyönneistä. Lain 38 §:n mukaan Finanssivalvonta voi määrätä rikemaksun esimerkiksi, jos sille ei toimiteta tietoja sisäpiiriläisten tekemistä liiketoimista. Pykälässä on kattavasti listattu, mistä kaikista laiminlyönneistä maksu voidaan määrätä, mutta listan seikkaperäinen läpikäyminen ei tässä kohtaa ole tarkoituksenmukaista. Rikemaksu on suuruudeltaan 5 000–100 000 euroa, mikäli se määrätään oikeushenkilölle tai 500–10 000 euroa, jos maksu määrätään luonnolliselle henkilölle.

Erityisen moitittavasta teosta voidaan määrätä Finanssivalvonnasta annetun lain 40 §:n mukainen seuraamusmaksu. Seuraamusmaksu tulee kyseeseen esimerkiksi pykälän 6 momentin mukaan vertailuarvoon liittyvän tiedon vääristämisestä. Tämä liittyy tutkielman luvussa 3 käsiteltyyn viitekorkojen manipulointiin. Finanssivalvonnasta annetun lain 41 §:ssä säädetään, että seuraamusmaksun suuruus perustuu kokonaisarviointiin teon moitittavuudesta ja 41a §:ssä on lueteltu maksun enimmäismääriä tietyissä tapauksissa. Huomionarvoista on se, että seuraamusmaksu voi luonnollisen henkilön tapauksessakin nousta useampaan miljoonaan euroon. Oikeushenkilön tapauksessa enimmäismäärä on yleensä sidottu liikevaihtoon. Jos laiminlyönti on kokonaisuutena arvioiden niin vähäinen, ettei se edellytä ankarampia seuraamuksia, voidaan määrätä julkinen varoitus.²²¹

Se tulevatko väärinkäytökseen puuttumisessa kyseeseen hallinnolliset vai rikosoikeudelliset sanktiot, riippuu kokonaisarviointista. Voidaankin ajatella, että koska arvopaperimarkkinarikoksista ei ole säädetty lievää tekemuotoa, hallinnolliset seuraamukset ikään

²²¹ Laki Finanssivalvonnasta 39 §

kuin korvaavat lievää tekemuotoa. Tätä voidaan pitää tarkoituksenmukaisena erityisesti sen takia, että hallinnollinen prosessi on kaikkien osapuolten kannalta kevyempi kuin rikosprosessi, jolloin vähäisten rikkomusten sanktiointi hallinnollisesti säästää sekä viranomaisten, että tekijän resursseja. Käytännössä ongelmallista on se, että seuraamusmaksu saattaa olla jopa lähes merkityksetön, koska arvopaperimarkkinaväärinkäytökset siirtyvät poliisin tutkittavaksi siinä vaiheessa, kun on syytä epäillä rikosta, jonka jälkeen hallinnollisia sanktioita ei voida enää määrätä, vaan asia siirtyy automaattisesti rikosprosessiin. Erityisesti vähäisissä laiminlyönneissä, kuten pienissä tiedonantovelvollisuuden noudattamatta jättämisissä on yleensä perusteltua antaa oikeushenkilöön kohdistuva hallinnollinen seuraamus sen sijaan, että esimerkiksi yksittäisiä hallituksen jäseniä lähdetäisiin syyttämään rikoksesta.²²² Vastuun jakautumista luonnollisen ja oikeushenkilön välillä tarkastellaan seuraavassa lähemmin.

4.3.2 Vastuun jakautuminen luonnollisen ja oikeushenkilön välillä

Arvopaperimarkkinarikoksiin liittyy usein kytkentä johonkin oikeushenkilöön. Kyse voi olla esimerkiksi listatusta yhtiöstä, joka laiminlyö tiedonantovelvollisuuksiaan, harhaanjohtavia sijoitusuusituksia julkaisevasta pankista tai vaikka osakekurseja manipuloivasta sijoitusyhtiöstä. Päätökset yhtiössä ovat toki aina ihmisten tekemiä, mutta se miten vastuu jakautuu luonnollisen ja oikeushenkilön välillä ei ole aina yksiselitteistä. Oikeushenkilön rangaistusvastuusta säädetään rikoslain 9 luvussa. RL 9:2 §:n mukaan oikeushenkilö tuomitaan yhteisösakkoon, mikäli sen johtoon kuuluva tai todellista päätösvaltaa oikeushenkilössä käyttävä on ollut osallinen rikokseen tai sallinut sen tapahtua. Yhteisösakko tuomitaan myös siinä tapauksessa, ettei tekijää saada selville tai muuten tuomita rangaistukseen. RL 9:5 §:ssä säädetään yhteisösakon suuruudeksi 850 – 850 000 euroa. Rikoslain 9 luvun 3 §:ssä säädetään myös, että rikos katsotaan oikeushenkilön toiminnassa tehdyksi, jos tekijä on toiminut kyseisen oikeushenkilön puolesta tai hyväksi. Pykälässä säädetään lisäksi, ettei oikeushenkilöllä ole lähtökohtaisesti oikeutta saada rikoksentekijältä korvausta maksamastaan yhteisösakosta.

Oikeushenkilö on aina teoreettinen kehitelmä, joka ei itsessään voi tehdä päätöksiä, vaan kaikkien oikeushenkilön toimien takana on aina luonnollinen henkilö tai henkilöitä, jotka päättävät esimerkiksi osakeyhtiön strategiasta ja käytännön toimista. Oikeushenkilön rangaistusvastuu on Suomessa melko tuore lisäys lainsäädäntöön ja tuli voimaan vasta vuonna 1993. Suomen ollessa vielä maataloudesta ja yksinkertaisesta teollisuudesta elävä maa, olivat organisaatiot nykyistä huomattavasti yksinkertaisempia, jolloin ne oli perusteltua samaistaa omistajiinsa ja johtajiinsa. Tällöin oli luontevaa, että oikeushenkilön

²²² Hakamies 2008, s. 44–45

toiminnassa tapahtuneet rikokset katsottiin päätösvaltaa käyttävien luonnollisten henkilöiden tekemiksi. Nykyaikaisissa isoissa ja monimutkaisissa yrityksissä strateginen ja operatiivinen johtaminen ovat eriytyneet toisistaan, jolloin ilman mahdollisuutta tuomita oikeushenkilöä rangaistukseen, vastuuseen joutuisivat lähes aina operatiiviset johtajat ja heidän alaisensa. Perusajatuksena oikeushenkilön rikosoikeudellisessa vastuussa on se, että moderneissa monimutkaisissa organisaatioissa rikos muodostuu usein yksittäisten ihmisten päätösten ja tekojen yhteisvaikutuksesta, jolloin yksittäiset teot eivät välttämättä ole niin moitittavia, että niihin tulisi puuttua ainakaan rikoslain keinoin, mutta niiden muodostama kokonaisuus puolestaan on.²²³

Kun rikoslakiin ehdotettiin lisättäväksi nykyinen 9 luku, esitettiin oikeushenkilön rangaistusvastuuta vastaan eräitä argumentteja. Ensinnäkin ongelmallisena nähtiin se, ettei oikeushenkilöön voitaisi kohdistaa rangaistusta, koska se ei voi itsessään toimia tahallisesti tai tuottamuksellisesti, mikä on yleinen rikosoikeudellisen vastuun peruste. Toisekseen esitettiin, että oikeushenkilön rangaistusvastuu olisi sikäli tarpeeton kehitelmä, että oikeushenkilöihin voitiin jo vanhan lainsäädännön voimassa ollessa kohdistaa muitakin seuraamuksia, kuten edellä mainitut seuraamusmaksut tai vahingonkorvaukset. Kolmanneksi epäiltiin, että oikeushenkilöt voisivat vyöryttää rikoksen taloudelliset seuraamukset eteenpäin samaan tapaan kuin esimerkiksi verot, jolloin ongelmaksi tulisi se, ettei rangaistus välttämättä kohdistu oikeaan tahoon. Pelkona oli myös, että uudistus johtaisi oikeustajun hämärtymiseen ja sekoittaisi yksilöllisiä vastuusuhteita. Painavin peruste oikeushenkilön rangaistusvastuun käyttöönottoon oli kuitenkin se, että luonnollisille henkilöille tuomittavissa olevat maksimirangaistukset, kuten muutama kymmenen päiväsakkoa, olivat esimerkiksi teollisuuslaitosten tekemistä vakavista ympäristörikoksista selkeästi liian pieniä suhteutettuna teosta saatuun taloudelliseen hyötyyn. Toinen merkittävä syy oli se, että yhteiskunnallinen moite haluttiin kyetä kohdistamaan suoraan siihen tahoon, joka on toiminnallaan eniten loukannut yhteistä hyvää.²²⁴

Rikosoikeudellisen vastuun jakautuminen esimerkiksi pörssi-yhtiön ja sen toimivan johdon välillä ei ole yksiselitteistä. Lähtökohtana ovat kuitenkin samat yleiset rikosoikeudelliset vastuuperiaatteet, kuin tilanteissa, joissa rikokseen ei sisälly kytkentää oikeushenkilöön. Peruseriaatteena on, että vastuuseen asetetaan ne luonnolliset ja oikeushenkilöt, joiden toiminta ja laiminlyönnit vastaavat jonkin rikoslaissa rangaistavaksi säädetyn teon tunnusmerkistöä. Rikoslain 5 luvun osallisuussäännökset soveltuvat kuitenkin melko kehnosti monia henkilöitä sisältävien monimutkaisten tapahtumavyöhtien arvosteluun. Esimerkiksi osakeyhtiölain 8 luvussa on kuitenkin säännöksiä esimerkiksi osakeyhtiön edustamisesta sekä toimitusjohtajan ja yhtiön muiden toimielinten toimivallasta ja velvollisuuksista. Kokonaisarviointiin vaikuttavat kuitenkin aina olosuhteet, yhteisön

²²³ HE 95/1993, s. 3

²²⁴ HE 95/1993, s. 4

sisäiset ohjeet sekä toimenkuvien ja työ sopimusten sisältämät mahdollisuudet edesauttaa lainvastaista toimintaa.²²⁵

4.4 Yhteenveto

Tässä luvussa on käsitelty markkinoiden väärinkäytön taustatekijöitä sekä hyvän kriminalisointijärjestelmän piirteitä. Alussa on hahmoteltu väärinkäyttöihin syyllistyvien demografisia ja psykologisia piirteitä. Keskeinen havainto on se, että vaikka perinteisesti valkokaulusrikolliset nähdään mahtavina ja varakkaina menestyjinä, ei näin kuitenkaan tutkimusten valossa aina ole. Vaikka valkokaulusrikolliset ovatkin tyypillisesti esimerkiksi väkivaltarikollisia paremmin toimeentulevia, voidaan heistä suurinta osaa silti luonnehtia lähinnä keskiluokkaisiksi. Lähteenä käytetyt tutkimukset ovat toki Yhdysvalloista, joten ne eivät välttämättä suoraan sovellu Suomeen. Tässä olisikin mielenkiintoinen aihepiiri tulevalle tutkimukselle, jotta voimme paremmin ymmärtää rikollisuuden taustalla vaikuttavia tekijöitä.

Seuraavaksi luvussa on paneuduttu rikoksiin syyllistyneiden motiiveihin ja persoonallisuuspiirteisiin. Olennaista tässä on, että tekijät jakautuvat kahteen pääluokkaan, johtajiin ja seuraajiin. Johtajille tyypillisiä piirteitä ovat itsevarmuus, voittamisen nälkä ja jopa narsistinen usko omaan ylivertaisuuteen, jolloin hänen on helpompi perustella itselleen rikollisen toiminnan oikeuttaminen. Seuraajia puolestaan ajaa ennen kaikkea pelko oman työpaikan menettämisestä tai sokea luotto johtajan määräyksiin. Tämä ilmentää luvussa käsiteltyä karismaattisen johtajuuden pimeää puolta, joka saa muutosta kaipaavan organisaation turvautumaan kyseenalaisiin keinoihin pelastaakseen olemassaolonsa.

Edellisten pohjalta luvussa on käsitelty arvopaperimarkkinarikosten organisatorisia edellytyksiä. Keskeisiä piirteitä ovat esimerkiksi omistajien tai ylimmän johdon keski johdolle luomat paineet saada yritys menestymään keinoja kaihtamatta. Myös tiukka osakekurssin tuijottaminen ja johdon palkitsemisen sitominen liiaksi osakekurssiin voi luoda kannustimia ryhtyä kurssin keinotekoiseen manipulointiin. Myös nykyaikaisten organisaatioiden suuri koko ja kompleksisuus luovat osaltaan kannustimia ja puitteita lainvastaaiselle toiminnalle, koska kiinnijäämisen riski pienenee ja jos tulosten saavuttamisesta palkitaan avokätisesti, voi tällä yhdistettynä johdon löyhään moraaliin olla arveluttavat seuraukset.

Henkilöiden ja organisaatioiden piirteiden arvioinnin jälkeen luvussa on käsitelty kriminalisoinnin ja rankaisemisen periaatteita. Keskeistä on se, ettei modernissa yhteiskunnassa rangaistusta pidä nähdä koston pahoista teoista, vaan rangaistusta voidaan pitää enemmänkin anteeksipyyntönä ja sitä kautta velanmaksuna vahinkoa kärsineelle.

²²⁵ HE 95/1993, s. 8–9

Lähtökohtana on se, että rangaistuksen kärsittyään tekijän katsotaan hyvittäneen rikoksensa ja hänet otetaan takaisin yhteiskunnan täysivaltaiseksi jäseneksi. Toinen keskeinen periaate on, että rikoslilla voidaan määrätä rangaistavaksi vain sellaisia tekoja, jotka rikovat jotakin yhteiskunnan jaettua arvoa. Rikosoikeudellisilla sanktioilla ei siis voida ohjata ihmisiä toimimaan yksityisasioissaan tietyllä tavalla, jos teosta ei ole yhteiskunnan muille jäsenille tai yhteiskunnalle itselleen haittaa.

Luvun loppuksi tarkastelussa on palattu käytännön tasolle arvioimaan rangaistusvastuun jakautumista luonnollisen henkilön ja oikeushenkilön välillä. Tällä tarkoitetaan esimerkiksi sitä, missä määrin yhtiön johdon katsotaan olevan vastuussa yritystoiminnassa tehdyistä väärinkäytöksistä ja missä määrin moite tulee kohdistaa yhtiöön itseensä. Oikeushenkilön rangaistusvastuu on Suomessa yllättävän tuore lisäys lakiin ja sen käyttöön-oton keskeinen peruste oli, että yhteiskunnallinen moite tulee kyetä kohdistamaan siihen tahoon, joka on eniten loukannut jotakin oikeushyvä. Vanha laki oli sinällään jäänyt ajastaan jälkeen, että se ei oikein soveltunut monimutkaisemmaksi muuttuneen yritysälämän sääntelyyn.

5 LOPUKSI

Tutkielmassa on käsitelty markkinoiden väärinkäytön sääntelyä tarkastelemalla aluksi argumentteja sääntelyn puolesta ja sitä vastaan. Mielenkiintoisen aiheesta tekeekin juuri se, että molemmat näkökannat voidaan perustella samalla rahoitusteorialla sen mukaan, katsotaanko informaatiotehokkuus vai kaikkien sijoittajien tasapuolinen tiedonsaanti tärkeämmäksi tekijäksi markkinoiden toimivuuden kannalta.

Tutkielman ensimmäisessä pääluvussa on käsitelty sisäpiirintietoa kolmesta näkökulmasta, jotka tässä tutkielmassa on nimetty henkilö-, tasapaino- ja lähdemalliksi. Mallien keskeiset erot liittyvät siihen, painottavatko ne sisäpiirintiedon luonnetta informaatioetumatkana muihin markkinaosapuoliin, vaiko tiedon antajan ja vastaanottajan väliseen luottamussuhteeseen perustuvana asiana. Jos omaksumme jälkimmäisen ajatusmallin, olisi sisäpiirintiedon käyttö hyväksyttävää, mikäli tiedon alkuperäinen luovuttaja sen sallii. Tämä olisi kuitenkin suomalaisesta näkökulmasta hieman erikoinen tulkinta, koska meidän lainsäädännössämme lähtökohta on ennen kaikkea taata kaikille tasapuoliset mahdollisuudet toimia markkinoilla.

Sääntelyn teorioiden jälkeen tutkielmassa on käsitelty sisäpiirintiedon kolmea keskeistä ominaisuutta; julkistamattomuutta, olennaisuutta ja täsmällisyyttä. Keskeisimpänä huomiona voitaneen todeta, että näistä ominaisuuksista keskeisin on julkistamattomuus, joka voidaan mieltää tavallaan määritelmän pohjaksi. Vaikka tieto olisikin olennaista ja täsmällistä, mutta se on asianmukaisesti saatettu yleiseen tietoon, ei tietoa voida pitää sisäpiirintietona. Samaten, kuten edellä on käyty läpi, voi arkikielisesti tarkasteltuna kohdalaisen epätäsmällinen tai epäolennainenkin tieto täyttää sisäpiirintiedon määritelmän.

Sisäpiirisääntelyn jälkeen tutkielmassa on siirrytty tarkastelemaan muita markkinoiden väärinkäyttötilanteita, erityisesti markkinoiden manipulointia. Siinä missä sisäpiirintietoa käsittelevän luvun loppupuolella sivuttiin hieman strategioita, joilla sääntelyä voidaan pyrkiä kiertämään, on tässä keskitytty kuvaamaan erityisesti uuden teknologian luomia manipuloinnin mahdollisuuksia. Tiivistäen voitaneen todeta, että viranomaisilla on tuntuvia haasteita pysyä yksityisten toimijoiden ketterän toiminnan ja valtavien resurssien perässä. Keskeistä on myös se, että suurissa pankeissa ja pörssi-yhtiöissä vallitseva kulttuuri muuttuu hitaasti ja mikäli kyseenalainen toiminta on alalla normi, jää rehellisesti toimiva yritys helposti muiden jalkoihin. Esimerkiksi LIBOR-kriisissä oli osaltaan kyse juuri tästä pankkien välillä vallinneesta lehmänkauppojen kulttuurista.

Edellisen pohjalta päästäänkin osaltaan mielenkiintoiseen pohdintaan itsesääntelyn roolista. Hyvän puolena voitaneen pitää sitä, että sääntelyn kohteiden on helpompi sitoutua itsesääntelyyn, koska ne ovat itse olleet mukana luomassa sääntöjä. Näin ollen itsesääntelyn roolin kasvattaminen voisi osaltaan auttaa muokkaamaan globaalien rahoitusmarkkinoiden kulttuuria reilumpaan suuntaan. Toisaalta kuten esimerkiksi LIBOR-

skandaali osoitti, itsesääntely tarvitsee toimiakseen myös viranomaisvalvontaa, jotteivat sovitut säännöt jää vain kauniiksi sanoiksi paperille.

Jotta arvopaperimarkkinoilla tapahtuvia väärinkäytöksiä voidaan ymmärtää, tulee meidän ymmärtää tekojen taustalla vaikuttavia mekanismeja. Näitä on käsitelty tarkemmin tutkielman luvussa 4. Tiivistäen voidaan todeta tekijöihin liittyvän sekä organisaatioiden toimintaympäristöön että organisaation sisällä vallitsevaan kulttuuriin ja siellä toimiviin ihmisiin, niin johtajiin kuin heidän alaisiinsa. Rikollista toimintaa on havaittu edistävän esimerkiksi alan yleinen kulttuuri, joka välttämättä vaikuttaa organisaation sisäiseen elämään, koska se tavallaan luo raamit, joissa organisaatio voi toimia. Olennaista on myös se, millaisia johtajia yrityksiin valikoituu ja minkälaisilla ihmisillä he itsensä ympäröivät. Myös omistajien luomat odotukset lyhyen aikavälin kurssinoususta voivat luoda johtajille painetta toimia epäeettisesti. Tästä herääkin kysymys, että tulisiko meidän yhteiskuntana siirtää fokustamme enemmän pitkän aikavälin menestykseen, nopean voitontavoittelun sijaan. Tähän ei toki ole olemassa yksiselitteistä vastausta, sillä kaikkihan riippuu lopulta siitä, mitä arvoja pidämme tärkeimpinä.

Tutkielmassa on käsitelty laajasti johtajuutta ja sitä, miten tietyn tyyppinen johtajuus saa otollisissa olosuhteissa aikaan rikollista toimintaa. Mielenkiintoista on erityisesti se, että samat johtajuuden piirteet, jotka toisaalta saavat yritykset menestymään rehellisesti, voivat myös johtaa väärinkäytöskandaaleihin. Tutkimuksissa on havaittu tällaisina piirteinä esimerkiksi johtajien määrätietoisuus, itsevarmuus ja tavoiteorientoituneisuus. Toisaalta rikoksiin ajavat myös epätoivoiset tilanteet ja esimerkiksi se, että uppoavasta laivasta halutaan ikään kuin ottaa irti kaikki, mikä pelastettavissa on. Mielenkiintoista on myös se, että rikollinen toiminta on myös itseään ruokkiva kierre, jossa ensimmäisen väärinkäytöksen jälkeen on helpompi tehdä uusia ja ajan mittaan alun perin lainkuuliainen henkilö voi kyetä perustelemaan itselleen yhä röyhkeämpiä tekoja. Näin ollen keskeistä väärinkäytösten ennaltaehkäisyssä on, että yrityksillä ja viranomaisilla on riittävät resurssit puuttua väärinkäytöksiin riittävän ajoissa.

Tutkielmassa on käsitelty myös jonkin verran rikoksiin syyllistyvien demografisia ja persoonallisuuspiirteitä. Lähdemateriaali pohjaa pitkälti melko vanhoihin yhdysvaltalais-tutkimuksiin, joten erityisen mielenkiintoista tulevan tutkimuksen kannalta olisi selvittää, miten tutkimuksissa saadut tiedot soveltuvat Suomen oloihin. Tältä osin MAR:n myötä harmonisoitu EU:n markkinoiden väärinkäytösääntely luo hyvän pohjan tutkia asioita laajemmassa perspektiivissä koko EU:n laajuudella. Suomi on luonnollisesti siinä määrin pieni maa, ettei meidän oloistamme todennäköisesti tule olemaan saatavilla riittävästi dataa vetää yksiselitteisiä päätelmiä siitä, millaiset tekijät luovat arvopaperimarkkinarikollisuutta.

Tutkielman alussa otettiin esiin kysymys siitä, tulisiko markkinoiden väärinkäyttöä säännellä vai ei. Kuten todettua, molemmat näkökulmat voidaan perustella pitävästi riippuen siitä, mitä pidämme tärkeänä. Oman näkemykseni mukaan jonkinlaiselle

väärinkäytösääntelylle on tarvetta, jotta arvopaperimarkkinat eivät suistuisi piensijoittajan kannalta pelkäksi uhkapeliksi. Esimerkiksi Suomessa pääomamarkkina on jo nykyisellään keskittynyt muutamien suuren eläkeyhtiön ja suursijoittajan pelikentäksi, eikä esimerkiksi sisäpiirintiedon hyödyntämisen salliminen todennäköisesti ainakaan helpottaisi piensijoittajien tuloa markkinoille. Väärinkäytösääntelyssä tulee kuitenkin varmistaa, ettei normeja laadita niin tiukoiksi, etteivät esimerkiksi johtajat uskalla omistaa lainkaan yhtiönsä osakkeita.

LÄHTEET

Kirjat ja artikkelit

- Alalehto, Tage: Crime prevention in terms of criminal intent criteria in white-collar crime, *Journal of Financial Crime* Vol. 25 No. 3, 2018, s. 838-844
- Annola, Vesa: Informaatio, sisäpiiri, markkinat, Turun yliopisto 2005
- Annola, Vesa: Saatavuuskriteeri sisäpiirisääntelyssä ja KKO 2006:110, *Defensor Legis* N:o 5/2007
- Bainbridge, Stephen M.: Insider Trading, *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts*. Edited by Bouckaert, Boudewijn—De Geest, Gerrit, Cheltenham, Edward Elgar, 2000 (Bainbridge 2000)
- Benson, Michael L. – Simpson, Sally S.: *White-Collar Crime: An Opportunity Perspective*, 3rd edition, Routledge 2018
- Bettis, J. Carr — Bizjak, John M. — Lemmon, Michael M.: *Insider Trading in Derivative Securities: An Empirical Examination of the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders*, Working Papers — Yale School of Management's Economics Research Network. 1999, s. 1
- Boatright, John R.: *Ethics in Finance*, second edition, Malden (Mass.), Blackwell Publishing, 2008
- Bucy, Pamela – Formby, Elizabeth – Raspanti, Marc – Rooney, Kathryn: *Why Do They Do It?: The Motives, Mores, And Character Of White Collar Criminals*, *St. John's Law Review*. Spring2008, Vol. 82 Issue 2, p401-571
- Cohen, Lawrence E. – Felson, Marcus: *Social change and crime rate trends: a routine activity approach*”, *American Sociological Review* 1979, Vol. 44 No. 4, pp. 588-608
- Collins, Judith M. – Schmidt, Frank L.: *Personality, Integrity, and White Collar Crime Personnel Psychology*. Summer93, Vol. 46 Issue 2, p295-311.
- Coombs, Nathan: *What is an algorithm? Financial regulation in the era of high-frequency trading*, *Economy & Society*. May2016, Vol. 45 Issue 2, p278-302
- DeCelles, Katherine A. – Pfarrer, Michael D.: *Heroes or Villains? Corruption and the Charismatic Leader*, *Journal of Leadership & Organizational Studies*, vol. 11, 1: pp. 67-77. , First Published Aug 1, 2004
- Dittmar, Amy K.: *Why Do Firms Repurchase Stock?*, *Journal of Business*. Jul2000, Vol. 73 Issue 3, s. 331
- Duff, Antony: *Penal Coercion and the Apology Ritual*, *Teorema: Revista internacional de filosofía* 2012, Vol.31(2), pp.109-117

- Duffield, Grace – Grabosky, Peter: The Psychology of Fraud, Trends & Issues in Crime and Criminal Justice Mar 2001, Issue 199, pp.1-6
- Fama, Eugene F.: Efficient Markets — a Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance. May70, Vol. 25 Issue 2, s. 383-417
- Finney, Henry – Lesieur, Henry: A Contingency Theory of Organizational Crime, Research in the Sociology of Organizations 0, 1982, Vol.1, pp.255-299
- Firey, Walter: Limits to Economy in Crime and Punishment, Social Science Quarterly Vol. 50, No. 1 (June, 1969), pp. 72-77
- Flanders, Chad: Can Retributivism Be Saved?, Brigham Young University Law Review. 2014, Vol. 2014 Issue 2, s. 309–362
- Fried, Jesse M.: Insider Trading via the Corporation, University of Pennsylvania Law Review. Mar2014, Vol. 162 Issue 4, s. 801-839
- Gordon, Myron J. — Shapiro, Eli: Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit, Management Science. Oct56, Vol. 3 Issue 1, p102-110
- Green, Jake – Torrens, Emily: The European market abuse regulation: MAR ado about everything, Journal of Investment Compliance 04 July 2016, Vol.17(2), pp.1-9
- Gyu-Sik, Han: Valuation of European and American Option Prices Under the Levy Processes with a Markov Chain Approximation, Management Science & Financial Engineering. Nov2013, Vol. 19 Issue 2, s. 37-42
- Hall, Christopher: Anything for You Big Boy: A Comparative Analysis of Banking Regulation in the United States and the United Kingdom in Light of the LIBOR Scandal, Northwestern Journal of International Law & Business. Fall2013, Vol. 34 Issue 1, p153-180
- Hakamies, Kaarlo: Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa, Oikeustiede-Jurisprudentia 2008:XLI s. 1–115
- Häyrynen, Janne: Sisäpiirintiedon väärinkäytön ennaltaehkäisy sisäpiiriläisen näkökulmasta, Business Law Forum 2006, Edita Publishing Oy, Helsinki 2006 (Häyrynen 2006)
- Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö, Suomalainen lakimiesyhdistys, 2006, Helsinki (2006 b)
- Häyrynen, Janne: Sisäpiirintiedon täsmällisyys ja KKO 2006:110, Defensor Legis N:o 6/2007
- Häyrynen, Janne: Pörssiväärinkäytökset, Lakimiesliiton kustannus, Helsinki, 2009
- Häyrynen, Janne — Parkkonen, Jarmo: Sisäpiiriläinen: velvollisuudet ja mahdollisuudet, Edita 2006
- Kleinfeld, Joshua: Three Principles of Democratic Criminal Justice, Northwestern University Law Review, 2017, Vol. 111 Issue 6, p1455-1490

- Knuts, Mårten: Menettämisseuraamus ja vahingonkorvaus rikoksissa arvopaperimarkkinoilla, *Lakimies* 2009/4 s. 666–678
- Knuts, Mårten: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, Talentum 2011, Helsinki
- Kotiranta, Kai: Sisäpiirintiedon syntyminen — kontekstuaalinen tulkinta, Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A-sarja, 0356-7206; n:o 319, Suomalainen lakimiesyhdistys, Helsinki 2014
- Kurenmaa, Tero: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö, Suomalainen Lakimiesyhdistys 2003
- Labbé, Amélie: MAR market sounding: optional safe harbour or compulsory rule *International Financial Law Review*, London (Feb 1, 2018)
- Lin, Tom C.W.: The new market manipulation, *Emory Law Journal* 2017, Vol.66(6), pp.1253-1314
- Manahov, Viktor: Front-Running Scalping Strategies and Market Manipulation: Why Does High-Frequency Trading Need Stricter Regulation?, *Financial Review*. Aug2016, Vol. 51 Issue 3, p363-402
- Manne, Henry G.: In defense of insider trading, *Harvard Business Review*, November-December 1966, v. 44, iss. 6, s. 113-22
- May, David C – Payne, Brian K.: Do white-collar offenders find prison more punitive than property offenders: Club Fed or Club Dread?, *Journal of Financial Crime*, London Vol. 25, Iss. 1, (2018), s. 230–243
- Nieminen, Marko: Oikeushenkilön Rangaistusvastuu arvopaperimarkkinarikoksesta, teoksessa: *Arvopaperimarkkinat* (toim. Nuutila/Saarnilehto), s. 199–236, Turun yliopisto, 2003
- Piquero, Nicole Leeper – Benson, Michael L.: White-Collar Crime and Criminal Careers: Specifying a Trajectory of Punctuated Situational Offending *Journal of Contemporary Criminal Justice*. May2004, Vol. 20 Issue 2, p148-165
- Robbins, Alexander: The rule 10b5-1 loophole: an empirical study, *Review of Quantitative Finance & Accounting*. Feb2010, Vol. 34 Issue 2, s. 199—224
- Ruoho, Kati: Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tekijät, teoksessa: *Arvopaperimarkkinat*, toim. Nuutila & Saarnilehto, Turun yliopisto 2003
- Scott-Quinn, Brian — Shyy, Gang — Walmsley, Julian: Implications of European equity derivatives for corporate finance: Mirror trading, equity swaps and LEPOs, *European Financial Management*. Jul95, Vol. 1 Issue 2, p211
- Siering, Michael: The economics of stock touting during Internet-based pump and dump campaigns, *Information Systems Journal* 03/2019, Vol.29(2), pp.456-483
- Siering, Michael – Clapham Benjamin – Engel, Oliver – Gomber, Peter: A taxonomy of financial market manipulations: establishing trust and market integrity in the financialized economy through automated fraud detection, *Journal of Information Technology* (2017) 32, s. 251–269

- Simpson, Sally – Piquero, Nicole: Low Self-Control, Organizational Theory, and Corporate Crime, *Law and Society Review* October 2002, Vol.36(3), pp.509-547
- Sjödén, Ulrika: *Insiders' Outside / Outsiders' inside — rethinking the insider regulation*, Stockholm university 2006
- Stewart, Samuel S. Jr.: Should a Corporation Buy Its Own Stocks?, *Journal of Finance*. Jun76, Vol. 31 Issue 3, s. 911-921
- Sutherland, Edwin H.: White-Collar Criminality, *American Sociological Review*. Feb 1940, Vol. 5 Issue 1, s. 1-12.
- Ståhlberg, Kaarina: Sisäpiirisäätely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta — Muutamia käytännön huomioita, *Defensor Legis* 2000/5 s. 731
- Tapani, Jussi – Tolvanen, Matti: *Rikosoikeuden yleinen osa: vastuuoppi*, Talentum 2013 2. uudistettu painos
- Tiedon pörssitiedote (<https://www.hs.fi/talous/art-2000006003535.html>) HS 16.2.2019
- Weldon, John: The LIBOR Manipulation Scandal & the Wheatley Review: A Band-Aid on a Knife Wound, *Syracuse Journal of International Law & Commerce*. Fall2013, Vol. 41 Issue 1, p199-227
- Youngblood, Alexandra: Aftermath of the LIBOR Scandal, *Review of Banking & Financial Law*. Fall2015-Spring2016, Vol. 35, p57-71

Virallislähteet ja itsesäätely

- EPNAs (EU) N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta
- Finanssivalvonnan Standardi 5.3 Sisäpiiri-ilmoitukset ja -rekisterit
- EMMI: Blueprint for the Hybrid Methodology for the Determination of EURIBOR, AL D0034-2019, julkaistu: 12.2.2019
- EMMI: Second Consultation Paper on a Hybrid Methodology for EURIBOR, D0373B-2018 AL, julkaistu: 17.10.2018
- HE 93/1993: Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevaksi lainsäädännöksi
- HE 254/1998: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä
- HE 137/2004: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

HE 27/2008: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta

HE 65/2016: Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

Helsingin pörssin sisäpiiriohje

Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014 (MAR)

Oikeuskäytäntö

Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)

KKO 2006:110

KKO 2009:1

Valtakunnansyyttäjänviraston päätös (03/12) syyttämättä jättämisestä (Talentum-tapaus)