



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Oscar Stén

## **Piensijoittajan rooli arvopaperimarkkinoilla**

Joukkovoimaan perustuva kurssimanipulaatio

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö  
Talousoikeuden pro gradu -tutkielma  
Kauppatieteiden maisteriohjelma

Vaasa 2022

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

<b>Tekijä:</b>	Oscar Stén		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Piensijoittajan rooli arvopaperimarkkinoilla : Joukkovoimaan perustuva kurssimanipulaatio		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppatieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Talousoikeuden maisteriohjelma		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Vesa Annola		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2022	<b>Sivumäärä:</b>	65

---

**TIIVISTELMÄ:**

Mahdollisuus perinteiseen osakesijoittamiseen on nykyaikana tehty erittäin saavutettavaksi ja on toteutettavissa älypuhelimella jopa muutamalla klikkauksella. Myös tiedon saaminen ja aiheesta keskustelu sosiaalisessa mediassa on nostanut sijoittamisen etenkin tavallisten kansalaisten eli piensijoittajien suosioon, jotka sijoittavat markkinoilla säästövarojaan. Piensijoittajien vaikutusmahdollisuudet suurilla markkinoilla ovat täten rajalliset ja niitä hallitsevat pääasiassa institutionaaliset sijoittajat suurilla pääomilla. Kun joukko piensijoittajia päättää kuitenkin toimia yhdessä käyttäen hyväksi nykyaikaista tiedonkulkua, kuten sosiaalista mediaa, voidaan saavuttaa joukkovoima, jonka pääoma on riittävä vaikuttamaan yksittäisen rahoitusvälineen käyttäytymiseen. Tätä kutsutaan joukkovoimaan perustuvaksi kurssimanipulaatioksi. Tämän tutkimuksen tavoitteena on tarkastella tätä piensijoittajien joukkovoimalla aiheuttamaa markkinoiden vääristämistä, milloin siihen syyllystään ja miten sitä säännellään.

Tutkimuksen teoriaosuudessa tarkastellaan arvopaperimarkkinoiden tämänhetkistä sääntelyä ja markkinoilla toimivien valvontaa ja seuraamuksia, keskittyen erityisesti siihen, miten tämä näkyy tai vaikuttaa piensijoittajien toimintaan markkinoilla. Hyvien arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kulmakivenä toimii tiukka kansallinen, eurooppalainen ja kaupankäyntipaikkojen sääntely, sekä uskottavat seuraamukset. Tutkielman teoreettinen viitekehys rakentuu piensijoittajan, suomalaisten kaupankäyntipaikkojen ja sääntelyn ympärille.

Markkinoiden vääristäminen koostuu pääasiallisesti erilaisista manipulaatiomuodoista, joista useimmat koskevat sääntelyn kautta myös piensijoittajia, mutta ovat käytännössä toteutettavissa vain surempien toimijoiden johdosta. Manipulaatiota voi tapahtua transaktioiden muodossa, informaation vaikutuksesta tai markkinavoimalla ja tarkoituksena on hyötyä manipuloinnista taloudellisesti. Manipulointi heikentää luottamusta markkinoihin, vääristää rahoitusvälineen todellista hinnanmuodostusta ja voi näin aiheuttaa suuriakin negatiivisia taloudellisia vaikutuksia koko yhteiskunnalle.

Piensijoittajien joukkotoiminnasta oli tunnistettavissa etenkin laumakäyttäytymistä, jossa ketjureaktion tavoin pienestä joukosta kasvaa tahtomattaan ja useiden tietämättä suuri joukko, joka toimii markkinoita vääristäen. Rajanveto normaalille sijoittamiselle ja markkinoiden manipulointitoimille on suuressa joukossa vaikea vetää. Onko kyse tahallisuudesta tukea vääristämistä vai yrityksestä hyötyä taloudellisesti perustuen omaan näkemykseen. Sijoittaja-aktivismissa tahallisuus voidaan nähdä ilmeisenä, mutta esimerkitapausten kautta selviää, että mukana olevat ovat useinkin täysin tietämättömiä meneillään olevasta rikkomuksesta. Piensijoittajan joukkotoiminnan kannalta rikosoikeudellinen käsittely on epäselvä ja vaatii tulevaisuudessa laajempaa tulkintaa oikeuskirjallisuudessa.

---

**AVAINSANAT:** piensijoittaja, arvopaperimarkkinat, kurssimanipulaatio, joukkovoima, sijoittaja-aktivismi, rahoitusväline

## Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen tausta	6
1.2	Tutkimusongelma ja aiheen rajaus	7
1.3	Tutkimusmetodi	9
1.3.1	Pluralistinen menetelmä	9
1.3.2	Lainoppi	9
1.3.3	Oikeustaloustiede	10
1.4	Tutkimusaineisto	12
1.5	Tutkimuksen rakenne	12
2	Arvopaperimarkkinoiden sääntely ja valvonta	14
2.1	Yleistä arvopaperimarkkinoista	14
2.2	Sääntelyn rakenne Suomessa	16
2.2.1	Lainsäädäntö	17
2.2.2	Markkinoiden väärinkäyttöasetus	19
2.2.3	Pörssin säännöt ja ohjeet	19
2.2.4	Sijoitussuositus	20
2.2.5	Sijoitusneuvonta	20
2.3	Arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet	21
2.3.1	Hyvä arvopaperimarkkinatapa	21
2.3.2	Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja	22
2.3.3	Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla	24
3	Seuraamukset ja valvonta	26
3.1	Valvonnan rakenne	26
3.2	Hallinnolliset seuraamukset	28
3.3	Rikosseuraamukset	29
4	Markkinoiden manipulaatiomuodot	31
4.1	Transaktiomanipulaatio	33
4.2	Informaatiomanipulaatio	34

4.3	Markkinavoimamanipulaatio	36
5	Piensijoittajat ja niiden muodostamat ryhmittymät	38
5.1	Piensijoittaja arvopaperimarkkinoilla	38
5.2	Yhdessä toimiminen arvopaperimarkkinoilla	38
5.2.1	Laumakäyttäytyminen	39
5.2.2	Joukkovoimaan perustuvan manipulaation tekotapa	41
5.2.3	Short squeeze -ilmiö	41
5.3	Manipuloinnin tahallisuus	43
6	Sijoittaja-aktivismi	46
6.1	Sijoituskeskustelu sosiaalisessa mediassa	46
6.1.1	Joukkoistaminen sosiaalisessa mediassa	47
6.1.2	Redditin sijoittaja-aktivismi	48
6.1.3	Wallstreetbets-yhteisö	48
6.2	Tapaus GameStop	49
7	Johtopäätökset	53
7.1	Tutkimuksen johtopäätökset	53
7.2	Jatkotutkimusehdotukset	57
	Lähdeluettelo	58
	Virallislähteet	65

## Kuvat

Kuva 1. Finanssivalvonnan käsittelemät arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät valvontatapaukset 2012-2022H1 (Finanssivalvonta: Sanktiot, tutkintapyyntöt ja arvopaperimarkkinoiden tutkintatapaukset). 27

Kuva 2. GameStopin osakekurssi tammi- ja helmikuun vaihteessa vuonna 2021. Tapahtunut short squeezeen huiput kestivät kokonaisuudessaan vain reilun viikon, jonka aikana kurssi nousi useita satoja prosentteja ja laski lopulta melkein aikaisemmalle tasolleen (New York Times). 51

## Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
MAR	markkinoiden väärinkäyttöasetus
MAD	EU direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä
RL	Rikoslaki

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Koronakriisin seurauksena uusia piensijoittajia on tullut markkinoille ja jo markkinoilla olevat sijoittajat ovat aktivoituneet. Sijoittamisen suosio on jatkuvassa kasvussa ympäri maailman ja myös Suomessa, josta siitä on tullut lähes koko kansan harrastus. Yhä useampi suomalainen on ymmärtänyt, että hyvinvointiyhteiskunnasta huolimatta on hyvä sijoittaa pahan päivän varalle. Piensijoittajien suosiossa ovat etenkin rahastot, mutta myös kiinnostus pörssiosakkeisiin on kasvussa. Finanssialan tekemän kyselyn mukaan suomalaisista jopa 64 % kertoi omistavansa jonkinlaista sijoitusvarallisuutta.<sup>1</sup>

Suomessa sijoittaminen ja arvopaperikauppa oli 1980-luvulle asti erittäin lievästi säänneltyä ja sen valvonta pohjautui pääasiassa itsesääntelyyn ja yleisiin velvoite-, sopimus-, kauppa- ja yhteisöoikeudellisiin säännöksiin. Globalisaatio, arvopaperikaupan voimakas kasvu ja omistuspohjan sekä omaisuuslajien laajentuminen ovat pakottaneet myös valtiolliseen sääntelyyn, minkä seurauksena 1990-luvulla astui voimaan ensimmäinen arvopaperimarkkinalainsäädäntö.<sup>2</sup> Tämän jälkeen arvopaperimarkkinalainsäädäntöä on uudistettu merkittävästi vuonna 2012. Samalla uudistettiin valtiovarainministeriön asetukset ja finanssivalvonnan määräykset sekä ohjeet. Myöhemmin mukaan on tullut myös EU-sääntelyä sekä ohjeistusta.<sup>3</sup>

Finanssivalvonnasta on kerrottu, että sille on tullut aiempaa enemmän yhteydenottoja nimenomaan verkossa tapahtuvista sijoituskeskusteluista ja siitä, milloin näissä voi olla kyse kurssimanipulaatiosta tai sijoitussuosituksen antamisesta. Finanssivalvonta valvoo ahkerasti sosiaalisen median keskusteluista ja muistuttaa että keskustelu osakkeista ja sijoittamisesta on tärkeää, mutta mielipiteissä ja näkemyksissä tulee muistaa

---

<sup>1</sup> Finanssiala 2022

<sup>2</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 17

<sup>3</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 11

manipuloinnin kieltö. Ennen tietoa sijoittamisesta haettiin perinteisesti yritysten omista lähteistä, kirjoista ja talousmediasta. Nykyään näiden rinnalle on kasvanut sosiaalisen median erilaiset kanavat, jossa käydään ahkeraa sijoituskeskustelua ja josta monet myös saavat tietoa sijoittamisesta huomattavasti nopeammin.<sup>4</sup>

Kurssimanipulaation muotoja on useita, mutta keskeisin on se, että harhaanjohtaa muita omilla toimillaan. Manipulointia voi olla myös kokonaan väärän informaation levittäminen ja sijoitusalan ammattilaisena esiintyminen ja osto- tai myyntisuositusten antaminen. Sijoitusviestinnässä laillisen ja laittoman viestittelyn raja on häilyvä, mutta sillä on selkeät tunnuspiirteet.<sup>5</sup> Toinen huomattava huolenaihe on piensijoittajien markkinoille synnyttämä erikoinen ilmiö, sijoittaja-aktivismi. Pienisijoittajat kokoontuvat sosiaalisen median palstoilla, jotta voisivat joukkovoimalla nostaa tiettyjen osakkeiden hintoja hyötyäkseen tästä itse. Tämä sosiaalisessa mediassa tapahtuvan kurssivedätyksen organisointi tai joukkoistaminen voi aiheuttaa ongelmia ja on mahdollisesti toteutettuna laitonta. Sillä on samanlainen rikosseuraamuksellinen vastuu kuin muullakin markkinoiden vääristämällä. Finanssivalvonnan mukaan kaikki tällöinen toiminta on omiaan heikentämään luottamusta markkinoiden luotettavaan hinnanmuodostukseen ja niiden toimintaan.<sup>6</sup> Tällöisestä kurssivedätyksestä on saatu esimerkkejä markkinoilla niin sanotun short squeezeen muodossa useampaan otteeseen, kun sijoittajista koostuvat ryhmittyvät käyvät taistelua suuria institutionaalisia sijoittajia vastaan manipuloimalla samalla markkinoiden tehokasta toimintaa.

## 1.2 Tutkimusongelma ja aiheen rajaus

Pro gradu -tutkielmani tavoitteena on tutkia piensijoittajan roolia tapauksissa, jossa syntyy arvopaperimarkkinoiden vääristämistä tai markkinamanipuloinnista. Tavoitteena on selvittää vastaus kahteen erilliseen tutkimusongelmaan. Ensimmäisenä tutkitaan

---

<sup>4</sup> Finanssivalvonta 2021

<sup>5</sup> Finanssivalvonta 2021

<sup>6</sup> YLE 16.3.2021

piensijoittajan roolia arvopaperimarkkinoiden vääristämistä koskevissa tilanteissa, milloin piensijoittaja voi syyllistyä markkinamanipulointiin ja mitkä ovat seuraukset. Minkälaisia oikeuksia ja velvollisuuksia piensijoittajilla on toiminnassaan, mitkä voidaan nähdä arvopaperimarkkinoiden vääristämisenä. Toisena tavoitteena on selvittää piensijoittajien muodostamien ryhmien toiminnan sääntelyä ja rajanvetoa kurssimanipulointiin. Käytän apututkimuskysymyksiä syventämään käsitystä päätutkimuskysymyksestä.

Tutkimuskysymykset ovat:

1. Milloin ja miten piensijoittaja voi syyllistyä markkinoiden vääristämiseen?
2. Miten piensijoittajien muodostamia ryhmiä säännellään?
3. Milloin piensijoittajien muodostamat ryhmittymät syyllistyvät kurssimanipulointiin ja niiden seuraamukset?

Tutkimus keskittyy nimenomaan rahoitusmarkkinoilla tapahtuvaan markkinoiden vääristämiseen ja manipulointiin. Toisessa luvussa tätä käsitellään vielä yleisellä tasolla, mutta tarkentuu tutkielman lopussa esimerkkitapauksin koskemaan vain arvopapereita. Tarkemmin osakeyhtiölain (624/2006) 1 luvun 10 § mukaisten osakeyhtiöiden osakkeisiin, jotka ovat kaupankäynnin kohteena säännellyillä markkinapaikoilla. Tutkielman ulkopuolelle rajataan siten muun muassa virtuaalivaluutat, arvometallit ja muita rahoitusvälineitä koskevan manipulaation tai kurssien vääristämisen tarkempi tarkastelu. Lisäksi tutkimus pyrkii tarkastelemaan markkinoiden vääristämistä ja manipulaatiota. Näistä rajataan pois muun muassa arvopapereita koskevat tiedottamisrikokset ja sisäpiiritiedon väärinkäyttö. Tutkimus keskittyy myös piensijoittajiin ja niiden muodostamiin ryhmittymiin, joten tarkastelusta rajataan pois yritykset ja muut rahoitusvälineillä kauppaa käyvät oikeushenkilöt. Sääntelyn puolesta tarkastelussa on Suomessa käytössä oleva sääntely täydennettynä EU-sääntelyllä. Siitä huolimatta tutkimuksessa tarkastellaan piensijoittajaa yleisesti ja esimerkkitapaukset ovat myös pääosin toteutettu globaalisti ulkomaisilla markkinapaikoilla ja maanrajoja ylittävissä sosiaalisen median kanavissa ja foorumeilla.

## 1.3 Tutkimusmetodi

### 1.3.1 Pluralistinen menetelmä

Tutkielman tavoite ja tutkielman keskiössä olevat tutkimuskysymykset määrittelevät tutkimustyössä hyödynnettävän metodin. Tutkielman keskiössä ei ole enää pelkästään tiettyä oikeustieteellistä tutkimuskohdetta, vaan siitä on tunnistettavissa oikeustieteellisen maailman ulkopuolelle meneviä viittauksia ja rajapintoja. Tutkimuksessa kun tutkitaan oikeustieteellisen maailman avulla sen ulkopuolella tapahtuvaa ilmiötä. Itse kiellostä vääristää markkinoita on säädetty suoraan laissa, mutta tutkiessani rajanvetoa piensijoittajien muodostamien ryhmittymien aiheuttamassa markkinoiden manipuloinnissa ja siinä mikä rikkoo sääntelyä ja ei, tulee tutkia myös oikeustieteellisen maailman ulkopuolella tapahtuvia ilmiötä. Oikeustieteellisen tutkimuksen lähestymistavat ja käytettävät menetelmät ovat monipuolistuneet ja sitä luonnehtii nykyisin laajasti toimiva metodinen pluralismi. Se merkitsee tutkimuksessa avoimuutta, monimuotoisuutta ja moniarvoisuutta. Tämäkin tutkimus on toteutettu erilaisten lähestymistapojen, aineistojen, tutkivien näkökulmien ja menetelmien luovana yhdistelmänä eli yhdistelmä tutkimuksena.<sup>7</sup> Tutkielmassa hyödynnettyjä pääasiallisia oikeustieteellisiä metodeja on kaksi, oikeusdogmatiikka eli lainoppi sekä oikeustaloustiede.

### 1.3.2 Lainoppi

Yhtenä tutkimusmenetelmänä on oikeusdogmatiikka eli lainoppi. Lainoppi on oikeuden tulkintaa ja sen systematisointia ja silloin tutkimuksen kohteena on tutkimuksessa käytettävät oikeusnormit ja oikeusnormilauseet. Lainopin lauseet kuvaavat voimassa olevaa oikeutta. Nämä lauseet voidaan katsoa kannanotoksi siitä, kuinka voimassa olevaa

---

<sup>7</sup> Määttä 2015: 2

oikeutta tulkitaan, punnitaan ja systematisoidaan. Lainopin tulkinta keskittyy oikeusperiaatteiden punnintaan ja tasapainottamiseen. Systematisoinnissa puolestaan tutkitaan oikeudenalojen käsitteitä, oikeusperiaatteita ja teoreettisia rakennelmia.<sup>8</sup> Lainopin tarkoitusta voidaan kuitenkin myös tarkastella eri näkökulmista eikä siinä tällöin katsota olevan yhtä tarkkaa tai tiettyä määritelmää. Yleisen oikeustieteen professori Minkkinen on esittänyt, että lainoppi on enemmänkin oikeustieteellinen suuntaus kuin tutkimusmenetelmä ja sen tarkoituksena on vastata kysymykseen ”kuinka oikeudellinen ongelma x ratkaistaan voimassa olevan oikeuden mukaan?”.<sup>9</sup> Olen pyrkinyt tutkimuksessa nimenomaan ratkaisemaan tutkimusongelmia voimassa olevan oikeuden mukaan rakentamalla sääntelystä työkalupakkia luvussa kaksi. Tämän tehtävänä on tukea ja auttaa ratkaisemaan ja vastaamaan aineiston avulla tutkimusongelmiin. Lisäksi olen tutkimuksessa hyödyntänyt tätä tutkimusmenetelmää selvittäessä vastausta tutkimuskysymyksiin, joihin ei suoraan vastausta voi oikeuskirjallisuudesta hakea, vaan lakia tulee soveltaa vastauksen saamiseksi. Esimerkkinä voidaan pitää piensijoittajan määritelmää, jota ei suoraan laista löydy vaan vastaus tulee hakea tulkitsemalla, kuka ei ole piensijoittaja ja sitä eivät ole ammattimaiset sijoittajat, joista on säädetty sijoituspalvelulaissa.

### 1.3.3 Oikeustaloustiede

Oikeustaloustiedettä on tutkimussuuntaus, joka kuvaa oikeuden ja talouden välistä vuorovaikutussuhdetta tai tuottaa oikeusnormien taloudellista analyysiä. Suuntauksessa liikutaan käytännössä oikeusjärjestelmässä taloustieteen näkökulmasta ja sitä on ollut Suomessa jo varsin pitkään pääsääntöisenä oikeudellisen kentän tutkimuksen kohteena. Tutkimussuuntaus tunnetaan englanniksi nimellä, ”law and economics” ja se perustuu amerikkalaiseen common law -oikeusjärjestelmään. Oikeustaloustieteessä taloudellista analyysiä voidaan jakaa tutkimuskohteensa mukaisesti markkinatoimintoja ja muita kuin näitä koskevan lainsäädännön analyysiin. Lisäksi oikeustaloustieteestä on olemassa

---

<sup>8</sup> Hirvonen 2011: 21–25

<sup>9</sup> Minkkinen 2017: 917–918

vanha ja uusi ryhmä. Vanhaan ryhmään kuuluu muun muassa kilpailu-, osakeyhtiö- ja verolainsäädäntö ja uuteen kaikki muu.<sup>10</sup>

Oikeustaloustiede voidaan jakaa positiiviseen eli deskriptiiviseen ja normatiiviseen oikeustaloustieteeseen. Deskriptiivinen oikeustaloustiede tutkii vallitsevaa oikeustilaa ja sen yhteensopivuutta taloustieteellisten näkökohtien kuten resurssien tehokkaan kohdentumisen kanssa sekä lainsäädännön vaikutuksia käyttäytymiseen. Normatiivinen oikeustaloustiede puolestaan tutkii tehokkuusnäkökulmasta optimaalista oikeustilaa, toisin sanoen, minkälainen oikeustilan tulisi olla. Normatiivinen oikeustaloustiede pyrkii taloustieteellisiä apuvälineitä hyödyntäen kriittisesti analysoimaan lainsäädännön kehittämistarpeita ja tarkoituksenmukaisuutta. Normatiivisen oikeustaloustieteen avulla voidaan esimerkiksi kyseenalaistaa tietty säännös tai toisaalta osoittaa uudenlaisen sääntelyn tarpeellisuus oikeusjärjestelmälle.<sup>11</sup>

Vaikka oikeustaloustieteellä on ensisijainen ote kilpailu-, immateriaali- ja yhtiöoikeudessa, mielestäni arvopaperimarkkinoilla ja tässä tutkimuksessa siihen liittyvällä lainsäädännöllä sekä muulla aineistolla on näihin mainittuihin oikeudenaloihin verrannollinen asema.<sup>12</sup> Tutkimuksen kannalta deskriptiivisellä oikeustaloustieteellä on tässä korostunut asema. Kun apuna käytetään tutkielman aiheen kannalta tämänhetkistä vallitsevaa oikeustilaa ja taloustieteellisiä näkökohtia, voidaan tunnistaa piensijoittajien yhdessä toimimisen kannalta aiheuttamia markkinatoimia ja niiden rajanvetoa kurssimanipulaatioon. Metodiikan kannalta ensisijaisena asemalla on oikeusdogmatiikka, mutta aiheeseen kohdistuvan sääntelyn taustalla on usein myös perustana oikeustieteellinen argumentointi.

---

<sup>10</sup> Oker-Blom 2009: 185–186

<sup>11</sup> Määttä 2016: 31

<sup>12</sup> Mähönen 2004, 49–50

## 1.4 Tutkimusaineisto

Tutkimuksen aineistona on pääasiassa käytössä olemassa olevaa oikeuskirjallisuutta, lainsäädäntöaineistoa, aihetta käsitteleviä artikkeleita ja tietokirjallisuutta, sekä empiiristä tutkimusta. Piensijoittajista tai ylipäättään piensijoittajien muodostamista ryhmittymistä ja sijoittaja-aktivismia koskevia oikeustieteellistä kirjallisuutta on hyvin vähän ja aineisto koostuu pääasiasta ajankohtaisista artikkeleista useasta eri lähteestä. Aihe on erittäin ajankohtainen ja tuore. Tämän huomaa hyvin esimerkiksi finanssivalvonnan kannanotoista aiheeseen, jotka ovat hyvin yleistäviä ja pohjustettu saatavilla olevan sääntelyn pohjalta. Yleisesti arvopaperimarkkinoita koskevaan tutkimuksen lähdeaineistoon kuuluu olennaisesti oikeustaloustieteellinen kirjallisuus, artikkeliaineisto sekä empiirinen tutkimus ja niistä julkaistut artikkelit.

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Tässä tutkimuksessa keskitytään tutkimaan piensijoittajan roolia arvopaperimarkkinoilla. Lisäksi tutkitaan piensijoittajien muodostamien ryhmittymien toimintaa ja rajanvetoa kurssien vääristämiseen, sekä mikä tähän toimintaan herkistää. Ryhmittymien toiminnasta käydään läpi esimerkkitapauksia tutkimuksen lopuksi ja niitä hyödynnetään johtopäätöksissä. Tässä tutkielman ensimmäisessä luvussa on esitetty tutkielman tutkimuskysymykset ja tutkimusaiheen kannalta merkittävimmät rajaukset, sekä metodologia ja käytettyä aineistoa. Toisessa pääluvussa lähdetään liikkeelle tutkimalla yleisesti arvopaperimarkkinoita ja niiden sääntelyä Suomessa, sekä arvopaperimarkkinoiden yleisiä periaatteita. Tarkoitus on havainnoida sääntelyn rakennetta ja miten sijoittajia markkinoilla suojataan. Kolmannessa luvussa käydään sitten läpi tämän sääntelyn valvontaa ja seurauksia. Näiden kahden luvun on tarkoitus pohjustaa ja tukea tutkimuksen aineistoa, jossa mennään syvemmin tutkimusongelman ratkaisemiseen. Tutkielman neljännessä luvussa esitellään markkinamanipulaation muodot teoreettisella tasolla, muodot on jaettu transaktio-, informaatio- ja markkinavoimamanipulaatioon. Tutkielman viidennessä luvussa käydään läpi piensijoittajia ja tarkemmin piensijoittajien muodostamien

ryhmittymien muodostumista. Lisäksi syvennyttään konkreettisesti ryhmittymien mahdollisuuksiin manipuloida rahoitusmarkkinoita. Luvussa tarkastellaan myös sääntelyn vaikutusta toimintaan ja että missä menee toiminnan laillisuuden häilyvä raja. kuudennessa luvussa syvennyttään sijoittaja-aktivismiin, sen taustoihin ja vaikutuksiin. Luvussa käydään aihetta läpi konkreettisin esimerkein ja pyritään niiden avulla tukemaan tutkimusongelmien vastauksia. Tutkielman lopussa eli seitsemännessä luvussa esitetään vielä tutkielman yhteenveto ja johtopäätökset. Viimeisessä lopussa käydään läpi myös edellytykset jatkotutkimukselle lisäkysymysten ja pohdinnan kautta.

## 2 Arvopaperimarkkinoiden sääntely ja valvonta

Tässä luvussa käsitellään arvopaperimarkkinoita ja niiden roolia rahoitusmarkkinoilla merkittävänä yritysten rahoituksen mahdollistajana. Lisäksi tutkielman ymmärtämisen kannalta on tärkeää tuntee myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyä, joten tämä luku toimii tutkielman pohjana ja työkalupakkina. Eli seuraavaksi käsitellään arvopaperimarkkinoiden kansallista ja EU tasoista lainsäädäntöä, sekä muuta huomioon otettavaa sääntelyä.

### 2.1 Yleistä arvopaperimarkkinoista

Arvopaperimarkkinoilla tarkoitetaan kaikkea järjestäytyntä kaupankäyntiä arvopapereilla. Markkinoiden kautta voivat tietyt julkisyhteisöt ja yritykset saada pääomaa sekä rahoitusta ylläpitämään toimintansa vaatimaa rahoitus- ja pääomarakennetta. Rahoitusvälineitä kuten arvopapereita ostavat kotitaloudet, yritykset, sijoitusrahastot tai muut yhteisöt, joilla on varoja sijoitettaviksi. Niitä voidaan ostaa primääri- eli ensimarkkinoilta sekä sekundääri- eli jälkimarkkinoilta. Ensimmäisillä arvopapereiden liikkeeseenlaskijat voivat hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta osakeanneilla tai vieraan pääoman ehtoista rahoitusta laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjoja, joita sijoittajat voivat merkitä. Pääoman sekä muun rahoituksen tarve ja ylijäämä eli sijoitettava varallisuus kohtaavat liikkeenlaskun jälkeen jälkimarkkinoilla. Näissä keskeisiä toimijoita arvopaperimarkkinoilla ovat säännellyt markkinapaikat ja niiden ylläpitäjät, sekä sijoituspalveluita tarjoavat tahot. Sijoituspalveluiden tarjoajien tarkoitus on neuvoa rahoitusta tarvitsevia liikkeeseenlaskijoita ensimarkkinoilla ja näiden lukuun toimivia sijoittajia. Ne myös välittävät rahoitusta, jonka takia toimintaa valvotaan tarkasti ja sitä koskee myös erityislainsäädäntö.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Valtionvarainministeriö (n.d.)

Suomessa arvopaperimarkkinoilla käytävä järjestäytynyt osakekauppa ovat voimakkaasti keskitetty pörssiin. Järjestäytyneellä kaupankäynnillä tarkoitetaan nimenomaan kaupankäyntiä säännellyllä markkinapaikalla, monikeskeisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai sijoituspalveluita tarjoajan asiakkailleen järjestämää kaupankäyntiä niin sanotusti sisäisesti. Jos kaupankäyntiä harjoitetaan markkinapaikkojen ulkopuolella, kutsutaan tätä niin sanotuksi over the counter (OTC) -kaupankäynniksi.<sup>14</sup> Tutkielmassa mainitut piensijoittajat harjoittavat sijoitustoimintaa pääasiassa näissä monikeskeisissä kaupankäyntijärjestelmissä. Sijoittajien tekemät toimeksiannot välitetään yleensä pankin tai muun kaupankäyntipaikkana olevan rahalaitoksen toimesta, joka välittää ne sitten pörssiin kaupankäyntiin.

Suomessa pääasiallisena säännellyllä markkinapaikalla tarkoitetaan pörssiä eli Nasdaq Helsinkiä. Se kuuluu Nasdaq Nordiciin, joka käsittää pohjoismaisten pörsien yhteisen tarjonnan Helsingissä, Kööpenhaminassa, Tukholmassa, Islannissa, Tallinnassa, Riiassa ja Vilnassa. Tämä on osa Nasdaq Inc. -konsernia, joka on maailman johtava kaupankäynti-, arvopapereiden listaus ja listayhtiöpalveluiden tarjoaja.<sup>15</sup> Nasdaq ylläpitää Helsingissä pörssin lisäksi monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää First North Helsinkiä, joka on kevyemmin säännelty kuin säännelty markkina eli pörssi. Listautumiset ovat olleet erittäin suosittuja viime vuosina, ja ne ovat ennestään kasvattaneet arvopaperimarkkinoiden roolia yritysten rahoituksen hankinnassa nykypäivänä. Pelkästään vuonna 2021 Helsingin päälistalle listautui 31 uutta yritystä, joista 8 päälistalle ja First North -listalle 23.<sup>16</sup> Tutkimuksen kannalta olennaisimpana kaupankäyntipaikkana toimivat suuret ulkomaiset säännellyt markkinapaikat kuten New Yorkin arvopaperipörssi (NYSE), johon on myös listautunut esimerkiksi myöhemmin manipuloinnin kohteena oleva yritys GameStop.

Arvopaperi määritellään AML:ssa vaihdantakelpoiseksi ja useiden saman sisältöisistä oikeuksista annettujen arvopapereiden kanssa yleiseen liikkeeseen saatetuksi tai

---

<sup>14</sup> Parkkonen & Knuts 2014: 281–283

<sup>15</sup> Nasdaq tietoa pörssistä (n.d.)

<sup>16</sup> Nasdaq 2021 Main Market Listings 2021 ja First North Listings 2021.

saatettavaksi. Sen määritelmä on lain soveltamisalan kannalta keskeinen ja sen yleisiä tunnusmerkkejä ovat vaihdantakelpoisuus, lajiesinemäisyys ja yleiseen liikkeeseen saataminen. Tällaisena voidaan pitää AML:n mukaan esimerkiksi:

- 1) osakeyhtiön osaketta ja muun yhteisön vastaavaa osuutta sekä tällaisesta annettua talletustodistusta
- 2) joukkovelkakirjaa tai muu velkasitoumus sekä tällaisesta oikeudesta annettu talletustodistus
- 3) muu arvopaperi, joka oikeuttaa hankkimaan tai myymään 1 tai 2 kohdassa tarkoitettua arvopaperin. Myös arvopaperi, jonka perusteella voi saada arvopaperin, koron, valuutan tai tuoton, hyödykkeen taikka muun indeksin tai arvon perusteella määräytyvän käteissuorituksen.
- 4) Yritykset voivat saada arvopaperimarkkinoiden kautta pääomaa sekä rahoitusta toimintaansa varten, jolla ne ylläpitävät vaadittua rahoitus- tai pääomaraken-  
netta. Nämä rahoitusta tai pääomaa tarvitsevat yritykset laskevat liikkeeseen rahoitusvälineitä, kuten osakkeita, joita sijoittajat tarjoutuvat ostamaan markkina-  
hintaan. Sijoittajia voivat olla muut yritykset, yhteisöt, sijoitusrahastot tai kotitalouksien piensijoittajat. Arvopaperimarkkinoiden keskeisestä toiminnasta vastaa-  
vat säännellyt markkinapaikat ja arvopapereita välittävät tahot. Keskeisiä mark-  
kinapaikkoja ovat pörssit ja arvopapereiden välittäjinä toimivat pankit ja muut sijoituspalveluyritykset.<sup>17</sup>

## 2.2 Sääntelyn rakenne Suomessa

Arvopaperimarkkinat ovat vahvasti säännelty ala Suomessa, vaikka useat asetukset perustuvat nykyään EU-tasoiseen sääntelyyn, joita sovelletaan ilman kansallista täytäntöönpanoa. Suomessa lainsäädäntöä löytyy muun muassa arvopaperimarkkinalaista ja sijoituspalvelulaista. Lisäksi säännellyillä kauppapaikoilla, kuten Helsingin pörssillä

---

<sup>17</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 64

(Nasdaq Helsinki) on omat ohjeet ja säännöt. Suomessa toimintaa valvoo Finanssivalvonta ja EU-tasolla Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA).<sup>18</sup>

Arvopaperimarkkinoiden sääntely on Suomessa vielä melko tuoretta. Ensimmäinen arvopaperimarkkinalaki (495/1989) säädettiin vuonna 1989 ja ennen tätä sääntely pohjautui markkinoilla oleviin velvoite-, sopimus-, kauppaj- ja yhteisöoikeudellisiin säännöksiin ja pääsääntöisesti pelkästään markkinoiden itsesääntelyyn.<sup>19</sup> Vuoden 2013 alussa voimaan astui uusi arvopaperimarkkinalaki (746/2012, joka kumosi vanhan vuonna 1989 säädetyin lain. Lain uudistamisen taustalla oli arvopaperimarkkinoiden ja siellä tapahtuvan kaupankäynnin merkittävä kasvaminen ja muuttuminen. Lain taustalla vaikutti myös lisääntyä EU-sääntely. Vanha arvopaperimarkkinalaki oli ollut liian hajanainen ja se ei enää kokonaisuutena sopinut nykyiseen toimintaympäristöön.<sup>20</sup> Seuraavaksi käydään läpi kansallista lainsäädäntöä, EU:n säätämää markkinoiden väärinkäyttöasetusta, pörs-sin sääntöjä ja ohjeita, sekä sijoitussuosituksen ja -neuvonnan sääntelyn piensijoittajan suoja.

### 2.2.1 Lainsäädäntö

Arvopaperimarkkinalaki on luonteeltaan puitelaki, joka sisältää keskeisimmät arvopaperimarkkinaa koskevat säännökset. Nämä ovat luonteeltaan yleisluonteisia piirteitä. Varsinaisen lain lisäksi valtiovarainministeriön päätökset ja asetukset sisältävät paljon arvopaperimarkkinoita koskevia määräyksiä.<sup>21</sup> Arvopaperimarkkinalain keskeinen tavoite on pääomamarkkinoiden tehokkaan toiminnan turvaaminen ja varmistamaan markkinoiden luotettava toiminta sekä sijoittajansuojan edistäminen.<sup>22</sup> Sen tehtävänä on myös kasvattaa sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen ja tätä kautta turvata kansantalouden suotuisa kehitys. Sijoittajien tulee voida luottaa siihen, että

---

<sup>18</sup> Valtiovarainministeriö (n.d.)

<sup>19</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 17

<sup>20</sup> HE 32/2012: 9

<sup>21</sup> Martikainen 2009: 162

<sup>22</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 20

arvopaperisäästämässä markkinoiden rakenne ja siellä toimivien tahojen eettinen toiminta ei nosta sijoittamisen riskiä, vaan sen tuli kohdistua arvopaperin liikkeeseenlaskijan taloudelliseen kannattavuuteen.<sup>23</sup> Arvopaperimarkkinalain säänneltyä erityisesti säännellyillä markkinoilla olevien yhtiöiden toimintaa, sääntelee näitä myös moni muu laki. Näitä ovat esimerkiksi osakeyhtiölaki, kirjanpitolaki, tilintarkastuslaki, laki kaupan käynnistä rahoitusvälineillä, velkakirjalaki ja lait arvo-osuustileistä, arvopaperitileistä ja arvo-osuusjärjestelmästä sekä selvitystoiminnasta. Lisäksi sääntelyä löytyy valtiovarainministeriön asetuksista.<sup>24</sup>

Arvopaperimarkkinoilla on viranomaissääntelyn lisäksi olemassa edelleenkin myös itsesääntelyä ja periaatesääntelyä, jonka tarkoituksena on täydentää ja tukea vahvasti velvoittavien lakien säännöksiä. Itsesääntelyyn liittyy tiettyjä legitimitteettiongelmia, sillä toimijat sitoutuvat itsesääntelyyn vapaaehtoisesti ja sen etu onkin joustavuus ja tehokkuus vastaamaan muuttuvia markkinaolosuhteita nopeammin kuin perinteinen lainsäädäntö, erityisesti väärinkäyttösääntelyn pohjasta. Toisena etuna voidaan nähdä itsesääntelyn säännöksiä antavien käytännön kokemus ja asiantuntijuus sääntelyn kohteena olevasta markkinoiden toiminnasta ja lisäksi näiden suorasta yhteydestä sääntelyn kohde-ryhmiin.<sup>25</sup> Arvopaperimarkkinoiden nopeasti kehittyvän toimintaympäristö vuoksi periaatesääntelyn yleisluonteisuutta ja tulkinallista joustavuutta voidaan pitää lähtökohtaisesti perusteltuna. Joustavat säännökset pysyvät sisällöltään helpommin markkinoiden nopean kehityksen tahdissa. Lainsäädännön yksityiskohtaiset säädökset jäävät väistämättä helposti aukollisiksi ja näin ollen helposti kierrettäviksi.<sup>26</sup> Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyyn voidaan katsoa kuuluvan muun muassa Nasdaq Helsingin pörssin säännöt, Arvopaperimarkkinayhdistyksen suositukset muun muassa Corporate Governance ja työeläkevakuuttajat TELA ry:n sijoitustoiminnan periaatteilla.<sup>27</sup>

---

<sup>23</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 17

<sup>24</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 21

<sup>25</sup> Häyrynen 2008: 50

<sup>26</sup> Häyrynen 2008: 45–46

<sup>27</sup> Finanssivalvonta 2/2018

### 2.2.2 Markkinoiden väärinkäyttöasetus

Markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR) ja EU-direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä (MAD II) keskeiset tavoitteet ovat parantaa sijoittajansuojaa ja turvata rahoitusmarkkinoiden luotettavuus. Markkinoiden väärinkäyttöasetus sääntelee ensisijaisesti markkinoiden väärinkäyttöä ja asettaa velvoitteita liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöille ja heidän lähipiirillensä sekä sijoituspalveluyrityksille ja markkinoiden ylläpitäjille. Markkinoiden väärinkäyttöä on muun muassa sisäpiirikaupat, sisäpiiritiedon laiton ilmaiseminen ja julkistaminen, sekä markkinoiden manipulointi. Markkinoiden väärinkäyttöasetus sääntelee myös sijoitussuosituksia ja julkisten laitosten levittämiä ennusteita tai tilastoja, jotka voivat vaikuttaa huomattavasti rahoitusmarkkinoiden toimintaan. MAR koskee esimerkiksi säännellyillä markkinoilla, monikeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja organisoitussa kaupankäyntijärjestelmässä olevia yhtiöitä ja rahoitusvälineitä. Myös joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskijat ovat kohteena tietyin edellytyksin.<sup>28</sup>

### 2.2.3 Pörssin säännöt ja ohjeet

Lain kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017) ja Euroopan Unionin kansallisen lainsäädännön ja sääntöjen mukaan pörssin on laadittava ja pidettävä avoimesti yleisön saatavilla säänneltyä markkinaa koskevat säännöt. Säännöt vahvistaa valtionvarainministeriö ja niitä sovelletaan Nasdaq Helsinki Oy:n säännellyn markkinapaikan eli Helsingin pörssin toimintaan. Kuitenkin pienimuotoisia teknisiä korjauksia ja muutoksia voidaan tehdä ilman ministeriön vahvistusta joustavuuden ja tehokkuuden vuoksi. Pörssin säännöt koskevat nimenomaan arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita ja ne eivät kohdistu ol- lenkaan piensijoittajiin. Säännöt sisältävät määräyksiä muun muassa liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta ja kaupankäynnin kohteesta olevista arvopapereista. Säännöt on yhtenäistetty ja mukaistettu muun EU lainsäädännön ja direktiivien mukaan.

---

<sup>28</sup> Finanssivalvonta 3/2018

Sääntöjen tarkoituksena on taata tasapuolinen, asianmukainen ja tehokas rahoitusvälineiden kaupankäynti.<sup>29</sup> Pörssissä ei ole laadittu sääntöjä, jotka olisi suoraan kohdistettu piensijoittajan tai piensijoittajien joukkotoiminnan toimintaan pörssissä tai sen sääntöihin kuuluvaan toimijaan.

#### **2.2.4 Sijoitussuositus**

Sijoitussuosituksesta on säännelty markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 3 artiklassa. Sijoitussuosituksena pidetään kaikkia sijoitustuotteiden tai -palveluiden markkinointia suoraan tai epäsuoraan yleisölle tai jakelukanaville. Suosituksia voidaan jakaa esimerkiksi talouslehdissä tai messuille suurille yleisöille. Sijoitussuosituksiksi lasketaan esimerkiksi sijoitusstrategiat, ehdotukset ja ennusteet sijoitustuotteiden tulevasta arvosta tai hinnasta. Sijoitussuosituksen sääntelyn tarkoituksena on suojata piensijoittajaa suosituksista, jotka johtuvat niiden laatimiseen liittyvien eturistiriitojen haitasta. Sijoittajan tehdessä sijoituspäätöstään voi suosituksen painoarvo olla merkittävä ja väärin laadittuna haitallinen.

#### **2.2.5 Sijoitusneuvonta**

Sijoitusneuvonnasta on säännelty markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 4 artiklassa. Siitä on myös oma määrittelynsä sijoituspalvelulaissa, jonka mukaan sijoitussuositus muuttuu sijoitusneuvonnaksi, kun suositus annetaan suoraan sijoittajalle koskien tiettyä sijoitustuotetta tai -palvelua. Sijoitusneuvontaa on esimerkiksi kahdenkeskinen tapaaminen piensijoittajan ja sijoituspalveluita tarjoavan edustajan kanssa, jossa sijoittajan tilanne käydään henkilökohtaisemmalla tasolla läpi. Sijoitusneuvonnan sääntely on Suomessa tiukempaa kuin suosituksen. Sijoitusneuvonnan tarjoajan tulee hankkia asiakkaastaan riittävät tiedot taloudellisesta asemasta, kyseisen rahoitusvälineen tietämyksestä ja

---

<sup>29</sup> Nasdaq 2021 Pörssin säännöt

sijoituskokemuksesta ja sijoitustavoitteista. Tarjoajan tulee arvioida sijoittajan tappionsietokyky siten, että rahoitusvälineen merkittäväkin tappiollinen menetys ei aja sijoittajaa taloudelliseen vaikeuteen.<sup>30</sup> Sijoitusneuvonta on luvanvarista toimintaa ja sitä valvoo Finanssivalvonta. Sijoituspalveluyritysten kautta sijoitusneuvontaa voivat tarjota sidonnaisasiamiehet, jotka toimivat sijoituspalveluyrityksen vastuulla ja näiden edustajana. Sidonnaisasiamiehistä ylläpidetään omaa julkista rekisteriä, jonka tarkoituksena on valvoa toiminnan lainmukaisuutta.<sup>31</sup> Sijoitusneuvonnan tarkka sääntely suojaa nimenomaan piensijoittajaa, jolla ei ole samanlaista ammattitaitoa ja ymmärrystä markkinoista kuten sijoitusneuvonnan tarjoajalla.

## **2.3 Arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet**

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä on viime vuosina etenevimmissä määrin siirrytty periaatepohjaiseen sääntelyyn. Valvontaviranomaiset ovat ilmaisseet, että periaatepohjaisen sääntelyn edut suhteessa sen tuomiin haittoihin erityisesti väärinkäyttösääntelyn näkökulmasta, tukee nopeasti kehittyvää toimintaympäristöä.<sup>32</sup> Seuraavaksi käyn läpi kolme tutkimuksen kannalta olennaisinta yleistä periaatetta, jotka ovat hyvä arvopaperimarkkinatapa, kieltö antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja ja riittävien tietojen pitämminen tasapuolisesti saatavilla.

### **2.3.1 Hyvä arvopaperimarkkinatapa**

Ensimmäinen arvopaperimarkkinoiden yleinen periaate on hyvä arvopaperimarkkinatapa eli arvopaperimarkkinoiden toimijat eivät saa toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Hyvää arvopaperimarkkinatapaa sovelletaan koko lain soveltamisalaan mukaan lukien myös rahoitusvälineisiin. Se on luonteeltaan yleislauseke, jonka sisältöä

---

<sup>30</sup> Salo 2016: 22–23

<sup>31</sup> Finanssivalvonta 2020

<sup>32</sup> Häyrynen 2008: 45–46

sovelletaan suhteellisesti aikaan, paikkaan ja olosuhteisiin nähden. Hyvän tavan periaate ei myöskään rajoitu sen sanalliseen muotoon, vaan sitä tulee noudattaa myös silloin, kun lain sanallinen muoto on aukollinen tai jäänyt jälkeen arvopaperimarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Markkinoille ei haluta luoda kuvaa, jossa pelkkä lain kirjaimellinen noudattaminen riittää.<sup>33</sup>

Hyvän arvopaperimarkkinatavan periaate koskee koko AML:n soveltamisalaa ja kaikkia sen alaisuudessa toimivia rahoitusvälineitä ja sen piirissä luonnollisista henkilöistä oikeushenkilöihin eli mukaan lukien piensijoittajat. Säännöksen piiriin kuuluvat yleislausekkeen johdosta esimerkiksi sijoituspalveluiden tarjoajat, rahoitusvälinekauppojen kaikki osapuolet, rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijat ja muut tarjoajat, kuten julkisen ostotarjouksen tekijät sekä muut mahdolliset arvopaperimarkkinoilla toimivat osapuolet. Lisäksi alaisuudessa on myös näiden toimien edustajat ja toimeksiannoista vastaavat.<sup>34</sup>

Hyvää arvopaperimarkkinatavan valvonnasta vastaa Finanssivalvonta ja sen tehtäviin kuuluu myös muiden finanssialalla kuuluvien tapojen, kuten hyvän pankkitavan ja hyvän vakuutustavan valvonta. Finanssialalla syntyvät erimielisyydet ja ristiriitatilanteet ratkotaan lähtökohtaisesti aina suoraan sitä sovellettavan lain tai sopimuksen ehtojen mukaisesti finanssialan lautakunnissa tai yleisissä tuomioistuimissa. Hyviä tapoja sovelletaan vasta ensisijaisten säädösten tukena, jos tapaus on tulkinnanvarainen tai laki tai sopimuksen ehdot eivät anna tapaukseen suoraa ratkaisua. Tällöin hyvä tapa voi nousta ratkaisevaan asemaan lopullisen ratkaisun selvittämisessä.<sup>35</sup>

### **2.3.2 Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja**

Arvopaperimarkkinoiden toisessa periaatteessa säädetään kiellosta antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja rahoitusvälineiden vaihdannassa ja markkinoinnissa.

---

<sup>33</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 48–51

<sup>34</sup> HE 32/2012: 94–97

<sup>35</sup> Raulos 2011: 2

Kieltoa sovelletaan kaikkiin rahoitusvälineisiin arvopapereiden lisäksi ja se kattaa tiedonantovelvollisuuden sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. Rahoitusvälineiden vaihdannassa kiello kattaa näiden hankkimisen ja luovuttamisen, sekä siihen liittyvän kaupankäynnin. Kiellon soveltamiseksi vaaditaan kuitenkin, että markkinointi ja vaihdannan on tapahduttava elinkeinotoiminnassa. Elinkeinotoiminnan käsitteellä tarkoitetaan tässä ammattimaisesti harjoitettua taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa. Elinkeinotoiminta voi olla tilapäistä tai satunnaista.<sup>36</sup>

Markkinoinnilla tarkoitetaan arvopaperin tai muun rahoitusvälineeseen kohdistuvan informaation jakamista, jonka tarkoituksena on edistää liikkeeseen saattamista tai vaihdantaa. Tähän lasketaan mukaan yksittäinen kaupanteko sekä yleisö- ja suoramainonta. Tätä voi olla esimerkiksi mainonta tiedotusvälineissä, tiettyyn kohderyhmään kuten asiakaskuntaan suunnattu toiminta rahoitusvälineen myynnin edistämiseksi sekä haastattelut ja henkilöiden mielipiteet.<sup>37</sup>

Arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 3 § mukaan julkistetun totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto, jolla voi olla olennaista merkitystä sijoittajalle, tulee viivästyksellä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.<sup>38</sup> Totuudenvastaisella tiedolla tarkoitetaan rahoitusvälineeseen tai siihen liittyvien tahojen tiedon esittämistä virheellisellä tai valheellisella tavalla. Tiedon oikeellisuutta arvioidaan objektiivisesti antamisajankohdan mukaan ja se voi ilmetä useilla eri tavoilla. Harhaanjohtavalla tiedolla tarkoitetaan nimensä mukaisesti tietoa, joka voi johtaa sijoittajaa tiedon valossa tekemään vääriä rahoitusvälineitä koskevia päätöksiä. Näitä voi olla esimerkiksi epäolennaisten seikkojen liiallinen korostaminen, olennaisista seikoista vaikeneminen tai esittämistavan sekä -muodon takia kuulijalla ilmenevä virheellinen käsitys. Tieto voi myös johtaa harhaan, jos se ei ole tarpeeksi selkeää tai täsmällistä. Tiedon harhaanjohtavuutta arvioidessa on otettava myös huomioon tiedonantajan luotettavuus ja asema yhtiössä. Tiedonantajan

---

<sup>36</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 53–54

<sup>37</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 54

<sup>38</sup> Arvopaperimarkkinalaki 1.3§

ollessa esimerkiksi yrityksen ylintä johtoa, antaa se sijoittajille henkilön aseman perusteella erityisen syyn luottaa tiedon luotettavuuteen ja asianmukaisuuteen. Totuudenvastaisesta tiedosta poiketen harhaanjohtavan tiedon arvioinnissa korostetaan subjektiivista näkökulmaa, eli kohderyhmää. Tiedon jakamiseen ammattimaisille sijoittajille tulee suhtautua eri lailla kuin jos kohderyhmänä on suuri yleisö.<sup>39</sup>

### **2.3.3 Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla**

Arvopaperimarkkinoiden kolmas periaate koskee riittävien tietojen pitämistä tasapuolisesti kaikkien sijoittajien saatavilla. Arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 4 § mukaan arvopapereita tarjoavat tai niitä kaupankäynnin kohteeksi hakevat tulee olla tiedonantovelvollisia sijoittajille. Sijoittajien saama tieto, joka voi olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon tulee olla tasapuolisesti saatavilla kaikkien kesken.<sup>40</sup>

Säännöstä sovelletaan luonnollisiin henkilöihin ja oikeushenkilöihin, kuten pörssiyhtiöihin tai ostotarjouksen tekijöihin. Myös liikkeeseenlaskijat, tarjoajat, arvopaperia kaupankäynnin kohteeksi hakevat ja toimeksiannosta vastaavat ovat velvollisia tiedonantovelvollisuuden nojalla pitämään riittävät tiedot tasapuolisesti kaikkien saatavilla. Säännöksestä on jätetty pois arvopapereiden markkinointi.

Tietoa, jota vaaditaan pitämään tasapuolisesti sijoittajien saatavilla, on olennainen tieto, joka voi vaikuttaa arvopaperin arvoon. Tiedon olennaisuus vaikuttaa liikkeeseenlaskijan ja arvopaperin luonne, tilanne, jossa tiedonantovelvollisuus syntyy, sekä kohderyhmä jolle tietoja annetaan.<sup>41</sup> Olennaisena tietona voidaan pitää esimerkiksi yhtiön sen hetkistä taloudellista kehitystä tai tietoa tulevasta taloudellisesta kehityksestä, kuten positiiviset- tai negatiiviset tulosvaroitukset, yhtiökokouskutsut, yritysostot ja -myynnit, muutokset yhtiön johdossa tai hallituksessa ja yhtiön sisäpiirin osto- tai

---

<sup>39</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 55–57

<sup>40</sup> Arvopaperimarkkinalaki 1.4§

<sup>41</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 58–59

myyntitoimeksiannot kyseisen yhtiön arvopapereilla.<sup>42</sup> Olennaisen tiedon kohdalla arviointi tulee tehdä saman lailla kuin arvioidessa tiedon harhaanjohtavuutta. Laajemmalle ja asiantuntemattomammalle kohderyhmälle tietoja tulee antaa kattavammin. Tietoa voidaan pitää saatavilla esimerkiksi tarjoajan internetsivuilla, arvopapereiden myynti- tai merkintäpaikassa tai tiedottamalla sijoittajia suoraan kirjallisesti tai sähköisesti.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Virtanen 2010: 34–35

<sup>43</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 60

### 3 Seuraamukset ja valvonta

Edellisessä pääluvussa määriteltiin arvopaperimarkkinoiden kannalta keskeisimmän sääntelyn, joten seuraavaksi käsittelen sääntelyn rikkomisesta määrättäviä mahdollisia seuraamuksia ja niiden valvontaa. Seuraamusten ja valvonnan tunteminen on olennaista tunnistettaessa häilyvää rajanvetoa piensijoittajan asemasta joukkovoimaan perustuvassa markkinamanipuloinnissa.

#### 3.1 Valvonnan rakenne

Arvopaperimarkkinoiden sääntely jakautuu Suomessa viranomaisääntelyyn ja itsesääntelyyn. Viranomaissääntely koostuu useista eri laista, direktiiveistä, Finanssivalvonnan standardeihin ja valtiovarainministeriön asetuksiin. Itsesääntelyä toteutetaan lainsäädännön ohella, sen tueksi ja ne täydentävät ja täsmentävät laissa annettuja velvollisuuksia. Itsesääntely perustuu itsesääntelynormeihin, joista keskeisimmät ovat Helsingin pörssin ohjeet ja säännöt, sekä Arvopaperivälittäjien yhdistyksen kaupankäyntiohjeet. Viranomaissääntelyn valvonnasta vastaa pääasiassa finanssivalvonta yhdessä viranomaisten kanssa ja itsesääntelyä säännellyt ja monikeskeiset markkinapaikat, kuten Helsingin pörssi. Kansainvälisellä tasolla toimintaa valvoo Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen.<sup>44</sup>

Finanssivalvonta on Suomessa toimiva rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen, joka valvoo Suomessa toimivia vakuutus- ja eläkeyhtiöitä, pankkeja ja muita finanssialalla toimivia yrityksiä, kuten rahastoyhtiöitä, sijoituspalveluyrityksiä ja pörssiä. Finanssivalvonta toimii yhdessä Suomen Pankin kanssa, mutta on päätöksenteossa itsenäinen. Valvonnan toiminnan tavoitteena on finanssimarkkinoiden vakauden valvominen vakuutus-, luotto-

---

<sup>44</sup> Häyrynen 2008: 20

ja eläkelaitoksissa. Lisäksi tavoitteena on edistää hyviä menettelytapojen finanssimarkkinoilla ja alan palveluita. Toiminta on kirjattu lakiin Finanssivalvonnasta.<sup>45</sup>

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
Tapauksia yhteensä	85	100	83	127	104	95	108	150	155	115	66
Sisäpiiritiedon väärinkäyttö	23	47	36	57	48	58	71	83	105	65	45
Markkinoiden manipulointi	35	28	23	40	31	24	23	50	39	41	13
Tiedonantovelvollisuus; säännöllinen, jatkuva, julkistamisen lykkäys, liputus, ostotarjous ja ensimarkkinat	23	17	18	24	23	12	12	15	9	6	6
Muut	4	8	6	6	2	1	2	2	2	3	2

**Kuva 1.** Finanssivalvonnan käsittelemät arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät valvontatapaukset 2012-2022H1 (Finanssivalvonta: Sanktiot, tutkintapyyntö ja arvopaperimarkkinoiden tutkintatapaukset).

Taulukossa on esitetty arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät valvontatapaukset, joiden tutkinnan Finanssivalvonta on saanut päätökseen kyseisenä vuonna. Tapauksia oli vuonna 2022 kesäkuun loppuun mennessä kertynyt yhteensä 66 tapausta. Markkinoiden manipulointiin liittyvät tapaukset ovat olleet hienoisessa nousussa ja niitä kertyy vuodessa keskimäärin 33 tapausta.

Arvopaperimarkkinoiden tiukka sääntelyn valvonta ei kuitenkaan perustu vain toimivaltaisen viranomaisen toiminnalle. Yritysten ja muiden markkinoilla toimivien tahojen, kuten markkinoiden ylläpitäjien tulee edistää markkinoiden luotettavuutta ja valvoa myös omalta osaltaan mahdollisia väärinkäyttötapauksia ja ehkäistä näitä yhteistyössä viranomaisten kanssa. MAR 16 artiklassa on säädetty eri velvollisuuksista yrityksille, joiden tulee järjestää tehokkaat resurssit valvontaan ja epäilyttävien markkinoilla tapahtuvien liiketoimien tai toimeksiantojen havainnointiin ja ilmoittamiseksi viranomaisille. MAR:in

<sup>45</sup> Finanssivalvonta (n.d.)

seurauksena valvontaa on pyritty osittain siirtämään myös yksityisille markkinatoimijoille.<sup>46</sup>

### 3.2 Hallinnolliset seuraamukset

Hallinnollisia seuraamuksia ovat tarkoitettu annettavaksi tilanteissa, joissa rikosprosessiin turvautuminen ei ole välttämätöntä, mutta toimittua menettelyä ei voida kuitenkaan katsoa hyväksyttäväksi tavaksi toimia arvopaperimarkkinoilla. Hallinnolliset seuraamukset toimivat rikosseuraamuksia lievempinä sanktioina ja kynnys niiden käyttöön on huomattavasti matalampi. Seuraamusten tarkoitus on turvata markkinoiden luotettavuus ja estää vääränlaisen käytöksen muuttumisen laaja-alaiseksi kumulatiivisella tavalla ja näin aiheuttaen suurta vahinkoa markkinoille. Hallinnollisten seuraamusten etuna on myös prosessin nopeus ja kustannustehokkuus.<sup>47</sup>

Suomessa hallinnollisia seuraamuksia asettaa Finanssivalvonta. Määrättäviä sanktioita on rikemaksu, julkinen varoitus ja seuraamusmaksu. Seuraamuksen määrittelyssä vaikuttaa Finanssivalvonnasta annettujen lakien 38§-40§ mukaisesti. Niiden suuruus perustuu aina kokonaisarviointiin, jossa otetaan huomioon menettelyn laajuus, laatu ja kesto aika, taloudellinen asema, saavutettu hyöty ja aiheutettu vahinko, sekä mahdolliset vaikutukset rahoitusjärjestelmän vakaudelle ja luotettavuudelle.

Rikemaksu on seuraamuksista lievin ja se voidaan määrätä Finanssivalvonnasta annetun lain 38§ asetettujen säännösten ja päätösten laiminlyönnistä tai rikkomisesta. Rikemaksu on suuruudeltaan vaihteleva, riippuen onko kyseessä oikeushenkilö vai luonnollinen henkilö.

---

<sup>46</sup> Finanssivalvonta 4/2018

<sup>47</sup> Häyrynen 2008: 25–27

Seuraamusmaksu on rikemaksua ankarampi seuraamus ja se voidaan määrätä Finanssi-  
valvonnasta annetun lain 40§ asetettujen säännösten ja päätösten laiminlyönnistä. Seu-  
raamusmaksua ei voida määrätä luonnolliselle henkilölle, mikäli hänen aiheuttama teko  
on säädetty laissa rangaistavaksi.

Julkinen varoitus voidaan määrätä tilanteissa muista kuin rikemaksun tai seuraamusmak-  
sun kattamista rikkomuksista. Se asettuu vakavuudeltaan näiden väliin ja voidaan mää-  
rätä vain Finanssivalvonnasta annetun lain 39§ mukaan valvottaville tahoille.<sup>48</sup>

### 3.3 Rikosseuraamukset

Rikosoikeutta sääntelee rikoslaki ja se on osa markkinoiden ja talouden sääntelyjärjes-  
telmää. Sen avulla pyritään osoittamaan mikä pidetään rikoksena eli laissa säädettyä te-  
koa tai laiminlyöntiä, eli toisaalta minkälainen käyttäytyminen on markkinoilla sallittua  
ja mikä taas rangaistavaa. Rikoksen pohjana pidetään yleisesti painavat yhteiskunnalliset  
perusteet ja siihen sovelletaan viimesijaisuuden periaatetta. Rikoslain muutokset valmis-  
tetaan oikeusministeriössä ja sen sisältöön voi vaikuttaa myös Euroopan unionin direk-  
tiivit.<sup>49</sup> Euroopan unionin tavoitteena on ollut yhtenäistää Euroopan arvopaperi-, pankki-  
ja vakuutusvalvontaa. Sen mukaan Suomessa käytössä olevien seuraamusten taso on  
kansainvälisesti alhainen.<sup>50</sup>

Kynnys rikosprosessiin turvautumiseen arvopaperimarkkinoilla on Suomessa korkea. Ri-  
kosprosessissa ongelmina on etenkin riittävän näytön saaminen ja rikosoikeudellinen  
kontrolli. Ensisijaisena seuraamuksena on yleisesti riittänyt Finanssivalvonnan määrää-  
mät hallinnolliset seuraamukset. Tätä moitittavimpien tekojen ja laiminlyöntien kohdalla

---

<sup>48</sup> Finanssivalvonta 3/2018

<sup>49</sup> Oikeusministeriö (n.d.)

<sup>50</sup> HE 32/2012 3.3.1

tulee olla mahdollisuus tukeutua kuitenkin myös vakavampiin rikosoikeudellisiin seuraamuksiin.<sup>51</sup>

---

<sup>51</sup> Häyrynen 2008: 24–25

## 4 Markkinoiden manipulaatiomuodot

Markkinoiden vääristämisestä säädetään rikoslain 51 luvun 3 §:

*”Joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä vääristää säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevan rahoitusvälineen markkinoita, on tuomittava markkinoiden vääristämisestä sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.”<sup>52</sup>*

Arvopaperimarkkinoilla markkinoiden vääristämisellä tai manipuloinnilla tarkoitetaan toimia, jossa suoraan tai välillisesti pyritään vaikuttamaan keinotekoisesti, estää tai vähentämään häiritä rahoitusvälineiden kysyntää, tarjontaa tai hintatasoa. Kaikilla näillä toimilla voidaan aiheuttaa rahoitusvälineen kurssin keinotekoista nostamista, laskemista tai ylläpitämistä tietyllä tasolla ja tämä voi olla hetkellistä tai pitkäkastoista toimintaa. Manipulatiivisilla menettelytavoilla on tarkoitus vaikuttaa markkinoiden ja rahoitusvälineen normaaliin hinnanmuodostusmekanismiin ja samalla hyötyä taloudellisesti keinotekoisesta kurssin ohjaamisesta.<sup>53</sup> Markkinoiden manipuloinnin yleinen määrittäminen arvopaperimarkkinoilla on erittäin vaikeaa ja tapaukset katsotaan aina tapauskohtaisesti ottaen huomioon toiminnan osapuolet ja sen vaikutukset.

Markkinoiden vääristämisen lisäksi on olemassa törkeä markkinoiden vääristäminen, joka vastaa rikoslain 3§ vastaavaa lakia mutta törkeässä muodossaan. Törkeästä markkinoiden vääristämisestä on kyse, jos teolla aiheutetaan laajamittaista taloudellista vahinkoa tai rikos on omiaan heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Tekoa arvostellaan kokonaisuutena ja sen tulee olla luonteeltaan törkeä. Muista samankaltaisista törkeistä rikoksista poiketen teon tavoiteltavan hyödyn ei katsota vaikuttavan rikoksen törkeyden arvioinnissa.<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> Rikoslaki 1889/39

<sup>53</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 505–506

<sup>54</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 617–618

Rikosnimikkeeltään markkinoiden vääristäminen tunnettiin ennen nimellä kurssin vääristäminen, mutta nimi muutettiin vastaamaan yleisesti koko markkinoita eikä vain rahoitusvälineen kurssia. Markkinamanipulaation määrittely on ollut oikeuskirjallisuudessa lainsäätäjälle hankala toimenpide ja löysin eri lähteistä erilaisia näkökulmia ja manipulaatiomuotojen jakotapoja. Parkkosen ja Knutsin mukaan manipulaatiomuodot voidaan systematisoida kahteen tekotapaan. Informaatiomanipulaatioon, jossa kyseessä on väärän tai harhaanjohtavan tiedon käyttäminen tai markkinavoimamanipulaatioon, jossa markkinoita pyritään häiritsemään markkinavoiman kautta. MAR:n tulon jälkeen manipulaatiomuotojen luokittelu väljentyi. MAR:n mukaisesti erilaiset manipulaatiomuodot ovat luokiteltu transaktio-, informaatio- tai viitearvomanipulaatioon, sekä manipulaatioon kuvitteellisilla keinoilla tai muulla vilpillisellä menettelyllä.

Tutkielman kannalta ei ole oleellista esitellä jokaista markkinamanipulaation eri muotoa, vaan jaoin manipulaatiomuodot kolmeen kategoriaan. Nämä esitetyt manipulaatiomuodot ovat koostuvat sisällöltään hyvin samantyyppistä osatekijöistä, joten nämä osatekijät huomioituna kotimaisella oikeuskirjallisuudella ja MAR:n asettamat lähtökohdat huomioon ottaen valitsin tutkielmassa tarkasteluun transaktiomanipulaation, informaatiomanipulaation ja markkinavoimamanipulaation. Näiden kategorioiden sisältä löytyy useita markkinoiden vääristämisen tapoja ja seuraavaksi käyn läpi nämä manipulaation muodot ja niihin liittyvät tärkeimmät kielletyt kaupankäyntikäytännöt. Tarkoituksena ei kuitenkaan ole luetella ja jakaa eri tekotapoja eri transaktiokategorioihin vaan esitellä käytössä olevia tekniikoita. Nämä manipulaatiotekniikat ovat myös muodostuneet kansainvälisessä oikeuskäytännössä, ja niille on olemassa myös vakiintuneet anglo-amerikkalaiset nimitykset.<sup>55</sup> Markkinoiden vääristämiseen aiheuttavaa tekijäpiiriä ei ole rajattu, mutta tutkimuksen kannalta tarkastelussa keskitytään esimerkkien kautta tapoihin, jotka ovat toteutettavissa piensijoittajien tai niiden muodostamien ryhmittymien toimesta ja lisäksi sosiaalisten median tai tiedotusvälineiden avustuksella. Ulkopuolelle rajataan suurten sijoittajien tai suurien omistusosuuksien omaavat markkinatoimijat, yhtiön johto tai näiden intressipiireissä olevat henkilöt, sijoituspalveluiden tarjoajat tai liikkeeseenlaskijat

---

<sup>55</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 422

sekä toimenpiteet, jotka vaativat toimiakseen suuria sijoittajia tai toteuttajia eli mekklereita.<sup>56</sup>

#### 4.1 Transaktiomanipulaatio

Transaktiomanipuloinnissa tarkoituksena on vääristää markkinoita tai rahoitusvälineen kurssia tähän liittyvällä kaupankäynnillä. Manipuloija yrittää luoda harhaanjohtavaa vaikutusta ainoastaan rahoitusvälineeseen kohdistuvalla tiedolla. Manipulointia toteutetaan tekemällä kaupankäynnissä näennäisesti toteutuneita kauppvoja tai suurempia osto- tai myyntitarjouksia, joilla voi olla harhaanjohtavaa vaikutusta.<sup>57</sup> Kaikesta huolimatta transaktiomanipulaation ero informaatioperusteisiin manipulointitapoihin on pohjimmiltaan vain pedagoginen.<sup>58</sup> Seuraavaksi erilaisia transaktiomanipulaation tekotapoja ja tähän liittyviä esimerkkejä.

**Näennäiskaupat** tai kaupankäynti saman osapuolen eri salkkujen välillä, jossa osto- ja myyntitoimeksiannot kuuluvat saman osapuolen lukuun. Näillä toimenpiteet luovat väärän vaikutelman markkinoilla syntyvästä kysynnästä ja tarjonnasta ja vääristävät markkinoiden luotettavuutta. Lisääntynyt tarjonta tai kysyntä voi lisätä tai laskea kiinnostusta tiettyä rahoitusvälinettä kohtaan ja näin aiheuttaa kurssille nousu- tai laskupainetta useamman sijoittajan joukkovoimalla.<sup>59</sup> Tämän tekotapaan harvoin pystyy yksittäinen pien-sijoittaja, ellei hänen toimeksiantoihin seurata suuremman ryhmittymän toimesta.

**Harhaanjohtavat toimeksiannot** eli toimeksiannot, joiden ei ole tarkoituksaan toteutua. Menettelyssä tarkoitus on myydä todellista hintaa korkeammalla tai vastaavasti myyntipuolella ostaa arvopapereita matalammalla hinnalla. Sijoittaja asettaa esimerkiksi myyntitilanteessa myyntitoimeksiantoja myyntilaidan eri hintatasoille ja luo markkinoille

---

<sup>56</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 505

<sup>57</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 421

<sup>58</sup> Knuts 2010: 289

<sup>59</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 611–613

kuvan kasvaneesta myyntipaineesta. Kun arvopaperin kurssi laskee, ostaa sama henkilö lisää arvopapereita ja peruuttaa aikaisemmat myyntitoimeksiannot. Tällöin kurssin voidaan olettaa nousevan, kun myyntipaine katoaa.

**”Pump and Dump” ja ”Trash and Cash”** menettelyissä sijoittaja ostaa suuren määrän rahoitusvälinettä tarkoitus nostaa sen hintaa ja myydä myöhemmin paremmalla hinnalla tai vastaavasti laskea rahoitusvälineen hintaa ja ostaa myöhemmin halvemmalla.<sup>60</sup> Näihin menettelyihin liittyy usein toimeksiantojen yhteydessä tapahtuva rahoitusvälinettä koskeva väärän tiedon levittäminen. Tieto voidaan esittää esimerkiksi sisäpiiritiedoksi ja näin luotettavaksi ja oleelliseksi arvonmuutoksen kannalta. Menettelyn toteuttamisen jälkeen kurssi usein palaa entiselle tasolle aiheuttaen myöhemmin mukaan tulleille sijoittajille merkittäviä tappioita.<sup>61</sup>

## 4.2 Informaatiomanipulaatio

Informaatiomanipulaatiolla tai kommunikaatiomanipulaatiolla tarkoitetaan kurssimaniipulaatiota, joka pohjautuu harhaanjohtavaan tai totuudenvastaisen tiedon levittämiseen, eli suoraan sanottuna väärään informaatioon ja jonka perimmäinen tarkoitus on vääristää rahoitusvälineen hintaa markkinoilla.<sup>62</sup> Harhaanjohtavalla tiedolla tarkoitetaan tietoja, jotka voivat antaa harhaanjohtavan kuvan rahoitusvälineen hinnasta, kysynnästä tai tarjonnasta. Totuudenvastaisella tiedolla tarkoitetaan puolestaan tietoja, joiden todenperäisyys voidaan tarkistaa.<sup>63</sup> Tiedon levittämismuotoa ei ole sääntelyssä mitenkään rajoitettu ja manipulointiin liittyvä tieto voi liikkua myös markkinoiden ulkopuolella. Markkinoiden sisällä liikkuvaa tietoa on esimerkiksi pörssi- tai lehdistötiedotteet, arvopaperinvälittäjien laatimat sijoitusanalyysit tai liikkeeseenlaskijan julkaisemat tulostiedotteet. Ulkopuolisena informaationa voidaan pitää lehtiartikkeleita, yksityishenkilöiden

---

<sup>60</sup> Nordnet: (n.d.)

<sup>61</sup> Investor.gov (n.d.)

<sup>62</sup> Knuts 2010: 267–268

<sup>63</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 514

tuottamaa mediaa tai sosiaalisen median alustalla tapahtuvaa tiedottamista.<sup>64</sup> Piensijoittajilla itsessään on heikot mahdollisuudet tuoda markkinoille väärää tietoa, vaan sääntely koskee usein liikkeeseenlaskijaa, suuria omistajia tai muita tahoja, joilla on valtaa tuoda vakuuttavasti harhaanjohtavaa tietoa markkinoille.<sup>65</sup> Esimerkiksi liikkeellelaskija, joka tiedoksiantovelvollisuuden piirissä julkaisee pörssitiedotteen, voi syyllistyä informaatiomanipulaatioon, mikäli tiedotteessa on harhaanjohtavaa tai virheellistä tietoa. Jaettava tiedon harhaanjohtavuus tai virheellisyys on kuitenkin tiedon vastaanottavan sijoittajan tulkinnassa, joten ne voivat olla myös tästä näkökulmasta vain objektiivisia tunnusmerkistöjä. Manipuloinnin aiheuttajan ei tarvitse olla läheisessä yhteydessä osakkeita tarjoavaan yhtiöön voidakseen vaikuttaa yhtiön osakekurssiin informaatiomanipulaation keinoin. Informaatiomanipuloinnin ei myöskään tarvitse olla hyvin valmisteltu toteutus vaan se voi lähteä pienestä yksinkertaisesta virheellisestä markkinahuhusta.<sup>66</sup>

Esimerkkinä voidaan pitää piensijoittajista muodostuvan ryhmittymän johtohahmoa, jolla on valtaa ja arvostusta ryhmän sisällä ja näin voi tuottamallaan informaatiolla vaikuttaa muiden piensijoittajien päätöksiin. Hyvä esimerkki tästä on GameStop tapauksen yhteydessä Wallstreetbets johtohahmoksi noussut henkilö, jolla oli ryhmässä useita tuhansia seuraajia.<sup>67</sup> Ryhmittymän johtohahmon tarkoitus voi olla levittää totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa ja saada samalla kohteena olevan rahoitusvälineen kurssi muuttumaan sellaiseen suuntaan, joka hyödyntää tiedon levittänyttä tai edesauttaa muun toimenpiteen toteutusta. Kuten tulevassa esimerkki tapauksessakin kävi, voi yhtiöön liitettävät voimakkaat kasvu- tai tulosodotukset sekä vastaavasti huono taloudellinen tila edesauttaa yhtiön kurssiin vaikuttamista. Myös voimakkaissa eri talouden suhdanteiden yhteydessä on helpompaa manipuloida tiedon avulla.<sup>68</sup>

---

<sup>64</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 514

<sup>65</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 511

<sup>66</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 420

<sup>67</sup> kts. 5.1.2.

<sup>68</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 513

### 4.3 Markkinavoimamanipulaatio

Markkinavoimamanipulaatio on markkinavoiman väärinkäyttöä ja eroaa aikaisemmista manipulaation muodoista siinä, että tässä ei välttämättä hyödynnetä harhaanjohtavaa tai väärää tietoa, vaan määräävää tai huomattavaa osakeomistusta, joka antaa mahdollisuuden määrätä osakkeen hintatasosta. Markkinavoiman olemassaolo ei itsessään ole laitonta, vaan sen väärinkäyttö. Tämän manipulaation tunnusmerkistö on rakennettu kuvaamaan toimintaa, jossa rahoitusvälineen hinta varmistetaan keinotekoiselle tai epätavallisella tasolla yhden tai useamman yhteistyössä toimivan henkilön toimesta. Markkinahinnanmuodostuksessa vallitseva hinta on aina reflektiivinen rahoitusvälineeseen kohdistuvasta kysynnästä ja tarjonnasta.

Markkinavoimamanipulaation tunnistamisen suurin haaste on sen erottaminen tavanomaisesta kaupankäynnistä, minkälainen toiminta on sallittua ja minkälainen toiminta voidaan katsoa manipuloivaksi. Tavallisen tai aidon hintatason määrittäminen on erittäin vaikeaa ja siitä johtuen epätavallisen tai keinotekoisien hintatason määrittäminen ei ole mahdollista. Liiketoimi voi vaikuttaa epätavalliselta tai offensiiviselta, mutta olla silti täysin sallittu. Tarkasteluun markkinavoimamanipulaatiokiellossa tulee ottaa markkinoiden toimivuus ja siihen poikkeavalla tavalla vaikuttavat toimet kuten hintatason lukitseminen, joka horjuttaa häiriintymättömän markkinamekanismin toimivuuden.<sup>69</sup>

Tyypillisiä markkinavoimamanipulaatiostrategioita ovat *corner* ja *squeeze*, jotka strategioiltaan liittyvät etenkin johdannaisilla käytävään kauppaan ja ovat markkinamanipulaation kaksi vanhinta muotoa.<sup>70</sup> Nämä strategiat kuvaavat tilannetta, jossa manipuloivain toteuttajalla on määräävä asema rahoitusvälineen ja siihen kytketyn johdannaissopimuksen kysynnästä. Manipuloija voi näin hyödyntää markkinavoimaansa osakekurssin liikuttamiseen. *Corner*-strategiassa yksi tai useampi toimija saa haltuunsa kaikki yhtiön osakkeet ja pystyvät sitä kautta määräämään osakkeen hinnan. Strategia ajaa osakkeiden

---

<sup>69</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 422–424

<sup>70</sup> Nelemans 2008: 1216–1217

lyhyeksi myyjien positiot sellaiseen asemaan, että manipuloijat pääsevät päättämään osakkeiden realisointihinnan. *Squeeze*-strategiassa yksi tai useampi toimija saavat hallituksensa vain merkittävän osan yhtiön osakkeista ja siten hyödyntävät markkinavoimaa osakekurssin liikuttamiseen. Strategiat vaativat kuitenkin merkittäviä pääomia ja määrällisen markkina-aseman hallitsemista.<sup>71</sup>

---

<sup>71</sup> Lin 2017: 1281–1283

## 5 Piensijoittajat ja niiden muodostamat ryhmittymät

Tässä luvussa käydään läpi piensijoittajia ja niiden muodostamia ryhmittymiä. Piensijoittajat ovat tutkimuksen kannalta keskeisessä roolissa, ja luvun tarkoitus on selventää mitä yhdessä toimiminen arvopaperimarkkinoilla oikeastaan tarkoittaa ja miten tämä ilmiö syntyy. Käyn läpi myös manipuloinnin tahallisuutta, jonka avulla pyritään tunnistamaan rajanvetoa piensijoittajan osalta laillisen ja laittoman toiminnan välillä.

### 5.1 Piensijoittaja arvopaperimarkkinoilla

Piensijoittaja on sijoittaja, jonka elinkeino ei perustu sijoitustoimintaan ja sijoittaa markkinoilla säästämillään varoilla. Nasdaqin mukaan piensijoittaja (engl. Small investor) on henkilö, joka sijoittaa pieniä määriä tai varoja arvopapereihin. Tämän ryhmän edustajat kuuluvat yleisesti yrityksen pienimpiin omistajiin.<sup>72</sup> Piensijoittajaa voidaan verrata myös hyvin rahoitusmarkkinoilla toimivan yrityksen ei-ammattimaiseen asiakkaaseen. Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan sijoituspalvelulain (2012/747) 23§:n kriteerien mukaista henkilöä. Ei-ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan muuta asiakasta kuin ammattimaista asiakasta. Ei-ammattimaisen asiakkaan yleisimpiä piirteitä on pieni sijoitusvarallisuus, luonnollinen henkilö ja rahoitusvälineillä kaupankäynti, eikä niiden myyminen tai ostaminen omaan tai jonkun muun lukuun.<sup>73</sup>

### 5.2 Yhdessä toimiminen arvopaperimarkkinoilla

Edellisessä luvussa osoitettiin, että manipulaatiota koskeva kielto koskee lähtökohtaisesti jokaista markkinoiden osapuolta yhden sijoittajan toimista myös suuriin yrityksiin. Tämän tulkinnan kautta voidaan päätellä, että samaa sääntelyä voidaan soveltaa myös suureen joukkoon eri markkinatoimijoita. Lopulta tarkastelun kohteena on kuitenkin tehdyn

---

<sup>72</sup> Nasdaq glossary (n.d.)

<sup>73</sup> Sijoituspalvelulaki 23§

manipulaation vaikutus markkinoihin ja kenen toimesta se on toteutettu. Finanssivalvonnan entisen johtajan Anneli Tuomisen mukaan osakekurssien manipulaatio tai sen yritys on rangaistavaa siitä huolimatta, toimitaanko yksin vai ryhmässä. Laitonta on myös organisoida tai joukkoistaa kurssivedätykseen mukaan esimerkiksi sosiaalisessa mediassa. Tällöin tämmöiseen johtohahmoon voidaan soveltaa samaa sääntelyä, mitä sovelletaan myös ammattianalyttikoihin.<sup>74</sup> Markkinoilla yhdessä toimimiseen tai piensijoittajan joukkovoiman käyttöön ei Suomessa ole omaa oikeuskäytäntöä, joten tapauksiin sovelletaan voimassa olevaa sääntelyä kuten edellä mainitun mukaisesti tilanteesta riippuen.

Tämän tutkielman kannalta piensijoittajien yhdessä toimimisella tai joukkovoimalla katsotaan tarkoittavan sellaisia piensijoittajien muodostamia toimia, joiden vaikutukset eivät olisi mahdollisia toteuttaa yksittäisen piensijoittajan toimesta. Aiheutetut markkinoiden manipuloinnit vaativat tuekseen lukuisia piensijoittajia, jotka ovat tietoisia muiden piensijoittajien toimista. Tavoitteena on arvopaperimarkkinoiden tapaan taloudellisen hyödyn saaminen mutta perustuen markkinoiden tehokkaan toiminnan vääristämiseen. Seuraavaksi käyn läpi muutamia tapoja, miten piensijoittajan muodostamat ryhmittymät voivat syyllistyä markkinoiden vääristämiseen tahallisesti tai tietämättään.

### 5.2.1 Laumakäyttäytyminen

Yksittäisten piensijoittajien synnyttämään joukkovoimaan voidaan katsoa synnyttävän myös laumakäyttäytymistä tai siihen johtavaa ”bandwagon” ilmiötä. Laumakäyttäytymisellä tarkoitetaan ilmiötä, jossa yksilöt liittyvät ryhmään seuratakseen muiden yksilöiden toimintaa, olettaen että muut ovat jo tehneet oman tutkimuksensa tarkasteltavasta aiheesta. Tähän perustuva sijoittaminen ei suoraan ole laitonta, mutta vaikuttaa heikentävästi markkinoiden tehokkuuteen ja haittaa tai estää eri sijoituskohteiden oikeata objektiivista analyysia.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Yle 2021

<sup>75</sup> Investopedia: Herd Instinct 2022

Bandwagon-ilmiö on psykologinen ilmiö, jossa ihmiset tekevät jotain ensisijaisesti sen takia, että muut ihmiset toimivat samalla tavalla. Se jättää huomioimatta tai ohittaa ihmisten omat uskomukset ja taipumukset, ja mukauttaa ne lauman tai ryhmän uskomusten ja käyttäytymisen kanssa luoden laumalle oman mentaliteetin. Ilmiötä voidaan tavata politiikassa ja kuluttajien käyttäytymisessä, sekä rahoitusmarkkinoilla. Rahoitusmarkkinat ovat ilmiölle enemmän vahingoittuvaisia, sillä ne vaikuttavat konkreettisesti omaisuuserien hinnanmuodostukseen.<sup>76</sup>

Rahoitusmarkkinoilla laumakäyttäytyminen näkyy ilmiönä, jossa piensijoittajat seuraavat mieluummin muiden sijoittajien sijoitustoimia, kuin tekevät omat tutkimuksensa ja muokkaavat oman sijoitustoimintansa yhdenmukaiseksi. Ilmiö muodostaa jatkumon, jossa sama toiminta saa seuraavatkin seuraamaan perässä. Käytännössä tämä voidaan katsoa tarkoittavan esimerkiksi tilannetta, jossa sijoittaja myy tai ostaa markkinoilla osakkeita, koska muutkin sijoittajat toimivat samalla tavalla. Tämän seurauksena osakkeen hinta alkaa laskea tai nousta, mikä entisestään ajaa osakkeen hintaa samaan suuntaan. Rahoitusvälineisiin voi laumakäyttäytymisen yhteydessä kohdistua nopeitakin osto- ja myyntisignaaleja ja aiheuttaa samalla rahoitusvälineisiin kuplia. Markkinoilla rahoitusvälineeseen tai yleisesti markkinoilla kuplana pidetään tilannetta, jossa ylenpalttinen markkinakäyttäytyminen ajaa hinnan sen luontaisen tai todellisen arvon yläpuolelle. Kupla jatkaa paisumistaan, kunnes omaisuuserien hinta saavuttaa tason, joka ylittää perustavalaatuisen ja taloudellisen rationaalisuuden rajan. Kupla alkaa lopulta romahtamaan, kun sijoittajat eivät halua ostaa enää vallitsevalla hintatasolla. Spekulatiivisilla markkinoilla kuplan puhkeaminen voi aiheuttaa kauaskantoisia seurauksia ja suuria tappioita etenkin laumakäyttäytymisen vaikutuksena mukaan seuranneihin piensijoittajiin.<sup>77</sup>

---

<sup>76</sup> Investopedia: Bandwagon effect

<sup>77</sup> Investopedia: Herd instinct 2022

### 5.2.2 Joukkovoimaan perustuvan manipulaation tekotapa

Kurssien manipuloinnilla pyritään lähtökohtaisesti keinotekoisesti vaikuttamaan osakkeen kurssiin sekä vaihdantaan ja vaatii näin toimiakseen aina muiden markkinoiden osapuolien liikehdintää. Joukkovoimaan perustuva manipulaatio ei kuitenkaan ole yksittäisen piensijoittajan aiheuttamaa virheellisen tai harhaanjohtavan tiedon levittämistä, vaikka tämän tiedon perusteella useampi piensijoittaja lähtisi tämän toimesta tekemään toimeksiantoja markkinoilla. Yksittäisellä piensijoittajalla ei ole usein edes valtaa vaikuttaa muiden sijoittajien toimintaan, ellei tähän ole syntynyt omanlaista uskottavuutta. Julkisuuden henkilö tai henkilö suurella seuraajamäärällä sen sijaan voisi vaikuttaa omalla toiminnallaan muiden sijoituspäätökseen ja syllistyä manipulointiin.<sup>78</sup>

Tässä tutkimuksessa joukkovoimalla tarkoitetaan suuren ryhmittymän tarkoituksellista ja tietoista osakekurssin kysynnän tai tarjonnan vääristämistä tai muuta manipulaatiota, joka ei olisi mahdollista yksittäisen piensijoittajan toimesta, vaan vaatii tuekseen useita muita piensijoittajia, jotka ovat tietoisia muiden toimista. Laillisen ja laittoman joukolla toteutetun sijoitustoiminnan erot ovat kuitenkin häilyviä, ja niitä tunnistaessa on hyvä pitää mielessä aiemmin esitetyt manipulaatiotekniikat. Seuraavaksi esimerkki markkinoilla useasta piensijoittajista yhdessä toteutetusta manipulaatiotavasta.

### 5.2.3 Short squeeze -ilmiö

Short squeeze -ilmiö on markkinatapahtuma, jossa yrityksen osakekurssin nopea nousu pakottaa yritystä lyhyeksi myyneet suuret institutionaaliset sijoittajat ostamaan osaketta takaisin tappioiden rajaamiseksi. Institutionaalisina sijoittajina pidetään esimerkiksi suuria liikepankkeja, jotka sijoittavat hedge-rahastojen kautta.<sup>79</sup> Lyhyeksi myynti eli

---

<sup>78</sup> Knuts 2010: 314

<sup>79</sup> Hedgerahasto on sijoitusrahasto, jonka rahoja hallinnoivat ammattimaiset rahastonhoitajat. Rahaston tavoitteena on saada keskimääräistä parempi tuotto markkinatilanteesta riippumatta, ja ne käyttävät useita eri strategioita. Rahastot vaativat usein korkean pääoman sijoitukselle, joten piensijoittajilla ei ole pääsyä niihin. Investopedia: What is a Hedge Fund?

shorttaus tai shorttaaminen (engl. short selling) tarkoittaa tilannetta, jossa myyt osakkeita, joita et todellisuudessa omista. Lyhyeksi myynti on yksi tapa spekuloida osakkeen hinnan laskulla. Lainaat osakkeita kolmannelta osapuolelta ja myyt ne markkinalla toivoen, että hinta laskee, jotta voit ostaa osakkeet takaisin alemmalla hinnalla. Lyhyeksi myynti on kannattavaa, jos osakkeen hinta laskee ja osaketta on mahdollista ostaa myöhemmin sen myyntihintaa halvemmalla hinnalla.<sup>80</sup> Perinteisessä sijoittamisessa osakkeen arvo ei voi laskea enempää kuin sata prosenttia, jolloin vain sijoitettu pääoma voidaan menettää. Lyhyeksi myynnissä tappion määrää ei ole rajattu, koska teoreettista ylärajaa osakkeen hinnalle ei ole olemassa. Tällöin osakkeen noustessa, siihen sijoittanut rahasto myy positionsa tappion rajaamiseksi ja ostaa osaketta takaisin kalliimmalla hinnasta välittämättä kurssinousun toivossa. Tällöin ilmiö alkaa ruokkimaan itseään entistä enemmän lisääntyneen ostolaidan vuoksi. Short squeeze -ilmiö voi johtaa erittäin voimakkaisiin kurssinousuihin ja samalla aiheuttaa suuria taloudellisia tappioita sitä lyhyeksi myyneille hedge-rahastoille.<sup>81</sup> Ilmiö itsessään ei ole markkinoilla ennennäkemätön, mutta sijoittajat eivät aikaisemmin ole ohjanneet omaa kaupankäyntiään yrityksiin, joihin mahdollinen short squeeze on ollut käynnissä. Ilmiötä on tavattu viime vuosina etenkin piensijoittajien muodostamien ryhmien tahallisenä toteutuksena, jossa tavoitteena on ollut horjuttaa suurten hedgerahastoja pitävien liikepankkien asemaa. Yhtenä tunnettu toteuttajana on ollut Redditissä toimiva ryhmä Wallstreetbets.<sup>82</sup> Short squeeze -ilmiön kohteeksi ovat joutuneet viime vuosina etenkin suurten hedgerahastojen lyhyeksi myydyt yritykset, joiden osakekurssit ovat laskeneet voimakkaasti. Tällaisia yrityksiä ovat esimerkiksi Nokia, Blackberry, GameStop Corp. ja AMC.<sup>83</sup> Käsittelen tapauksia seuraavassa luvussa enemmän.

---

<sup>80</sup> Nordnet: Mitä lyhyeksi myynti tarkoittaa? (n.d.)

<sup>81</sup> Blomster, H. 28.1.2021

<sup>82</sup> ks. 4.1.2

<sup>83</sup> Regnier, P. 4.2.2021

### 5.3 Manipuloinnin tahallisuus

Manipuloinnin tahallisuutta voidaan lähteä tutkimaan tiedostamalla ensin mitä tahallisuus ylipäättään tarkoittaa oikeustieteellisessä kontekstissa. Suomessa voimassa olevan rikoslain mukaan teot ovat rangaistavia vain, kun ne on tehty tahallisina. Tahallisuus ja tuottamus ovat syyksiluettavuuden muotoja, joka on edellytys rangaistusvastuulle. Tuottamuksellisista teoista rangaistaan vain, jos ne on rikoslaissa nimenomaisesti niin säädetty. Rikoslaissa tarkemmin tahallisuudesta kerrotaan seuraavasti:

*Tekijä on aiheuttanut tunnusmerkistön mukaisen seurauksen tahallaan, jos hän on tarkoittanut aiheuttaa seurauksen taikka pitänyt seurauksen aiheutumista varmana tai varsin todennäköisenä. Seuraus on aiheutettu tahallaan myös, jos tekijä on pitänyt sitä tarkoittamaansa seuraukseen varmasti liittyvänä.<sup>84</sup>*

Nimenomaisesti tahallisuus aiheuttaa markkinamanipulaatiota on mainittu eksplisiittisesti ainoastaan MAR 12 artiklassa.

Manipulaatiokiellon rikkomisesta kuin myös minkä tahansa muun kiellon rikkomisesta lähtökohtana on rangaista tekijää hallinnollisilla tai rikosoikeudellisilla sanktioilla. MAR 15 artiklan, sekä RL 51:3 ja RL 51:4 mukaan myös yritys rikkoa kieltoa on rangaistava. Piensijoittajien joukkovoimalla aiheutetussa manipuloinnissa voi olla vaikea näyttää kuka todellisuudessa rikokseen syyllistyy, koska mukana manipulaatiossa voi olla tuhansia henkilöitä.

Usean osallistujan osallistuessa manipulaatioimenpiteisiin on aihetta myös tarkastella rikosoikeudellisia osallisuuden käsitteitä. Erikseen osallisuudesta on säädetty nimikkeillä rikoskumppanuus, välillinen tekeminen, yllytys tai avunanto rikokseen. RL 5:3:n mukaan rikoskumppanuus tarkoittaa kahden tai useamman henkilön osallistuminen tahalliseen rikokseen, jolloin kutakin rikoksen tekijää rangaistaan erikseen. RL 5:4:n mukaan välillisellä tekemisellä tarkoitetaan tahallisen rikoksen toteuttamista käyttäen välikappaleena

---

<sup>84</sup> Rikoslaki 1889/39

eli hyväksi toista tekijää. Tällöisessä tapauksessa toista hyväkseen käyttänyt tuomitaan ja hyväksikäytettyä ei voida rangaista siitä rikoksesta syyntakeettomuuden, tahallisuuden puuttumisen tai muun rikosoikeudellisen vastuun edellytyksen liittyvästä syystä. RL 5:5:n mukaan yllytyksestä on kyse, kun rikoksen tekijä on tahallaan taivutettu tai yllytetty rikokseen tai sen yritykseen. Tällöin myös yllyttäjä tuomitaan rikoksesta. RL 5:6:n mukaan avunannolla tarkoitetaan rikoksen tekijän auttamista neuvomalla, toimimalla tai muulla tavoin tahallisen rikoksen tai sen yrityksen edesauttamista avunannolla. Lakia sovelletaan joko ennen rikosta tai sen aikana tehdystä toimista. Myös yllytys avunantoon kuuluu avunannon rangaistuksen piiriin.<sup>85</sup>

Jokaisen manipuloinnista hyötyvän tuomitseminen on vaikeaa, ellei mahdotonta, jolloin katse kiinnittyy niin sanottuun johtohenkilöön, kuka on saanut kerättyä itselleen riittävän seuraajakunnan toteuttamaan haluttu manipulaatio esimerkiksi yritykseen kohdistuva short squeezeä. Rikosoikeudellisesti tulee kuitenkin ottaa huomioon, että osallisuusarvioinnissa kiellon rikkomisesta seuraavia sanktioita voidaan määrätä vain henkilöille, jotka täyttävät rikoslain mukaiset tunnusmerkistöt. Manipulaatiossa mukana olevia henkilöitä voidaan katsoa toteuttavan manipulaatiota vähäisesti tai huolimattomasti, jolloin rikoslain sisällön perusteella näihin ei voida soveltaa samankaltaista osallisuusoppia.<sup>86</sup> Tapauksessa arvosteltavaksi tulee myös vilpittömän mielen suoja, joka tarkoittaa, että henkilö toimiessaan on ollut tietämätön jostakin tapaukseen liittyvästä merkityksellisestä seikasta tai olosuhteesta. Perustellussa vilpittömässä mielessä voidaan todeta, että henkilö ei ole tiennyt tai hänen ei voida olettaa tietää kyseisestä olosuhteesta tai seikasta.<sup>87</sup>

Keskeistä arvioidessa markkinoilla manipulointiin tähtäävissä toimenpiteissä on se, onko kyseinen menettely ollut avointa ja markkinoilla toimivien tiedossa. Markkinoilla tapahtuva manipuloinnin tahallisuutta ei voida todeta, jos markkinat ovat olleet tietoisia

---

<sup>85</sup> Rikoslaki 1889/39

<sup>86</sup> HE 44/2002

<sup>87</sup> minilex: Vilpittömän mielen ja sen vaikutus oikeustoimiin

tehtyjen toimenpiteiden tavoitteista tai muista niihin liittyvistä seikoista, vaikka kyseisillä toimilla olisikin vaikutusta rahoitusvälineen kurssiin tai ne olisi tehty manipulaatiotarkoituksissa. Tahalliseksi toiminnaksi ei voida myöskään katsoa tilannetta, jossa manipulointi tapahtuu avoimesti ja antaa kaikille markkinoilla toimiville osapuolille tasavertaiset mahdollisuudet osallistua kaupankäyntiin ja näin tehdä omat päätökset asian suhteen.<sup>88</sup>

---

<sup>88</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 506

## 6 Sijoittaja-aktivismi

Edellisessä luvussa esiteltiin piensijoittajia ja niistä muodostamia ryhmittymiä. Tässä luvussa käsitellään niiden aiheuttamaa sijoittaja-aktivismia, joka on aiheuttanut myös tulevassa esimerkkitapauksessa aiheutetun markkinoiden manipuloinnin. Koska GameStopin tapauksessa markkinoiden manipuloinnin mahdollisti sosiaalinen media ja siellä toimiva keskusteluyhteisö, käydään myös aktivismia läpi tämän pohjalta, jotta tapauksen ymmärtäminen on mahdollista.

### 6.1 Sijoituskeskustelu sosiaalisessa mediassa

Sosiaalinen media tarkoittaa pääasiassa verkossa toimivia palveluita, esimerkiksi Twitteriä, WhatsAppia, Facebookia, Instagramia, Reddittiä, blogeja, foorumeita ja muita vastaavia palveluita. Sosiaalisen median tarkoitus on yhdistää yksilöitä, ryhmiä ja yhteisöjä, jotka rakentavat sisältöä sosiaalisen median kanaviin ja voivat muodostaa suuriakin yhteisöjä tietyn aiheen pohjalta, kuten sijoittamisen. Palveluihin voidaan kirjoittaa sisältöä keskustella, tuoda kuvia tai videoita. Sosiaalinen media voi olla myös erittäin läsnä, sillä se toimii kaikilla älylaitteilla, kuten älypuhelimissa ja näin se on helposti tavoitettavissa.<sup>89</sup> Sosiaalisesta mediasta on tullut arvopaperimarkkinoiden informaatiofoorumeita, joilla pystytään pelkän keskustelun perustella vaikuttamaan markkinoiden suuntaan. GameStopin esimerkki on vaikuttamisen ääripäätä, mutta pelkästään tietyn yrityksen positiivisella ilmapiirillä voidaan nopeasti saavuttaa tuhansia uusia sijoittajia ja näin saada kursiin nousupainetta.<sup>90</sup>

---

<sup>89</sup> Honkonen & Rongas 2016

<sup>90</sup> Netflix 2022

### 6.1.1 Joukkoistaminen sosiaalisessa mediassa

Lisääntynyt kiinnostus sijoittamiseen on lisännyt keskustelua sosiaalisessa mediassa. Sijoittamiseen liittyvää keskustelua pidetään tärkeänä ja sallittuna, mutta siinä tulee Finanssivalvonnan mukaan huomioida häilyvä raja sijoitussuositus- ja kurssimanipulaatio-sääntelyn osalta. Sijoittajien omat mielipiteet ja näkemykset voivat esittäessään tulkita sijoitussuosituksiksi tai -neuvonnaksi, jolloin tulee huomioida manipuloinnin kielto. Manipuloinniksi sosiaalisessa mediassa katsotaan kaikki aiheet tarkoituksena vaikuttaa rahoitusvälineen arvoon. Keskustelija voi esimerkiksi levittää rahoitusvälinettä koskevaa tietoa harhaanjohtavasti tai kokonaan vääränä, tai esittäytyä yrityksen sisäpiiriläisenä tai sijoitusalan ammattilaisena ja antaa rahoitusvälinettä koskevia suosituksia varmana tietona.<sup>91</sup> Sosiaalisen median sijoituskeskusteluille on tyypillistä tunteisiin vetoaminen ja tällöin riski vajavaisesti tehtyihin sijoituspäätöksiin kasvaa.<sup>92</sup> Sosiaalisen median keskustelualueet olivat merkittävänä tekijänä piensijoittajien aiheuttamien osakekurssien nousujen taustalla, eikä tällaisen toteuttaminen olisi ollut mahdollista ennen vanhaan. Lisäksi sosiaalisesta mediasta tekee vaarallisen sen, että käyttäjien on mahdollista verhoata valheellinen tai harhaanjohtava tieto oikeaksi esittäytymällä anonyymiksesi tai väärän henkilöllisyyden turvin, mikä voi antaa uskottavan kuvan sijoitussuositusten antajana.

Sijoituskeskustelua tapahtuu luonnollisesti monissa sosiaalisen median kanavissa kuten Twitterissä ja Facebookissa, joissa keskustelut pohjautuvat lähinnä ihmisten mielipiteille ja kokemuksilla. Nostan seuraavissa alaluvuissa esimerkin sijoituskeskustelusta sosiaalisen median kanavalla Redditissä. Esimerkin kautta pyrin havainnollistamaan joukkovoimalla syntyvän markkinamanipulaation syntyä ja toimivuutta sosiaalisessa mediassa tai internetissä ylipäätään.

---

<sup>91</sup> Finanssivalvonta 2021

<sup>92</sup> Finanssivalvonta 2022

### 6.1.2 Redditiin sijoittaja-aktivismi

Reddit on sosiaalinen verkkosivusto, jossa on yli 50 miljoonaa aktiivista käyttäjää. Käyttäjät voivat keskustella verkossa ajankohtaisista tai oman kiinnostuksen mukaan erilaisista aiheista, kuten sijoittamisesta. Redditissä on tuhansia erilaisia kanavia urheilusta uutisiin ja sijoittamisesta kiinnostuneille, jotka on jaettu eri aiheiden tai yhteisöjen mukaan. Kaikki kirjautuneet keskustelijat keskustelevat anonyymisti itse luoduilla käyttäjänimillä. Käyttäjät voivat julkaista, kommentoida ja äänestää julkaisuja, jolloin tykätymät julkaisut on mahdollista saada kaikkien tietoisuuteen. Reddit onkin enemmän internetissä toimiva foorumi sosiaalisen median aspektilla.<sup>93</sup>

Reddit nousi vuonna 2021 laajasti ihmisten tietoisuuteen, kun sen sisällä laajasti organisoitu sijoittajien joukkovoima lähti kilpailemaan ja vastustamaan liikepankkien hedgerahastojen toimintaa. Kanavan nimi oli Wallstreetbets ja se koostui sijoittamisesta kiinnostuneista käyttäjistä. Keskusteluissa pyrittiin luomaan mielikuvia, joilla tavalliset kanavaa seuranneet käyttäjät asetettiin vastakkain liikepankkien hedge-rahastoja kanssa.<sup>94</sup> Hedge-rahasto on yhteisnimitys erilaisille erikoissijoitusrahastoille, joka sijoittaa esimerkiksi listattuihin osakkeisiin. Niiden tavoite on positiivinen tuotto kaikissa markkinaolosuhteissa korkealla riskillä.<sup>95</sup>

### 6.1.3 Wallstreetbets-yhteisö

Aiemmin mainitun Reddit verkkosivuston sisällä toimiva aktiivinen keskustelualue, jossa käyttäjät keskustelevat osakkeista ja pyrkivät toimimaan markkinoilla yhdessä joukkovoimalla. Yhteisöllä on tällä hetkellä noin 12,5 milj. jäsentä.<sup>96</sup> Monet yhteisön jäsenet käyvät kauppaa nimenomaan optioilla, jotta tuoton suuruus saadaan kasvatettua

---

<sup>93</sup> Reddit

<sup>94</sup> Finanssivalvonta 2022

<sup>95</sup> Pörssisäätiö (n.d.)

<sup>96</sup> Reddit: Wallstreetbets 2022

mahdollisimman suureksi myös pienellä pääomalla.<sup>97</sup> Yhteisön jäsenet ovat ottaneet kohteiksi nimenomaan lyhyeksi myydyt osakkeet tarkoituksena aiheuttaa markkinoilla ”short squeeze” -ilmiötä.<sup>98</sup> Yhteisön kohteeksi markkinoilla on viime vuosina joutunut seuraavassa alaluvussa käsiteltävän GameStopin lisäksi muun muassa melkein konkurssiin ajautunut AMC Entertainment ja suomalainen pörssi-yhtiö Nokia Oyj.

## 6.2 Tapaus GameStop

Yhdysvaltalaisella videopeli-yhtiö **GameStopilla** oli jo useamman vuoden ajan ollut taloudellisia ongelmia. Yrityksen ydinliiketoiminta keskittyy fyysisten videopelien myyntiin, jolloin verkossa digitaalisilla alustoilla toimivat kilpailijat alkoivat hallitsemaan markkinoita. Yhtiön osake oli huippuvuosistaan laskenut noin 16 dollarista vain muutaman dollarin tuntumaan.<sup>99</sup> Vuonna 2020 koronasulkujen aikaan GameStop onnistui kuitenkin kääntämään toimintansa voitolliseksi ja sai merkittäviä taloushenkilöitä sijoittamaan ja samalla herättämään mielenkiintoa yritystä kohtaan. Suuret institutionaaliset sijoittajat kuten yhdysvaltalainen Melvin Capital, olivat kuitenkin sitä mieltä, että GameStopin alalla kivijalkamyymälät jäisivät verkossa toimivien samojen palveluiden tarjoajien jalkoihin ja alkoivat myydä GameStopin osaketta lyhyeksi.<sup>100</sup> Piensijoittajat seurasivat etenkin yrityksen short interest dataa<sup>101</sup> joka oli jatkuvassa nosteessa. Short interestin ollessa vielä vuonna 2019 25 prosenttia nousi se vuonna 2021 yli 50 prosenttiin. Lopulta yhtiön short interest oli suurempaa kuin ulkona olevien osakkeiden määrä. Lyhyeksi myynti ei ole mahdollista, jos markkinoilla ei ole lyhyeksi myyntiin lainattavia arvopapereita. Tammi-kuun lopulla 2021 Redditin wallstreetbets yhteisön aiheuttaman short squeeze -ilmiön

---

<sup>97</sup> Optio on kahden osapuolen välinen sopimus, joka mahdollistaa tietyn kohde-etuuden ostamisen tai myymisen tulevaisuudessa tietynä aikana sovittuun hintaan. Se antaa option haltijalle oikeuden, mutta ei velvollisuutta käyttää sitä. Oikeudesta maksetaan myyjällä preemio. Optio voi olla myynti- tai osto-optio. Nordnet: Optiot ja johdannaiset (n.d.)

<sup>98</sup> Regnier, P. 4.2.2021

<sup>99</sup> Marketwatch (n.d)

<sup>100</sup> The Wall Street Journal (2021)

<sup>101</sup> Short interest tarkoittaa yrityksen lyhyeksi myytyjen osakkeiden määrää, joita ei ole katettu lyhyeksi myynnillä. Korkea short interest viittaa laskevasta kurssista, kun taas alhainen prosenttiluku viittaa kurssin nousevan. Investopedia: Short Interest

seurauksena GameStopin osakkeet nousivat oheisen kuvan mukaisesti vain viikossa kaikkien aikojen korkeimpaan noteeraukseen 483 dollariin.<sup>102</sup> Kun alkuperäiset osakkeenomistajat halusivat myydä osakkeensa, joutuivat lyhyeksi myyjät sulkemaan merkintänsä, koska markkinoilta ei löytynyt enää uusia lainattavia osakkeita. Tämä aiheutti suuria tappioita etenkin GameStoppia lyhyeksi myyneille hedge-rahastoille.<sup>103</sup> Yhtiön suurimpiin lyhyeksi myyjiin lukeutuva Melvin Capitalin tappiot olivat jopa 12,5 miljardia dollaria.<sup>104</sup> Osakkeen hinta romahti lopulta seuraavan kuvan mukaisesti 1.–2. helmikuuta ja menetti lopulta arvostaan noin 80 prosenttia. Tapauksesta löytyy myös viitteitä pump and dump manipulaatiotekniikasta, jossa piensijoittajien johtohenkilö osti aluksi osakkeita ja rikastui niillä kurssinousun huipulla.

GameStopille suoritettiin 21.7.2022 splitti<sup>105</sup> suhteella 4–1, joten jokainen sai 3 osaketta lisää omistamaansa yhtä osaketta kohden.<sup>106</sup> Tämän takia kurssi ei ole suoraan verrannollinen tässä tutkimuksessa esitettyihin lukuihin.

---

<sup>102</sup> Nasdaq GameStop

<sup>103</sup> Business insider (2022)

<sup>104</sup> Chung, J. (2022)

<sup>105</sup> Splitti tarkoittaa yhtiön kaikkien osakkeiden jakamista kahteen tai useampaan osaan. Osakkeiden kokonaisarvo pidetään samana osakkeiden lukumäärästä huolimatta. Toimenpide suoritetaan yleensä silloin, kun osakkeen yksittäishinta on noussut niin korkeaksi, että kaupankäynti vaikeutuu ja vähenee. Käänteinen splitti tarkoittaa vastakohtaa, jolloin osakkeiden määrä vähenee. Nordnet: Mitä tarkoittaa osakkeiden splitaus (split/käänteinen split)? (n.d.)

<sup>106</sup> Nasdaq (2022) GameStop announces four-for-one stock split



**Kuva 2.** GameStopin osakekurssi tammi- ja helmikuun vaihteessa vuonna 2021. Tapahtunut short squeezeen huiput kestivät kokonaisuudessaan vain reilun viikon, jonka aikana kurssi nousi useita satoja prosentteja ja laski lopulta melkein aikaisemmalle tasolle (New York Times).

GameStopin tapaus oli malliesimerkki piensijoittajien tuottamasta joukkovoimasta, jonka mahdollisti sosiaalinen media ja siellä toimivat keskustelufoorumit. Tapaus oli käytännössä shorttaajien, sosiaalisen median ja piensijoittajien välinen kohtaaminen. GameStopin johtohenkilönä tunnettu Keith Gill huomasi GameStopissa piilevän potentiaalin ja alkoi mainostamaan yritystä omilla verkkoalustoillaan, kuten Redditissä ja Youtubessa. Hänen seuraajakuntansa kasvoi nopeasti muutamasta tuhannesta usean sadan tuhannen ihmisen joukoksi.<sup>107</sup> GameStopin suosio nousi, kun Keith Gillin mainostuksen lisäksi merkittävät finanssialan henkilöt alkoivat ostaa osaketta ja tämä huomattiin myös sen hetkisen yli kahden miljoonan käyttäjän Wallstreetbets yhteisössä. Tällaisella joukolla piensijoittajia on jo suuret mahdollisuudet kurssia vääristämällä liikuttaa sitä

<sup>107</sup> Netflix 2022

haluamansa suuntaan ja näin torjua yritystä shorttaavat rahastot ja analyytikoiden ennusteet.<sup>108</sup> Wallstreetbetsissä tapahtunut yrityksen mainostus oli jatkuvaa ja avointa, jossa kehoitettiin olematta myymättä osaketta ja jatkuvasti ostamaan lisää. GameStopin tapaus osoitti, että manipuloinnissa käytettävät metodit eivät ole vuosien saatossa olennaisesti muuttuneet, on sosiaalinen media mahdollistanut uusia manipulaatiotekniikoiden käyttämisen. Sosiaalisen median lisäksi kehittyneet rahoitusvälineiden välitys- ja palvelualustat ovat edesauttaneet helppoa kaupankäyntiä jopa kotisohvalta käsin.<sup>109</sup>

Wallstreetbetsin johtohenkilölle nostettiin ryhmäkanne, joka kuitenkin hylättiin lopulta. Kanteen nostivat sijoittavat, jotka hävisivät tapauksessa omia pääomiaan ja uskoivat tapauksessa olevan kyse tahallisesta kurssin vääristämisestä. Myöhemmin Keith Gill kertoi vain tykänneensä yrityksestä ja uskovansa sen tulevaisuuteen ja kielsi näin kaiken markkinoiden manipulointiin viittaavan toiminnan, vaikka oli ammatiltaan rahoitusanalyttikko. Keith menetti lupansa harjoittaa alaa arvopaperimarkkinoilla ja sai potkut sen aikaisesta työstään. Tapauksesta nousi lopulta niin merkittävä että jopa Yhdysvaltain hallinto otti tapauksen käsittelyyn, koska sillä alkoi olla merkittävää vaikutusta tavallisiin kansalaisiin.<sup>110</sup> Tapauksesta ei lopulta koitunut rikosoikeudellisia seuraamuksia millekään osapuolelle.

---

<sup>108</sup> Business Insider (2021)

<sup>109</sup> Vanha, J. 2018

<sup>110</sup> Netflix 2022

## 7 Johtopäätökset

Tämän tutkimuksen viimeisessä luvussa esitän johtopäätökset ja lyhyesti mahdollisia jatkotutkimusmahdollisuuksia. Esitän mahdollisimman laajasti tutkimuksessa tunnistettuja ilmiöitä ja miten ne vastaavat tutkimuksen johdannossa esitettyihin tutkimusongelmiin ja tutkimuskysymyksiin, sekä minkälaisia haasteita tuloksien saamisessa oli.

### 7.1 Tutkimuksen johtopäätökset

Tutkielman tavoitteena on ollut kuvata piensijoittajan roolia markkinoiden vääristämisessä etenkin joukkovoimalla toteutetun manipuloinnin osalta kuin myös yksin toteutetuna ja lisäksi manipuloinnin rajanvetoa kielletyn ja laillisen toiminnan välillä. Toisaalta tutkielman tavoitteena on ollut vastata tutkimuskysymyksiin – milloin ja miten piensijoittaja voi markkinoiden vääristämiseen syyllistyä ja miten piensijoittajien muodostamia ryhmittymiä säännellään ja milloin ne syyllistyvät mahdolliseen kurssimanipulaatioon.

Tutkimuksen etenemisen myötä huomasin, että kaikkeen ei ollut mahdollista saada suoraan vastausta olemassa olevasta oikeuskirjallisuudesta tai muista tutkimuksen lähteistä, jolloin tuli ajankohtaiseksi tunnistaa erilaisia ilmiöitä. Käsitteistä esimerkiksi tutkielman keskiössä toimiva piensijoittajasta ei ollut olemassa suoraa määritelmää, vaan tunnistaminen tapahtui selvittämällä, kuka ei ole piensijoittaja. Vastaavanlaisesti piensijoittajan joukkovoimalle ei ollut olemassa omaa oikeuskäytäntöä, joten tutkimuksessa sovellettiin voimassa olevaa käytäntöä ja tutkittiin, miten tätä on mahdollista käyttää perusteluna laittoman manipuloinnin tunnistamisessa.

Markkinoiden manipulaation erittäin tiukkaa sääntelyä perustellaan lähtökohtaisesti markkinoiden turvaamisella ja sen aiheuttamilla taloudellisilla kustannuksilla yhteiskunnalle. Markkinat tarvitsevat toimiakseen markkinatoimijoiden luottamuksen eli markkinaluottamuksen, jos luottamus horjuu ja markkinoilla mahdollistetaan vahingollinen ja keinotekoinen toiminta, on siitä seurauksena pääomien pakeneminen markkinoilta ja

elintärkeiden rahoitusväylien loppuminen, mikä taas johtaa huonoihin seurauksiin koko yhteiskunnassa tavallista ihmistä myöten. Markkinaluottamus on myös vaikeata palauttaa, jolloin on elintärkeää olla ennakoiva ja ylläpitää markkinoiden eheyttä ja tehokuutta.

Markkinoiden manipulaatiota voidaan jakaa monenlaisiin muotoihin ja tekotapoihin, mutta pohjimmiltaan kyse on aina kielletystä toiminnasta vaikuttaa markkinoilla rahoitusvälineiden hintatasoon keinotekoisesti ja hyötyen tästä itse taloudellisesti. Manipuloinnin kiellon vaikutuspiiriin kuuluvat käytännössä kaikki, joilla on minkäänlainen yhteys markkinoihin paikallisista toimijoista ulkomaille asti. Tämän vuoksi sääntelyäkin löytyy paikallisesta tasolta EU-tasoisesti ja myös kauppapaikkojen eli pörssien omia sääntöjä myöten. Tämä monipuolinen globaali sääntely mahdollistaa myös toimivan seuraamusjärjestelmän ulottuvan kaikkiin, jotka täyttävät rikosoikeudelliset tunnusmerkit. Tämän perustella voidaan todeta, että pelkkään piensijoittajaakin, olleessaan osallisena joukkovoimalla toteutetussa markkinamanipuloinnissa, on mahdollista kohdistaa seuraamuksia. Vaikeaa on kuitenkin arvioida mihin joukkotoimintaan osallistuvista lainsäätäjä kykenee resurssien puitteissa kohdistamaan sanktiot manipulaatioitoimissa. MAR liitteen 1 mukaisten indikaattoreiden perusteella tulee toimivaltaisen tuomioistuimen tai viranomaisen kyetä antamaan vain osittainen apu tapausten arviointiin ja nämä päätökset tulevat sovellettavaksi vasta, kun tarpeeksi moni piensijoittaja on tehnyt vastaavanlaisen toimeksiannon tai liiketoimen markkinoilla.

Ongelma syntyy kuitenkin kohdistuessa seuraamukset joukkovoimalla tuotetussa manipuloinnissa, jossa käytännössä rajoittamattoman piensijoittajan joukko voi olla välillisesti mukana, miten lainsoveltaja kykenee nykyisellä resursseillaan ulottamaan seuraamukset tiettyyn toimijajoukkoon, vai tuleeko silloin niitä soveltaa jokaiselle mukana olleelle ja miten raja mukana ololle oikeastaan vedetään. Itse katsoisin että on kohtuutonta langettaa seuraamuksia henkilöille, jotka ovat manipulointitoimiin syyllistyneiden toiminnasta tietämättömiä momentum-sijoittajia ja hyötyneet taloudellisesti osakekurssin noususta, minkä ovat aiheuttaneet muut vilpillisesti toimineet piensijoittajat. Etenkin jos voidaan katsoa, että tämän piensijoittajan oma käyttäytyminen saatavissa olevalla pääomalla ei

voisi vaikuttaa markkinoilla keinotekoisesti osakekurssin hintaan. Sosiaalisen median keskustelualustat kuten Reddit mahdollistavat käytännössä jokaiselle nopean väylän tiedonsaannille ja mahdollisuuden osallistua osaksi joukkovoimalla toteutettua manipulaa-tiota joko tietoisesti tai tietämättömänä taustalla olevasta tarkoituksellisesta toimenpi-teestä. Esimerkiksi GameStopin tapauksessa osan selkeänä tarkoituksena oli tuottaa hankaluuksia suurille liikepankeille ja näiden hedge-rahastoille, kun taas osa saattoi us-koa osakkeen vain olevan alihintainen ja sijoitti yritykseen vilpittömin mielin. Useat haas-tateltu piensijoittajat kertoivat ostavansa osaketta vain, koska tykkäsivät siitä, kuten ker-toi myös piensijoittajia johtanut henkilö. Muiden piensijoittajien manipulaatiotoimin-nasta voi hyötyä tietämättään itse markkinoilla tapahtuvasta ilmiöstä, mutta markkinoi-den manipulointitapauksissa voidaan luokitella olevan myös uhreja. Piensijoittajat ketkä kärsivät taloudellisesti häviämällä rahaa markkinoilla tapahtuvien manipulointien vuoksi luokitellaan manipuloijien uhreiksi. Sijoitusmaniaan lähtenyt ei ehdi myymään omia osakkeitaan, ennen kuin manipuloinnin kohteena oleva osake romahtaa ja menettäisi näin suuren osan sijoittamastaan pääomasta.

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvan manipulaation sääntelyn arvioinnin keskiössä on sal-litun ja sääntelyn rikkovan manipuloinnin erottaminen toisistaan. Aikaisemmin tutkimuk- sessa esitetyllä sääntelyllä on tarkoituksena minimoida markkinoilla tapahtuva manipu- latiivinen kaupankäynti, kuitenkin estämättä sallittua, tehokasta ja markkinoille hyödyli- stä kaupankäyntiä. Tarkasteluun tulee ottaa kannanotto siitä, minkälainen toiminta on katsottavissa manipuloinniksi silloin kun sen toteuttaa piensijoittajista koostuva joukko. Manipuloinnista ei voi olla kyse, jos se on markkinoilla toimivien tiedossa eli toiminnan voidaan katsoa olevan avointa, vaikka toiminta vaikuttaisi rahoitusvälineen kurssiin.<sup>111</sup> Myös GameStopin tapauksessa ja ylipäätään Wallstreetbets:n toiminnassa yhtenä mani- puloinnin kyseenalaistavana tekijänä on avoimuus. Kaikki Wallstreetbets:ssä keskustel- tava asia on avointa ja julkista eikä sitä ole rajoitettu tietyille joukolle. Tällöin jokaisella sijoittajalla on mahdollisuus tutustua informaatioon ja tehdä siitä omat ratkaisunsa.<sup>112</sup>

---

<sup>111</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 506

<sup>112</sup> Netflix 2022

Toiminnan avoimuudella ei voi kuitenkaan poistaa sen aiheuttamaa vaikutusta markkinoilla, vaikka se onkin läpinäkyvämpää. Etenkin laumakäyttäytymisen seurauksena useampi piensijoittaja lähtee sosiaalisessa mediassa tapahtuvan huomion seurauksena mukaan suurien voittojen toivossa, joita avoimesti mainostetaan. Näkisin että jo tietoisesti tapahtuva suurien voittojen mainostaminen tai manipuloinnin kohteena olevan yritykseen sijoittamiseen kannustaminen voi täyttää manipuloinnin tunnusmerkistön, vaikka tekijä ei olisikaan sosiaalisen median vaikuttaja tai tunnettu ihminen. Riittää että käytetyllä alustalla on useita seuraajia, jotka tämän mainostuksen näkevät. Kuitenkin manipulointimuodoista informaatiomanipulaatioon perustuvien toimenpiteiden tehokkuus on markkinoilla huomattavasti heikompi, jos levitettävän tiedon harhaanjohtavuus tai virheellisyys on kaikkien markkinoilla toimivien tiedossa. Tällöin jokaisella osapuolella on mahdollisuus tehdä tiedosta omat arviot ja se voidaan peilata niin sanotusti normaaliin markkinatilanteeseen.

Loppujen lopuksi kaikki markkinoiden vääristämiseen tähtäävät toimet oli ne toimeenpantu yksin piensijoittajan tai piensijoittajista muodostuneen joukon toimesta, saavuttavat ne seuraamuksia vain toimivaltaisen tuomioistuimen tai viranomaisen harkintavallan alla annetussa tuomiossa. Harkintavallan alla määräytyy erityisesti tapahtuman kokonaisarvio, jossa vastakkain asettuvat rikosoikeudellinen laillisuusperiaate eli viranomaisen toimintaa ohjaava periaate, ja markkinoiden tehokkuuden, sekä luottamuksen suojeleminen. Oikeuskirjallisuuteen perustuen yksittäisen piensijoittajan tai yrityksen saattaminen teoistaan vastuuseen on vielä ratkaistavissa, mutta ilmiön tuoreiden takia, on piensijoittajien joukkovoimalla toteutetun manipuloinnin tapahtuvassa käsittelyssä vielä paljon problematiikkaa. Erityisesti aiemmin jo esille nostettu rajanveto-ongelma, missä pyritään defensiivisesti ratkaisemaan joukkotoiminnan osallisuuden rajanveto. Oikeusvarmuuden nostamiseksi piensijoittajan joukkotoiminnan osallisuudesta ja markkinoiden toiminnan varmistamiseksi edellyttäisi asia tuomioistuimelta uudenlaisia tulkintoja tai prejudikaattia eli ennakkoratkaisun antamista, jotta vastaisuudessa tämä lainsoveltamiskysymys olisi ratkaistu. Piensijoittajien joukkotoimintaan perustuvia manipulaatiotapauksia on tapahtunut vasta suuremmin tämän vuosikymmenen puolella ja uskon niiden

yleistyvät jatkossa ja tulevan vielä korkean suomalaisen tai EU tasoisen tuomioistuimen ratkaistavaksi.

## **7.2 Jatkotutkimusehdotukset**

Tutkimusta on mahdollista jatkaa tutkimalla markkinamanipulaatiota niillä alueilla, jotka tästä tutkimuksesta oli rajattu pois. Muissa kauppaa käyvillä hyödykkeillä esimerkiksi virtuaalivaluutoissa on viime vuosina ollut useitakin markkinamanipulaatiosta viittaavia tapauksia ja näidenkin sääntely tulee varmasti vielä kehittymään. Näidenkin tapausten taustalla on korostunut ryhmittymien toiminta ja laumakäyttäytymistä, joissa useat myöhässä sijoittamaan lähteneet piensijoittajat ovat menettäneet suuria pääomia. Tapauksissa korostuu manipulointitavoista etenkin pump & dump. Toinen jatkotutkimuksen mahdollisuus löytyy tutkimalla muiden kauppaa käyvien markkinoiden vääristämiseen tähtääviä toimenpiteitä, kuten yritysten tai liikkeeseenlaskijoita roolia markkinoilla sekä näiden mahdollisia yhteenliittymiä. Nämä toimijat ovat tarkemman sääntelyn ja valvonnan kohteena.

## Lähdeluettelo

Blomster, H. (28.1.2021) Mikä on short squeeze? Salkunrakentaja. Noudettu 25.8.2022 osoitteesta [https://www.salkunrakentaja.fi/2021/01/short-squeeze/#google\\_vignette](https://www.salkunrakentaja.fi/2021/01/short-squeeze/#google_vignette)

Business Insider (28.1.2021) The 4 main reasons that GameStop stock became the target of Reddit forum with more than 2 million members. Noudettu 27.10.2021 osoitteesta <https://www.businessinsider.in/tech/news/the-4-main-reasons-that-gamestop-stock-became-the-target-of-a-reddit-forum-with-more-than-2-million-members/slidelist/80489720.cms>

Business Insider (15.9.2022) What is a short squeeze? Understanding why they happen and how they work. Noudettu 12.10.2022 osoitteesta <https://www.businessinsider.com/personal-finance/short-squeeze?r=US&IR=T>

Chung, J. (28.1.2022) Hedge Fund Melvin Lost 6.8 billion in a Month. Winning it back is taking a lot longer. Wall Street Journal. Noudettu 5.10.2022 osoitteesta <https://www.wsj.com/articles/melvin-plotkin-gamestop-losses-memestock-11643381321>

Finanssiala (1.7.2021). Säästämisen ja sijoittamisen suosio kasvussa – 64 prosenttia suomalaisista varautuu sekä hyvän että pahan päivän varalle. Noudettu 20.10.2021 osoitteesta <https://www.finanssiala.fi/uutiset/saastamisen-ja-sijoittamisen-suosio-kasvaa-64-prosenttia-suomalaisista-varautuu-seka-hyvan-etta-pahan-paivan-varalle/>

Finanssivalvonta (n.d.) Tietoa Finanssivalvonnasta. Noudettu 25.3.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssivalvonta/>

Finanssivalvonta (1/2018) Hallinnolliset seuraamukset. Noudettu 4.4.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssivalvonta/toimivalta-ja-rahoitus/toimivalta/hallinnolliset-seuraamukset/>

Finanssivalvonta (2/2018) Itsesääntely. Noudettu 18.3.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/lainsaadanto-ja-kansainvaliset-suositukset/itsesaantely/>

Finanssivalvonta (3/2018) Markkinoiden väärinkäyttöasetus – MAR. Noudettu 19.2.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/>

Finanssivalvonta (4/2018) Markkinoiden väärinkäytön estämistä ja havaitsemista koskeva ilmoitusvelvollisuus. Noudettu 25.11.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/markkinoiden-vaarinkaytto-asetus/markkinoiden-vaarinkaytto-asetus-ilmoitusvelvollisuus/>

Finanssivalvonta (2020) Sijoituspalveluyritykset. Noudettu 13.4.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/sijoituspalvelun-tarjoajat/>

Finanssivalvonta (2021) Finanssivalvonnan lehdistötilaisuus 16.3.2021. Noudettu 3.3.2022 osoitteesta: [https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2021/finanssivalvonnan\\_lehdistotilaisuus\\_16032021.pdf](https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2021/finanssivalvonnan_lehdistotilaisuus_16032021.pdf)

Finanssivalvonta (11.5.2021) Kaupankäynti markkinoiden manipuloinnin näkökulmasta – Mistä piensijoittaja voi joutua vaikeuksiin. Noudettu 11.4.2022 osoitteesta [https://www.youtube.com/watch?v=SHKOy\\_VbQP0](https://www.youtube.com/watch?v=SHKOy_VbQP0)

Finanssivalvonta (26.8.2022) Sanktiot, tutkintapyynnöt ja hallinnolliset seuraamukset 2012-2022H1. Noudettu 10.11.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tilastot/sanktiot-tutkintapyynnot-ja-arvopaperimarkkinoiden-tutkintatapaukset/>

Finanssivalvonta (4.4.2021) Uudet sijoittajat, uudet tietolähteet. Noudettu 21.4.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/toimintakertomukset/toimintakertomus-2021/teemat/uudet-sijoittajat-uudet-tietolahteet/>

- Hirvonen, A. (2011). Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki: Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Noudettu 17.3.2022 osoitteesta [https://www.helsinki.fi/sites/default/files/atoms/files/hirvonen\\_mitka\\_metodit.pdf](https://www.helsinki.fi/sites/default/files/atoms/files/hirvonen_mitka_metodit.pdf)
- Honkonen & Rongas. (2016) Mikä Ihmeen sosiaalinen media? Opetushallitus. Noudettu 4.4.2022 osoitteesta <https://www.oph.fi/fi/koulutus-ja-tutkinnot/mika-ihmeen-sosiaalinen-media>
- Häyrynen, J. (2008) Pörssiväärinkäytökset. Hämeenlinna: Kariston Kirjanpaino Oy
- Häyrynen, J & Kajala, V. (2013). Uusi Arvopaperimarkkinalaki. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus
- Investopedia (3.6.2022) Bandwagon Effect. Noudettu 6.10.2022 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/b/bandwagon-effect.asp>
- Investopedia (4.7.2022) Herd Instinct. Noudettu 6.10.2022 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/h/herdinstinct.asp>
- Investopedia (14.7.2022) Short Interest. Noudettu 20.10.2022 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/s/shortinterest.asp>
- Investopedia (11.8.2022) What is a Hedge Fund? Noudettu 16.10.2022 osoitteesta <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>
- Investor (n.d.) Pump and Dump Schemes. Noudettu 15.4.2022 osoitteesta <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/pump-and-dump-schemes>
- Knuts, M. (2010). Kursmanipulation på värdepappersmarknaden. Helsinki: Suomalainen lakimiesyhdistys
- Knuts, M & Parkkonen, J. (2014). Arvopaperimarkkinalaki. Helsinki: Talentum
- Lin, T. (2017). The new market manipulation. Emory Law Journal vol. 66 nro. 6.

- Marketwatch (n.d) GameStop Corp. stock. Noudettu 17.8.2022 osoitteesta <https://www.marketwatch.com/investing/stock/gme>
- Minilex (n.d.) Vilpitön mieli ja sen vaikutus oikeustoimiin. Noudettu 3.11.2022 osoitteesta <https://www.minilex.fi/a/vilpit%C3%B6n-mieli-ja-sen-vaikutus-oikeustoimiin>
- Määttä, T. (2015) Metodinen pluralismi oikeustieteessä – ympäristöoikeudellisen tutkimuksen suuntauksat ja menetelmät. Edilex. Noudettu 2.10.2022 osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/artikkelit/15891.pdf>
- Mähönen, J. (2004) Taloustiede lain tulkinnassa. Lakimies 1/2004. Edilex
- Martikainen, M & M. (2009). Rahoituksen perusteet. Helsinki: WSOY Pro
- Minkkinen, P. 2017 Oikeus- ja yhteiskuntatieteellinen tutkimus – suuntaus, tarkastelutapa, menetelmä? Lakimies 7–8/2017
- Nasdaq (n.d.) small investor, glossary. Noudettu 26.8.2022 osoitteesta <https://www.nasdaq.com/glossary/s/small-investor>
- Nasdaq (n.d.) Tietoa pörssistä. Noudettu 8.3.2022 osoitteesta <http://www.nasdaqomxnordic.com/tietoaporssista>
- Nasdaq (2021) First North Listings. Noudettu 9.3.2022 osoitteesta <http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/listauksia/firstnorth/2021>
- Nasdaq (6.7.2022) GameStop announces four-to-one stock split. Noudettu 27.10.2022 osoitteesta <https://www.nasdaq.com/press-release/gamestop-announces-four-for-one-stock-split-2022-07-06>
- Nasdaq (n.d.) GameStop Corporation Common Stock. Noudettu 15.10.2022 osoitteesta <https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/gme>

Nasdaq (2021) Main Market Listings. Noudettu 9.3.2022 osoitteesta <http://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/listauksia/main-market/2021>

Nasdaq (2021) Pörssin säännöt. Noudettu 15.3.2022 osoitteesta <https://www.nasdaq.com/docs/2021/02/26/P%C3%B6rssin-s%C3%A4%C3%A4nn%C3%B6t-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-1.3.2021-final.pdf>

Netflix (2022) Joukkovoimalla Wall Streetiä vastaan: GameStop-saaga. Tuotantoyhtiö: Netflix Studio

Nordnet (n.d.) Mitä lyhyeksi myynti tarkoittaa? Noudettu 19.7.2022 osoitteesta <https://www.nordnet.fi/faq/666-mitae-lyhyeksi-myynti-tarkoittaa>

Nordnet (n.d.) Mitä on markkinoiden manipulointi? Noudettu 12.4.2022 osoitteesta <https://www.nordnet.fi/faq/3494-mitae-on-markkinoiden-manipulointi>

Nordnet (n.d.) Mitä tarkoittaa osakkeiden splittaus (split/käänteinen split)? Noudettu 20.10.2022 osoitteesta <https://www.nordnet.fi/faq/6218-mitae-tarkoittaa-osakkeiden-splittaus-split-kaenteinen-split>

Nordnet (n.d.) Optiot ja johdannaiset. Noudettu 18.7.2022 osoitteesta <https://www.nordnet.fi/fi/markkina/optiot-ja-johdannaiset>

New York Times (2.2.2021) Plunging GameStop stock tests the will of investors to stick with the ride. Noudettu 27.10.2022 osoitteesta <https://www.nytimes.com/2021/02/02/business/gamestop-investors-plunging-shares.html>

Oikeusministeriö (n.d.) Rikosoikeus. Noudettu 7.4.2022 osoitteesta <https://oikeusministerio.fi/rikosoikeus>

Oker-Blom, M. (2009) Oikeustaloustieteen eli taloudellisten argumenttien merkityksestä Raimo Siltalan oikeuslähdeopissa. Edilex. Noudettu 8.10.2022 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/artikkelit/5901.pdf>

- Parkkonen, J & Knuts, M. (2014) Arvopaperimarkkinlaki. 5. uudistettu painos. Helsinki: Talentum
- Pörssisäätiö (n.d.) Hedge Fund -Sijoitusrahasto. Noudettu 21.4.2022 osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/blog/dictionary/hedge-fund-sijoitusrahasto/>
- Raulos, V. (2011) Hyvä finanssitapa lautakuntakäytännössä. FINE: Vakuutus- ja rahoitusneuvonta. Noudettu 22.3.2022 osoitteesta [https://www.fine.fi/media/julkaisut-2012-2009/hyva\\_finanssitapa-lautakuntakaytannossa-2011.pdf](https://www.fine.fi/media/julkaisut-2012-2009/hyva_finanssitapa-lautakuntakaytannossa-2011.pdf)
- Reddit (n.d.) About us. Noudettu 20.4.2022 osoitteesta <https://www.redditinc.com/>
- Reddit (n.d.) Wallstreetbets. Noudettu 1.8.2022 osoitteesta <https://www.reddit.com/r/wallstreetbets/>
- Regnier, P. (4.2.2021) Stonks Are Bonkers, and Other Lessons from the Reddit Rebellion. Bloomberg. Noudettu 2.8.2022 osoitteesta <https://www.bloomberg.com/news/features/2021-02-04/gamestop-gme-how-wallstreetbets-and-robinhood-created-bonkers-stock-market>
- Salo, M. (2016) Sijoittamisen ohjaaminen: Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa. Helsinki: Talentum pro
- The Wall Street Journal (28.1.2021). GameStop Moves Show How Individual Investors Are Shifting the Wall Street Power Dynamic. Noudettu 19.7.2022 osoitteesta <https://www.wsj.com/amp/articles/gamestop-moves-show-how-individual-investors-are-shifting-the-wall-street-power-dynamic-11611855965>
- Valtionvarainministeriö (n.d.). Pääomamarkkinat: Arvopaperimarkkinoiden toiminta. Noudettu 23.10.2021 osoitteesta <https://vm.fi/rahoitusmarkkinat/paaomamarkkinat>
- Vanha, J. (29.6.2018) Piensijoittajan kissanpäivät. Kauppalehti Noudettu 27.10.2022 osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/piensijoittajan-kissanpaivat/7a865c4d-3e34-53de-9cc5-f5cd95b8b13e?>

Virtanen, M. (2010) Sijoittajasuhteet johdon vastuuna. Helsinki: WSOY Pro

Yle (16.3.2021). Finanssivalvonta paheksuu ilmiöksi paisuneita meemiosakkeita "Koskaan ei pitäisi ostaa tai myydä pelkän somessa kuullun perusteella". Noudettu 20.10.2021 osoitteesta <https://yle.fi/uutiset/3-11839155>

## Virallislähteet

Arvopaperimarkkinalaki 746/2012

HE 44/2002. Hallituksen esitys Eduskunnalle rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi

HE 32/2012. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi

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

Sijoituspalvelulaki 2012/747

Rikoslaki 1889/39