



Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön sääntely Suomessa

Annu Serjamaa

Haaga-Helia ammattikorkeakoulu

Amk-opinnäytetyö

2021

Tradenomin tutkinto

Tiivistelmä

Tekijä

Annu Serjamaa

Tutkinto

Tradenomi

Opinnäytetyön nimi

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön sääntely Suomessa

Sivu- ja liitesivumäärä

29

Arvopaperimarkkinoilla toimivat ja niitä seuranneet tahot ovat varmasti kuulleet alkuvuoden 2021 tapahtumista, jossa yksityissijoittajat nostivat lähes konkurssikypsän GameStop-yhtiön pörssikurssia eksponentiaalisesti. Kurssin nousun myötä osaketta lyhyeksi myyneet hedge-rahastot menettivät miljardeja ns. short squeeze-ilmion seurauksena. Tapaus on herättänyt maailmanlaajuisia keskustelua, jonka ytimessä on kysymys markkinoiden manipuloinnista. Osa katsoo ilmiön olleen vastaisku Wallstreetille ja hedge-yhtiölle, osa taas näkee tapahtuman räikeänä markkinoiden manipulointina.

Opinnäytetyön tavoitteena oli tarkastella miten arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä ja etenkin pörssikurssin vääristämistä säännellään Suomessa.

Tutkimus jaettiin kahteen osaan, joista ensimmäinen on työn tietoperusta. Opinnäytetyön tietoperusta käsittelee arvopaperimarkkinalakia ja markkinoiden väärinkäyttöasetusta yleisesti ja tarkastelee niiden keskeisiä käsitteitä. Tietoperustassa havainnoidaan lainsäädännön taustoja ja historiaa sekä avataan markkinoiden manipulaation käsitettä lainsäädännön näkökulmasta.

Tutkimus toteutettiin teoreettisena tutkimuksena ja aiheen analyysitavaksi valittiin lainopillinen tutkimusote. Pää tutkimuskysymys pyrkii tarkastelemaan arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön lainsäädäntöä laajempaan kokonaisuuteen. Alatutkimuskysymykset käsittelevät pörssikurssin vääristämisen käsitettä, tekotapoja ja siitä aiheutuvia lainsäädännöllisiä seuraamuksia. Tutkimus pyrkii tarkastelemaan pörssikurssin vääristämistä ja manipulaatiota, ja siinä rajataan pois mm. sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos. Työssä tutkitaan pörssikurssin vääristämistä yksityissijoittajan näkökulmasta.

Opinnäytetyön tutkimus toteutettiin aikavälillä 08/2021-11/2021. Tutkimuksen tuloksena havaittiin, että pörssikurssin vääristämisessä säädetään Suomessa arvopaperimarkkinalaissa ja rikoslaissa. Euroopan unionin tasolla kurssin vääristämisestä säännellään markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa, jonka 12 artikla sääntelee markkinamanipulaation määritelmän ja 15 artikla kieltää markkinoiden manipuloimisen. Tutkimustuloksena voidaan osoittaa, että markkinoiden väärinkäytön ja pörssikurssin vääristämisen määrittely lainsäädännön näkökulmasta ei ole mustavalkoista. Lainsäädännön tehtävänä on määrittää selkeät raamit hyväksytyille markkinakäytännöille, ja erottaa ne kielletyistä toimintatavoista.

Asiasanat

Arvopaperimarkkinalaki, sijoittaminen, pörssikurssi, väärinkäyttö, manipulaatio

Sisällys

1	Johdanto.....	1
1.1	Tutkimuksen taustaa ja johdatus aiheeseen.....	1
1.2	Tutkimuksen tavoite ja toteutus.....	1
1.3	Lyhenneluettelo.....	3
2	Arvopaperimarkkinalaki yleisesti.....	4
2.1	Soveltamisala.....	5
2.2	Yleiset periaatteet.....	5
2.3	Keskeiset määritelmät.....	6
3	Markkinoiden väärinkäyttöasetus.....	9
3.1	Kohde ja soveltamisala.....	10
3.2	Markkinoiden manipulointi.....	11
3.3	Hyväksytyt markkinakäytännöt.....	12
4	Rahoitusmarkkinoiden vääristäminen.....	13
4.1	Seuraukset markkinoilla.....	13
4.2	Lainsäädännölliset seuraukset.....	14
5	Markkinoiden vääristämisen tekotavat.....	17
5.1	Näennäiskaupat.....	17
5.2	Harhaanjohtavat toimeksiannot.....	18
5.3	Pump and dump.....	19
5.4	Trash and cash.....	21
6	Tutkimustulokset ja pohdinta.....	22
6.1	Tutkimuksen luotettavuus.....	23
6.2	Jatkotutkimusmahdollisuudet.....	24
6.3	Opinnäytetyöprosessin ja oman oppimisen arviointi.....	24
	Lähteet.....	26

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen taustaa ja johdatus aiheeseen

Rahoitusmarkkinoilla kauppaa käyvät ja sitä seuranneet tahot eivät ole voineet välttyä kuulemasta alkuvuoden 2021 meemiosake-ilmiöstä. Yksityissijoittajat olivat havainneet, että GameStopin osakkeita oli myyty lyhyeksi huomattava määrä, ja päättivät yhdessä tuumin ryhtyä ostamaan sen osakkeita tavoitteenaan kohottaa hintaa ja aiheuttaa ns. short squeeze-ilmiö. Short squeeze ilmiössä lyhyeksi myydyn osakkeen kurssi nousee jyrkästi, pakottaen lyhyeksi myyjän ostamaan osaketta tappioidensa minimoimiseksi. Osakkeiden ostaminen nostaa osakkeen arvoa entisestään, ja kehä on valmis. Toiminnan seurauksena GameStopin ja muiden joukkokauppojen kohteena olevien yritysten osakkeet nousivat ennätysmäisesti, osa jopa 25-kertaiseksi lyhyessä ajassa. Kurssin nousun myötä osaketta lyhyeksi myyneet tahot menettivät jopa miljardeja vain muutamien viikkojen aikana.

Reddit-keskustelufoorumilla toteutetun kurssin nostamisen luokittelu markkinoiden manipulaatioksi ei ole kiistatonta; osa näki meemiosake-ilmiön yksityissijoittajien vastaiskuna Wallstreetille, kun taas osa tulkitsee sen olevan törkeää pörssikurssin manipulointia. Tyypillisesti kurssimanipulaation määrittelemisen keskiössä on harhaanjohtavan tiedon välittäminen, mutta epäselvää on, oliko GameStopin kurssin nousun taustalla aito potentiaalinen arvo jota markkina-arvo ei kuvastanut vai oliko kyseessä arvonnousu puhtaasti joukko-ostojen myötä. Herääkin kysymys, miten lainsäädäntö määrittelee pörssikurssin manipuloinnin ja minkälaisia seurauksia siitä voi olla?

1.2 Tutkimuksen tavoite ja toteutus

Opinnäytetyön tavoitteena on tutkia miten arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä säännellään Suomessa ja EU:n tasolla. Työssä tutkitaan, miten pörssikurssia voidaan vääristää ja havainnoidaan sen seurauksia markkinoihin. Tutkimus keskittyy tarkastelemaan pörssikurssin vääristämistä ja manipulaatiota, ja siinä rajataan pois mm. sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos. Tutkimuksessa keskitytään markkinoiden manipulointiin yksityissijoittajan näkökulmasta sekä niihin keinoihin, joita yksityissijoittajalla on ulottuvissaan markkinoiden manipuloimiseksi. Opinnäytetyön tutkimusote on lainopillinen.

Opinnäytetyön tavoitteena on saada vastaukset pää- ja alatutkimuskysymyksiin. Tutkimuskysymykset käsittelevät markkinoiden väärinkäytön lainsäädäntöä ja

väärinkäytön markkinavaikutuksia. Päättökysymys pyrkii tarkastelemaan markkinoiden väärinkäyttöä laajempaan kokonaisuuteen. Päättökysymyksen lisäksi opinnäytetyöhön määriteltiin kolme alattutkimuskysymystä, joilla rajataan tutkimuksen kohdetta.

Päättökysymys:

- Miten arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä säännellään Suomessa ja Euroopan Unionissa?

Alaongelmia on:

- Mitä tarkoittaa pörssikurssin vääristäminen?
- Miten pörssikurssia voidaan vääristää?
- Minkälaisia lainsäädännöllisiä seurauksia pörssikurssin vääristämisestä voi olla?

Opinnäytetyö jakautuu tietoperustaan, teoreettiseen osioon ja pohdintaan. Tietoperustan muodostavat luvut kaksi ja kolme. Toisessa luvussa tarkastellaan arvopaperimarkkinolakeja yleisesti, sen soveltamisalaa sekä keskeisiä määritelmiä. Markkinoiden manipulaation analysoimiseksi on tärkeää ymmärtää markkinoiden väärinkäytön lainsäädännöllinen viitekehys ja keskeisimmät määritelmät. Edellä mainittujen lisäksi luvussa käydään läpi lainsäädännön historiaa ja taustatekijöitä. Kolmas luku keskittyy markkinoiden väärinkäyttöasetukseen ja sen taustoihin. Luvussa avataan laajemmin markkinoiden väärinkäytön käsitettä EU:n tasolla sekä tarkastellaan hyväksytyjä markkinakäytäntöjä. Tietoperusta antaa työn lukijalle tarvittavat tiedot markkinoiden manipulaation analysoimiseen.

Työn teoreettinen osio koostuu luvuista neljä ja viisi. Neljäs luku tarkastelee rahoitusmarkkinoiden vääristämistä laajempaan kokonaisuuteen sekä väärinkäytön vaikutuksia markkinoiden luotettavuuteen. Luvussa esitellään mm. tehokkaiden markkinoiden teoreettinen malli ja tarkastellaan tapaustutkimuksia. Viides luku esittelee markkinoiden manipulaation eri keinoja ja havainnoi niiden toteuttamistapoja. Luku kuusi kokoaa yhteen tutkimuksen tulokset ja arvioidaan sen luotettavuutta. Edellisten lisäksi luvussa esitellään jatkotutkimusehdotuksia ja arvioidaan opinnäytetyöprosessia kokonaisuutena.

1.3 Lyhenneluettelo

AML	Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746
ETA	Euroopan talousalue
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
HE	Hallituksen esitys
MAD	Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2003/6/EY (kumottu)
MAD II	Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2014/57/EU
MAR	Markkinoiden väärinkäyttöasetus 596/2014
P&D	Pump and dump
T&C	Trash and cash
VAML	Vanha arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495 (kumottu)

2 Arvopaperimarkkinalaki yleisesti

Vuonna 1989 voimaantulleen ensimmäisen arvopaperimarkkinalain (VAML, 26.5.1989/495) tavoitteena oli luoda arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytykset turvaavat näkökohdat huomioon ottava perusnormisto, joka Suomesta tällöin puuttui. Arvopaperimarkkinoilla toimineet tahot olivat pyrkineet kohottamaan sijoittajien luottamusta markkinoihin itsesääntelykeinoin, jotka koettiin tehottomina valvonnan puutteen vuoksi. Kiinnostus arvopapereilla kaupankäyntiin kasvoi sekä yksityis- että institutionaalisten sijoittajien keskuudessa, ja tätä kehityssuuntaa haluttiin lainsäädännöllisin keinoin tukea vahvistamalla sijoittajien luottamusta markkinoiden toimivuuteen. Pääomamarkkinoilla toimijoiden oli voitava luottaa siihen, että sijoittamisen riski pohjautuu arvopaperin liikkeellelaskijan taloudelliseen kehitykseen ja kannattavuuteen, eikä markkinoiden rakenteeseen tai siellä toimivien tahojen epäeettisiin toimiin. Näinollen VAML keskeisiksi sisällöiksi tulivat markkinoiden puolueettomuutta ja tasavertaisuutta sekä markkinaosapuolten tiedonantovelvollisuutta koskevat normit. (HE 157/1988; Parkkonen & Knuts 2014, 1-3)

Globaalin finanssikriisin seurauksena valtiovarainministeriössä käynnistettiin arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen suunnittelu vuonna 2007. Uudistuksen tavoitteena oli parantaa lain ymmärrettävyyttä ja selkeyttä sekä tarkastella lakia kokonaisuutena. Lainsäädännön eheytyks koettiin tarpeelliseksi, sillä lakia oli korjattu fragmentittain sen säätämisen vuoden 1989 jälkeen yli kaksikymmentä kertaa. Kokonaisuudistuksen merkittävin uudistus koski lakirakennetta, jossa AML jaettiin useammaksi eri laiksi. Lakirakenteen muuttamisen myötä sääntelykokonaisuudet heijastavat aiempaa selkeämmin sen taustalla olevia erinäisiä EU-säännöksiä ja -asetuksia.

Yksi uudistuksen tavoitteista oli keventää listayhtiöiden hallinnollista taakkaa sekä alentaa pörssilistautumisen kynnyksiä, mikä näkyi mm. esitteen laatimisvelvollisuuden alarajan nostamisena, osavuositarkastusten laatimisvelvollisuuksien keventämisenä sekä erinäisten ilmoitusvelvollisuuksien lieventämisenä. Lainsäädännön muutoksessa valvontaviranomaisen käytössä olevia hallinnollisten seuraamusten käyttöalaa laajennettiin ja seuraamuksia itsessään ankaroitettiin. AML ja sen relevanttien lukujen loppuun lisättiin Finanssivalvonnan määräystenantovaltuus, minkä tavoitteena oli lisätä viranomaisen mahdollisuuksia käyttää sanktioita osana valvontatoimia ja siten tehostaa arvopaperimarkkinoiden valvontaa ja seuraamusjärjestelmää. Tärkeänä tavoitteena nähtiin myös sijoittajansuojan edistäminen, jota pyrittiin edistämään esimerkiksi kolmansien maiden sijoituspalveluyrityksiä koskevan sääntelyn nykyaikaistamisella sekä

vahingonkorvaussäätelyn selventämisellä. (HE 32/2012; Korhonen & Luhtanen 2013, 2-5)

Vuosien mittaan tapahtuneiden muutosten myötä AML on yhtenäisempi ja laajempialainen kuin edeltäjänsä VAML, mutta siitä huolimatta lainsäädännön alkuperäisten tavoitteiden voidaan katsoa pysyneen ennallaan. Pyrkimys saavuttaa tehokas, kansainvälisesti kilpailukykyinen ja luotettava suomalainen arvopaperimarkkina on vuosien ajan ollut lainsäädännön fundamentaalinen perusta.

2.1 Soveltamisala

Arvopaperimarkkinalain yleisestä soveltamisalasta säädetään lain 1 luvun 1 §:ssä. Sen mukaan laissa säädetään arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisesta, tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinoilla, julkisista ostotarjouksista, arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä ja valvonnasta. Lakia sovelletaan myös muualla kuin Suomessa tapahtuvaan toimintaan siten kuin laissa säädetään. (AML, 14.12.2012/746) AML vuonna 2013 voimaan tulleen kokonaisuudistuksen myötä lain kunkin luvun alkuun lisättiin lukua koskeva soveltamisalasäännös täydentämään yleistä soveltamisalaa. Lakia sovelletaan arvopaperien ensi- ja jälkimarkkinoilla. (Parkkonen & Knuts 2014, 4)

2.2 Yleiset periaatteet

Arvopaperimarkkinalain 1 luvussa määritellään lain kolme keskeistä yleissäännöstä, jolla tarkoitetaan säännöstä joka on kirjoitettu yleiseen muotoon ja joka ilmentää jotain yleistä periaatetta. Verrannollisesti yleissäännöksen tai periaatteen vastakohtana on oikeussääntö, joka sisältää nimenomaisen velvoitteen tai kiellon. Ensimmäinen yleissäännös säädetään 1 luvun 2 §:ssä kieltona menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Säädös koskee koko lain soveltamisalaa, ja se voidaan nähdä VAML vastaavaa säädöstä laajempina kieltona. VAML 2 luvun 1 §:n mukaan kiello koski ainoastaan arvopapereiden markkinointia ja hankintaa elinkeinotoiminnassa ja 4 luvun 1 §:n kiello käyttäa hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä koski arvopaperien kauppaa sekä sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamista.

AML 1 luvun 3 §:ssä säädetään kiellosta antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Pykälän mukaan arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa, sekä täyttäessä tämän lain mukaista tiedonantovelvollisuutta ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Edellä mainittu tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen

jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajille, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. Totuudenvastaisella tiedolla tarkoitetaan tiedon selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta tiedon esittämistapa tai sen puutteellisuus voi olla omiaan aiheuttamaan tiedon virheellisen käsityksen vastaanottajalle. Oikaisu on tehtävä riittävällä tavalla, ja oikaisukeinoa päättäessä tulee huomioida virheellisesti annetun tiedon julkaisutapa ja korjattavan tiedon merkitys. Kielto kattaa tiedonantovelvollisuuden sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. (HE 32/2012)

Riittävien tietojen tasapuolisesta pitämisestä ajan tasalla säädetään AML 1 luvun 4 §:ssä. Pykälän mukaan se, joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on 3,6-9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Periaatteen taustalla on ajatus arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyydestä sekä sijoittajien tasapuolisesta kohtelusta. (Parkkonen & Knuts 2014, 23)

2.3 Keskeiset määritelmät

AML 2 luvussa määritellään lainsäädännön kannalta keskeisimmät käsitteet. AML 2 luvun 1 §:n mukaan *arvopaperilla* tarkoitetaan sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. AML 2 §:n mukaan *rahoitusvälineellä* tarkoitetaan tässä laissa arvopaperia ja muita sijoituspalvelulain (14.12.2012/747) 1 luvun 14 §:n mukaista rahoitusvälinettä. Parkkonen ja Knuts (2014, 24) esittävät, että rahoitusväline on käsitteenä laajempi kuin arvopaperi ja siten lain soveltamisen kannalta keskeisempi määritelmä.

Liikkeeseenlaskijalla tarkoitetaan AML 3 §:n mukaan suomalaista ja ulkomaista yhteisöä, joka on laskenut liikkeeseen arvopaperin. Huomioitavaa on, että määritelmä ei rajaa liikkeeseenlaskijan yhtiö- tai yhteisömuotoa, kotipaikkaa tai liikkeeseen lasketun arvopaperin muotoa. Arvopapereilla käytävä kaupankäynti voi siten määritelmän mukaisesti olla joko yksityistä tai julkista. *Määräysvallassa olevan yhteisön* määritelmä säädetään AML 4 §:ssä yhteisönä, jossa osakkeenomistajalla, jäsenellä tai muulla henkilöllä on tässä pykälässä tarkoitettu määräysvalta. Toimijalla on määräysvalta yhteisössä, kun hänellä on enemmän kuin puolet yhteisön kaikkien osakkeiden tai vastaavien osuuksien tuottamasta äänimäärästä ja ääntenenemmistö perustuu omistukseen, jäsenyyteen, yhtiöjärjestykseen,

-sopimukseen tai niihin verrattaviin sääntöihin tai sopimuksiin. Määräysvalta katsotaan olevan myös toimijalla, jolla on oikeus nimittää tai erottaa enemmistö jäsenistä yhteisön hallituksessa tai siihen verrattavassa toimielimessä. Pykälän 6 momentin mukaan määräysvallassa olevan yhteisön säädös koskee soveltuvin osin myös määräysvallassa olevaa säätiötä.

Säännellyn markkinan ja säännellyn markkinan ylläpitäjän määritelmällä tarkoitetaan AML 2 luvun 5 §:n mukaan kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (28.12.2017/1070) 1 luvun 2 §:n 1 momentissa määriteltyä kaupankäyntimenettelyä ja pörssiä tai vastaavaa ETA-valtiossa toimivaa yhteisöä, jolla on toimivaltaisen viranomaisen myöntämä lupa säännellyn markkinan ylläpitämiseen. Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 1 luvun 2 §: 1 momentin 5 kohdan mukaan säännellyllä markkinalla tarkoitetaan pörssin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä järjestelmää, jossa markkinan ylläpitäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa.

Pörssillä tarkoitetaan AML 2 luvun 6 §:n mukaan kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 1 luvun 2 §:n 1 momentin 7 kohdassa tarkoitettua suomalaista osakeyhtiötä, joka ylläpitää säänneltyä markkinaa Suomessa eli Nasdaq Helsinki Oy:tä ja sen ylläpitämää Helsingin pörssiä. *Pörssiyhtiön* määritelmä on lain 2 luvun 7 §:n mukaan osakeyhtiölain (21.7.2006/624) 1 luvun 10 §:n mukaisesti osakeyhtiö, jonka osake on kaupankäynnin kohteena kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla. *Pörssiyhtiöllä* tarkoitetaan myös eurooppayhtiölaissa (13.8.2004/742) tarkoitettua yhtiötä, jonka kotipaikka on Suomessa ja jonka liikkeelle laskema osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.

AML 2 luvun 8 §:n mukaisesti *kohdeyhtiöllä* tarkoitetaan lain 9 luvun avoimuusdirektiivissä tarkoitettua liikkeeseenlaskijaa ja lain 11 luvun 1 §:n mukaista julkisen ostotarjouksen kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijaa. *Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän* määritelmä on AML 9 §:n mukaan kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain 1 luvun 2 §:n 8 kohdassa tarkoitettu kaupankäyntimenettely ja *monenkeskinen kaupankäynnin järjestäjän* määritelmä edellä mainitun pykälän 12 kohdassa tarkoitettu järjestelmää ylläpitävää pörssiä, sijoituspalveluyritystä, kolmannen maan yrityksen sivuliikettä ja luottolaitosta.

Sijoituspalvelun tarjoajan määritelmä on AML 2 luvun 10 §:n mukaan nelijakoinen. Termillä tarkoitetaan ensinnä sijoituspalvelulaissa (14.12.2012/747) tarkoitettua koti- ja ulkomaista sijoituspalveluyritystä. Toiseksi termillä tarkoitetaan luottolaitostoiminnasta annetun lain

(8.8.2014/610) mukaista luottolaitosta ja ulkomaista luottolaitosta, joka tarjoaa sijoituspalvelua. (HE 151/2017, 258) Kolmanneksi sijoituspalvelun tarjoajalla tarkoitetaan sellaista sijoitusrahastolain (22.2.2019/213) 1 luvun 2 §:ssä tarkoitettua rahastoyhtiötä ja sijoituspalvelua tarjoavaa ulkomaista rahastoyhtiötä. Neljäntenä termillä tarkoitetaan vaihtoehtorahastojen hoitajaa ja sijoituspalveluita tarjoavaa ETA-vaihtoehtorahastojen hoitajaa, jotka määritellään vaihtoehtorahastojen hoitajista annetuissa lain (7.3.2014/162) 2 luvussa.

AML 2 luvun 11 §:n mukaan *julkistamisella* tarkoitetaan laissa säänneltyjen tietojen toimittamista sijoittajien saataville, Finanssivalvonnalle ja asianomaiselle säännellylle markkinalle lain säänneltyjen tietojen julkistamista ja saatavilla pitoa koskevan 10 luvun 3 ja 4 §:ssä tarkoitettulla tavalla. *Yleisölle tarjoamisella* tarkoitetaan 12 §:n mukaisesti toimijoille suunnattua viestintää, jossa annetaan tai jonka tarkoituksena on antaa tarjouksen ehdoista ja tarjotusta arvopaperista riittävät tiedot osto- tai merkintäpäätöksen tekemiseksi.

AML 2 luvun 13 §: mukaan *Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen* määritellään Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta (1095/2012/EU) tarkoitettuna arvopaperimarkkinaviranomaisena. Asetuksen mukaan viranomaisen tavoitteena on suojella finanssijärjestelmän vakautta ja tehokkuutta.

ETA-valtio määritellään AML 2 luvun 14 §:n mukaisesti valtiona, joka kuuluu Euroopan talousalueeseen ja *kolmas maa* muuna kuin Euroopan talousalueeseen kuuluvana valtiona. Euroopan unionin jäsenmaiden lisäksi Islanti, Liechtenstein ja Norja kuuluvat tarkasteluhetkellä Euroopan talousalueeseen. Iso-Britannian Euroopan unionista poistumisen 31.12.2020 myötä erosi se myös ETA-sopimuksesta. (The European Free Trade Association s.a.)

3 Markkinoiden väärinkäyttöasetus

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden värinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY sekä 2004/72/EY kumoamisesta (596/2014/EU) tuli voimaan heinäkuussa 2016. Markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR) korvaa edellisen Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin (2003/6/EY) ja laajentaa edeltäjänsä soveltamisalaa.

Väärinkäyttödirektiivin (MAD) tavoite oli luoda unionin laajuinen yhtenäinen sääntelykehys markkinoiden väärinkäytön sääntelylle ja varmistaa tehokas informaationkulku jäsenmaiden kesken. Lainsäädännön ja markkinoiden kehitys direktiivin voimaantulon jälkeen oli johtanut merkittäviin muutoksiin rahoitusalueella, minkä seurauksena Euroopan komissio alkoi työstää yhtenäistä markkinoiden väärinkäyttöä koskevaa sääntelykehystä. (HE 65/2016, 6; London Stock Exchange Group s.a.)

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksella tiukennettiin voimassa olevaa lainsäädäntöä ja laajennettiin sen soveltamisalaa. Uuden asetuksen tavoitteena oli vahvistaa mm. markkinoiden manipulaatiota ja sisäpiirikauppoja koskeva yhtenäinen sääntelykehys ja toimenpiteet väärinkäytön ehkäisemiseksi. Muutoksella haluttiin myös vahvistaa markkinatoimijoiden oikeusvarmuutta, mikä edellyttää että oikeussäännökset ovat riittävän selkeitä ja yhdenmukaisesti sovellettavissa. Asetuksen voimaantulon myötä kumottiin AML luvut 13 ja 14 ja voimaan jätettiin kansalliset säännökset yhteen kokoava luku 12. (HE 65/2016)

MAR sääntelykokonaisuutena kattaa laajan aihealueen ja tiukentaa markkinoiden manipulaation, sisäpiiritiedon ja sisäpiirikauppojen lainsäädäntöä. Sääntelykehukseen lukeutuu mm. markkinoiden tunnustelu, sijoitussuositukset, takaisinosto-ohjelmat, markkinoiden väärinkäytön havaitseminen ja ehkäiseminen, johtohenkilöiden liiketoimet sekä sisäpiiriluettelot. MAR kattaa edeltäjänsä MAD:ia laajemmin kaupankäyntiä eri rahoitusvälineillä kuten esimerkiksi spot-sopimuksilla ja hyödykejohdannaisilla tehtävää kauppaa. Hallinnollisten seuraamusten ja toimivaltaisten viranomaisten valtuuksien lisäämisellä pyritään varmistamaan tehokas ja yhtenäinen seuraamusjärjestelmä Euroopan Unionin tasolla. (Finanssivalvonta 2018; Green & Torrens 2016, 1-4)

Markkinoiden väärinkäytön sääntely on EU:n tasolla kaksitahoinen; MAR tarjoaa valtiotasolla valvontaviranomaisille toimintavaltuudet hallinnollisille seuraamuksille ja sanktioille ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (57/2014/EU) täydentää hallintotapaa velvoittamalla jäsenmaita implementoimaan vähimmäisrangaistuksen markkinoiden väärinkäytön vakavissa ja tarkoituksellisissa tapauksissa. MAD II sisältää MAR:ssa

säädetyjä vakavia markkinoiden väärinkäyttöä koskevia tekoja koskevat rikosoikeudelliset säännökset. (HE 65/2016, 5; Perrone 2020, 380-382)

3.1 Kohde ja soveltamisala

MAR:n 1-2 artiklassa säädetään asetuksen kohteesta ja soveltamisalasta. Asetuksen 1 artiklan mukaan asetuksella vahvistetaan yhteinen sääntelykehys koskien sisäpiirikauppoja, sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista ja markkinoiden manipulointia sekä toimenpiteitä markkinoiden väärinkäytön estämiseksi. Asetuksen tavoitteena on varmistaa unionin rahoitusmarkkinoiden luotettavuus, parantaa sijoittajansuojaa ja lisätä luottamusta markkinoihin.

Asetuksen 2 artiklan 1 kohdan mukaan asetusta sovelletaan rahoitusvälineisiin, jotka on otettu tai joiden ottamista on pyydetty kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla. Rahoitusvälineet, joilla käydään kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä (MTF), jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi em. kaupankäyntijärjestelmässä tai joiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi em. kaupankäyntijärjestelmässä on pyydetty ovat myös asetuksen soveltamispiirissä. Asetusta sovelletaan myös rahoitusvälineisiin, joilla käydään kauppaa organisoiduissa kaupankäyntijärjestelmissä (OTF) sekä rahoitusvälineisiin, jotka eivät lukeudu em. rahoitusvälineiden piiriin ja joiden hinta tai arvo määräytyy kyseisten rahoitusvälineiden hinnan tai arvon perusteella taikka vaikuttaa siihen, ml. esim. luottoriskinvaihtosopimukset ja hinnanosopimukset. Soveltamisalan piiriin kuuluvat myös komission asetuksen kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien kaupan järjestelmän toteuttamisesta yhteisössä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/87/EY mukaisen kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien huutokaupan ajoituksesta, hallinnoinnista ja muista näkökohdista (1031/2010/EU) mukaiset päästöoikeuksien ja muihin niihin perustuvien huutokauppatuotteiden huutokaupat säännellyn markkinan toimiluvan huutokaupapaikoilla.

Asetuksen 2 artiklan 2 kohdan mukaan asetuksen 12 (markkinoiden manipulointi) ja 15 (markkinoiden manipulointia koskeva kielto) artiklaa sovelletaan myös tiettyjä hyödykkeitä koskeviin spot-sopimuksiin, jos niillä voidaan vaikuttaa artiklan 1 kohdassa tarkoitetun rahoitusvälineen hintaan tai arvoon. Markkinoiden manipulointia koskevia säännöksiä sovelletaan myös johdannaisopimuksiin ja -instrumentteihin, kun niitä koskeva toiminta voi vaikuttaa hyödykettä koskevan spot-sopimuksen hintaan tai arvoon kun hinta tai arvo määräytyy em. rahoitusvälineiden hinnan tai arvon perusteella. Asetusta sovelletaan myös viitearvoihin liittyvän toimintaan. Artiklan 3 kohdan mukaan asetusta sovelletaan kaikkiin toimiin, jotka koskevat mitä tahansa em. rahoitusvälineistä kauppapaikasta riippumatta.

Asetuksen mukaisia kieltoja ja vaatimuksia sovelletaan EU:ssa ja kolmannessa maassa tehtyihin toimiin, riippumatta siitä onko toimia toteutettu vai ei.

3.2 Markkinoiden manipulointi

Markkinoiden manipuloinnista säädetään MAR:in 12 ja 15 artiklassa. Markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan 12 artiklan 1 kohdan mukaan liiketoimintaan ryhtymistä, kauppaa koskevan toimeksiannon antamista tai muuta toimintaa, joka antaa väärää tai harhaanjohtavaa tietoa rahoitusvälineen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta tai varmistaa rahoitusvälineen hinnan asettuvan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle.

Manipulaatioksi ei katsota toimintaa, jossa liiketoimen toteuttanut tai toimeksiannon antanut tekijä osoittaa toiminnan olevan toteutettu oikeutetuin perustein ja hyväksyttyä markkinakäytäntöä noudattaen MAR:in 13 artiklan mukaisesti. Hyväksytyjä markkinakäytäntöjä tarkastellaan laajemmin myöhemmin tässä luvussa.

Markkinoiden manipuloinniksi katsotaan myös toiminta, jossa rahoitusvälineen hintaan vaikutetaan käyttäen kuvitteellisia tai vilpillisiä menettelyjä tai järjestelyjä.

Harhaanjohtavan tai väärän tiedon levittäminen joka antaa tai todennäköisesti antaa virheellistä tietoa rahoitusvälineen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta taikka varmistaa tai todennäköisesti varmistaa rahoitusvälineen tai em. hyödykkeen hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle katsotaan markkinoiden manipulaaatioksi artiklan 1 kohdan mukaisesti. Harhaanjohtavan tiedon levittämiseksi katsotaan myös huhujen levittäminen, kun tiedon levittävä taho tietää tai hänen pitäisi tietää tiedon olevan väärää tai harhaanjohtavaa.

13 artiklan 2 kohdassa on kerrottu esimerkinomaisesti toimintoja, jotka katsotaan markkinoiden manipulointina. Näitä on mm. markkinoiden avaus- ja sulkuhetkellä tehtävät toimeksiannot, joiden seurauksena johdetaan tai todennäköisesti johdetaan harhaan muita markkinatoimijoita sekä rahoitusvälineistä julkisten lausuntojen tekeminen, kun kyseisestä rahoitusvälineestä on tehty osto- tai myyntitoimeksiantoja ja lausunnolla on vaikutusta rahoitusvälineen hintaan ilman, että tästä muodostunut eturistiriita on julkistettu selkeästi ja asianmukaisesti.

Kaikki em. toimet, jotka katsotaan markkinoiden manipuloinniksi on kielletty MAR 15 artiklassa, jonka mukaan henkilö ei saa manipuloida tai yrittää manipuloida markkinoita. Asetuksen liitteessä I jaksossa A on esimerkinomaisesti määritelty väärin tai harhaanjohtaviin signaaleihin sekä hintojen varmistamiseen liittyvät markkinoiden manipuloinnin indikaattorit ja liitteen jaksossa B valetointen tai muiden vilpillisten menettelyjen tai järjestelyjen käyttöön liittyvät markkinoiden manipuloinnin indikaattorit.

MAR:ia täydennettiin joulukuussa 2015 voimaan tulleella komission delegoidulla asetuksella Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä kolmasien maiden tiettyihin julkisiin elimiin ja keskuspankkeihin sovellettavan poikkeuksen, markkinoiden manipuloinnin indikaattorien, tietojen julkistamisen raja-arvojen, lykkäämistä koskevat ilmoitukset vastaanottavan toimivaltaisen viranomaisen, suljettuna ajanjaksoina sallitun kaupankäynnin sekä johtohenkilöiden ilmoitettavien liiketoimien tyyppien osalta (522/2016/EU). Komission asetuksen II liitteessä täsmennetään MAR:in liitteessä I määritellyjä indikaattoreita.

3.3 Hyväksytyt markkinakäytännöt

Hyväksytyistä markkinakäytännöistä säädetään MAR:n 13 artiklassa. Artiklan 2 kohdan mukaan toimivaltainen viranomainen, Suomessa Finanssivalvonta, voi vahvistaa hyväksytyin markkinakäytännön ottaen huomioon ottaen huomioon alakohdan a-g mukaiset perusteet. Näitä on mm. markkinakäytännön positiivinen vaikutus likviditeettiin ja tehokkuuteen sekä markkinakäytännön aiheuttama lisäriski rahoitusvälineen markkinoiden luotettavuudelle. Artiklan kohdat 3-11 sääntelevät toimivaltaisen viranomaisen ja arvopaperimarkkinaviranomaisen menettelytapoja markkinakäytännön hyväksymisestä. Toimivaltaisen viranomaisen hyväksymää markkinakäytäntöä ei sovelleta muihin markkinoihin, ellei kyseisen markkinan viranomainen ole hyväksynyt käytäntöä 13 artiklan nojalla.

ESMA julkaisee verkkosivuillaan luettelon hyväksytyistä markkinakäytännöistä sekä niitä soveltavista jäsenvaltioista 13 artiklan 9 kohdan mukaisesti. Huhtikuussa 2017 ESMA julkaisi kannanoton hyväksytyjen markkinakäytäntöjen kohdentamisesta tavoitteena yhtenäistää markkinakäytäntöjä unionin tasolla. Kannanoton mukaan markkinakäytännön tulee soveltaa säännellyillä markkinoilla ja monenkeskisillä kaupankäyntijärjestelmillä kaupankäynnin kohteena oleviin rahoitusvälineisiin ja säännellyn markkina tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tulee olla toimivaltaisen viranomaisen nimittämän hyväksytyin markkinakäytännön piirissä. Markkinakäytäntöä hyväksyessä tulee ESMA:n mukaan huomioida rahoitusvälineen likviditeetti ja kaupankäyntiolosuhteet. Jälkimmäinen kattaa mm. hinnan ja määrän raja-arvot sekä suurimääräisen yksittäisen kaupankäynnin ennalta määrättyyn hintaan (block trade). (ESMA 2017)

4 Rahoitusmarkkinoiden vääristäminen

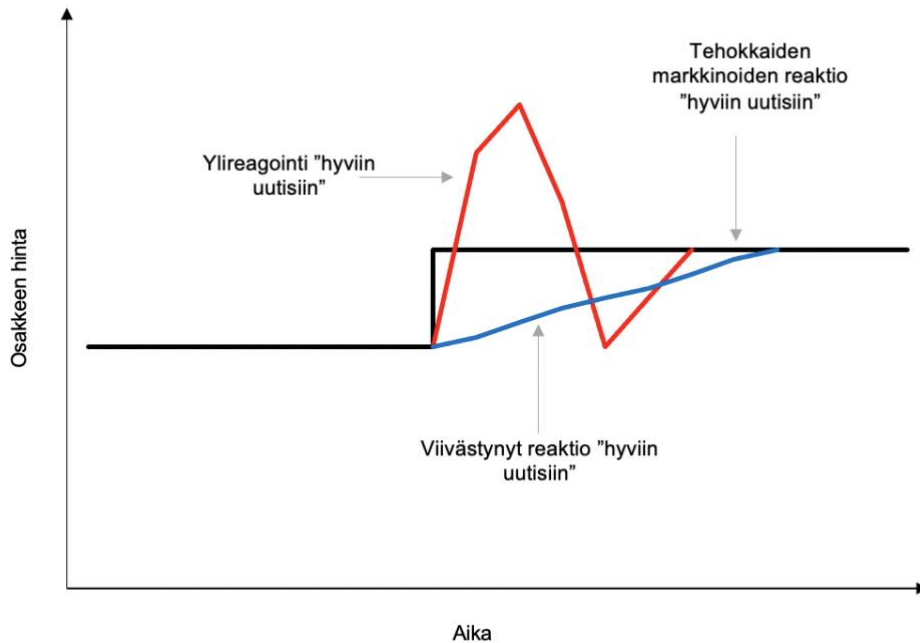
Parkkosen ja Knutsin (2014, 417-418) mukaan pörssikurssin vääristämisellä tarkoitetaan toimia, joilla manipuloidaan rahoitusvälineiden hintaa eli häiritään arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Vääristämistoimien tavoitteena on keinotekoisesti muuttaa rahoitusvälineen hintaa, kysyntää tai tarjontaa rahallisen hyödyn saavuttamiseksi informaatioasymmetrian avulla. Tämä tarkoittaa Häyrysen (2009, 223) mukaan tilannetta, jossa markkinatoimijat tekevät epärationaalisia sijoituspäätöksiä luottaen rahoitusvälineen vääristyneeseen hintatasoon. Rahoitusvälineen kysyntä ja tarjonta voivat muuttua luonnollisista syistä, kuten uutisten tai taloudellisten raporttien julkistuksen myötä, mutta keinotekoisien kurssimuutoksen taustalla on usein laittomat toimintatavat kuten virheellisen tai harhaanjohtavan tiedon levittäminen ja valheellisten toimeksiantojen tekeminen.

4.1 Seuraukset markkinoilla

Markkinoiden manipulointi nähdään yleisesti mikrotaloudellisena ongelmana, sillä manipulaation kohteena on usein tietty rahoitusväline, yksilö tai yhtiö, ja siten manipulaation vaikutus on rajallinen sekä ajallisesti että alueellisesti. Viime vuosina manipulaatiokeinojen ulottuvuuden ja siten niiden vaikutuksen markkinoihin makrotasolla katsotaan olevan kasvavassa määrin. Laajemmin tarkasteltuna markkinoiden vääristäminen heikentää pääoman jakautumista ja vähentää sijoittajien luottamusta markkinoihin aiheuttaen siten merkittäviä yhteiskunnallisia ja taloudellisia haittoja markkinoilla ja sen ulkopuolella. Manipulaation kohteena oleva markkina ei toimi tehokkaasti, ja siten markkinan ensisijainen tarkoitus, pääoman allokointi yli- ja alijäämäsektorin välillä, ei toteudu. (Fama 1970, 383; Fletcher 2020, 124-140)

Globaalisti yleinen näkemys on, että markkinoiden manipulaation seurantaan ja ehkäisemiseen tarvitaan täsmällistä lainsäädäntöä. Yleisnäkemyksestä huolimatta Chew, Gerace, Whittaker & Mazzola (2014, 110) esittävät, että markkinoiden manipulaation haitallisista seurauksista ei ole tehty riittävää määrää empiirisiä tutkimuksia, minkä seurauksena ei tiedetä markkinoilla tapahtuvaa aidon manipulaation määrää, sen todellista haittavaikutusta tai lainsäädännön vaikutusta manipulaation ehkäisemiseen. Empiirisen tutkimuksen sijaan aiheesta on tehty laajasti teoreettista tutkimusta, jonka keskiössä voidaan sanoa olevan Faman (1970) tutkima tehokkaiden markkinoiden malli. Teoreettinen malli edustaa talouden ideaalitilaa, missä kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden hinnat heijastavat täydellisesti kaikkea saatavilla olevaa informaatiota. Tehokkaiden markkinoiden mallia voidaan hyödyntää vertailukohteena manipuloidun markkinan seurauksia tarkastellessa, vaikka malli on teoreettinen eikä todellisessa elämässä toteutettavissa oleva tilanne. Kuten kuvasta 1 havaitaan, tehokkaiden

markkinoiden mallin mukainen reaktio julkistettuihin "hyviin uutisiin" on välitön ja stabiili. Verrannollisesti kuvassa 1 havainnollistetaan myös yli- ja alireaktiot julkistettuihin tietoihin.



Kuva 1. Tehokkaiden markkinoiden mallinnus (mukaillen Smirnov 2019)

Geracen ym. (2014) tekemässä empiirisessä tutkimuksessa havaittiin, että osakekurssin manipulaatio vaikutti negatiivisesti sekä kurssin vääristämishetkellä että tapahtuman jälkeisellä ajanjaksolla. Tarkasteltu Hong Kongin pörssi ei palautunut markkinan tehokkuuden mittareilla manipulaatiota edeltävälle tasolle. Tutkimuksessa markkinan tehokkuuden mittareina käytettiin mm. osto- ja myyntitarjousten eroa ja kaupankäyntivolumia. Osto- ja myyntitarjousten eron on havaittu suurentuvan ennen informaation julkistamista ja pienentyvän sen jälkeen, minkä nähdään kuvastavan informaation asymmetriaa. (Krinsky & Lee 1996)

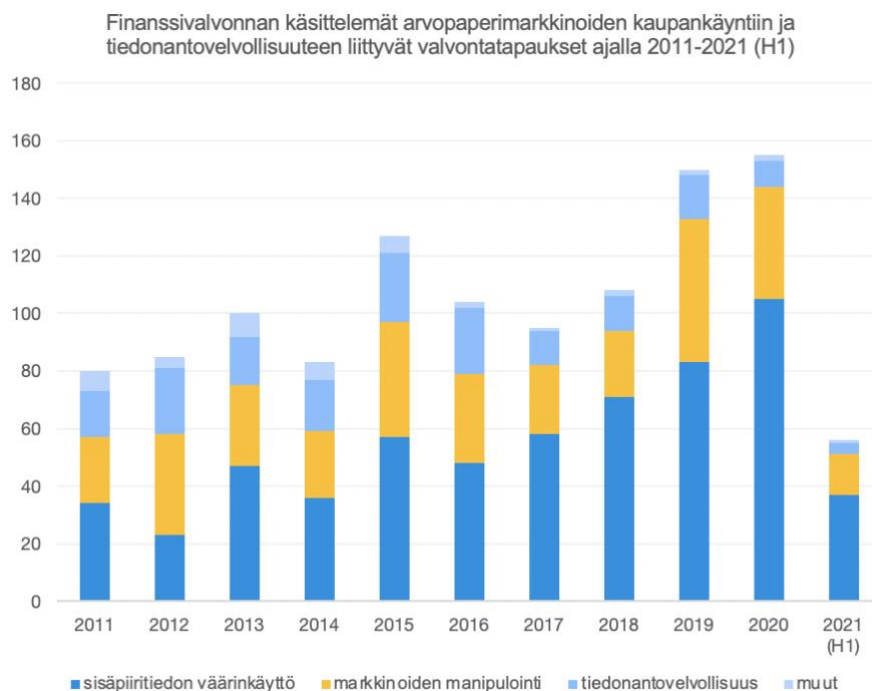
Manipuloinnin kohteena olevan rahoitusvälineen volatilitteetti tyypillisesti kasvaa ja sen vaihdanta pienenee rationaalisesti toimivien sijoittajien myydessä osakkeen manipulaation paljastuessa. Toiminta vaikuttaa siten rahoitusmarkkinan likviditeettiin, tehokkuuteen ja yhteneväisyyteen negatiivisesti samalla heikentäen markkinoiden kykyä mukautua markkinasokkeihin.

4.2 Lainsäädännölliset seuraukset

Pörssikurssin manipulaatiosta säädetään rikoslain (19.12.1889/39) 51 luvussa, joka käsittelee arvopaperimarkkinarikoksia. Lain 3 §:n mukaan markkinoiden manipuloinnista on tuomittava sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi. Rikoslain 51 luvun 4

§:n mukaan jos markkinoiden manipuloinnissa aiheutetaan laajamittaista taloudellista vahinkoa tai rikos on omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan ja markkinoiden manipulointi on myös kokonaisuutena arvostellen törkeä, tekijä on tuomittava vähintään neljäksi kuukaudeksi ja enintään neljäksi vuodeksi vankeuteen. Sekä markkinoiden manipuloinnin että törkeä markkinoiden manipuloinnin yritys on rangaistava. Rikoslakiin lisättiin MAD II:n voimaantulon myötä sääntely kielletyistä manipulatiivisista tekoista ja pörssikurssin manipuloinnin yritys kriminalisoitiin. Samassa yhteydessä markkinoiden manipuloinnin tunnusmerkistöä poistettiin edellytys taloudellisen hyödyn hankkimistarkoituksesta, sillä säännöksessä tarkoitettu markkinan manipulaatio voidaan käytännössä aina sanoa olevan kyse taloudellisen hyödyn hankkimisesta. (HE 65/2016, 47)

Markkinoiden manipuloinnista säädetään MAD II 5 artiklassa. Direktiivi velvoittaa unionin jäsenvaltiota toteuttamaan tarvittavat toimenpiteet sen varmistamiseksi, että direktiivin mukaisesti tarkoitettu markkinoiden manipulointi katsotaan rikokseksi tahallisissa ja vakavissa tapauksissa. Direktiivin 6 artiklan mukaan em. markkinan manipulaatioon yllyttämis-, avunanto- ja yritystoimet ovat rangaistavia. Suomen valvontaviranomaisen Finanssivalvonnan käsittelemiä arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyviä valvontatapauksia on vuonna 2021 tarkasteluhetkellä ollut 56 kappaletta, joista markkinoiden manipulaatiotapauksia on 14 kappaletta.



Kuva 2. Finanssivalvonnan käsittelemät arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät valvontatapaukset (mukaillen Finanssivalvonta 2021)

Suomessa markkinoiden manipulaatiosta on annettu vähissä määrin rikostuomioita. Sijoittaja Kai Mäkelä tuomittiin vuonna 2015 törkeästä pörssikurssin vääristämisestä kymmenen kuukauden vankeuteen. Kurssin vääristämistoimia oli Helsingin käräjäoikeuden mukaan tehty vuosina 2008-2010 Alma Media Oyj:n osakkeilla. Mäkelä tuomittiin toistamiseen vuonna 2018 Helsingin käräjäoikeudessa törkeästä markkinoiden vääristämisestä yhdeksän kuukauden ehdolliseen vankeuteen. Tuomio liittyi vuosina 2014-2016 Alma Media Oyj:n, Ilkka Yhtymä Oyj:n, Keski-suomalaisen Pohjois-Karjalan kirjapaino Oyj:n sekä Talentum Oyj:n osakkeilla toteutettuihin kauppoihin, joista suurin osa tehtiin bulvaanin kautta. Käräjäoikeus katsoi, että kauppojen tosiasiallinen tarkoitus oli nostaa osakkeen hintaa. (Arola 31.1.2017; Sajari 9.7.2018)

Ruotsissa Tukholman käräjäoikeus tuomitsi vuonna 2016 kaksi lääketieteen opiskelijaa sopimattomasta markkinavaikuttamisesta, Suomessa termi tunnetaan nimellä kurssimanipulaatio. Tekijät kirjoittivat vuosien 2014-2015 aikana lääketieteen osaamiseensa nojaten harhaanjohtavia analyysejä lääke- ja bioteknologiayhtiöistä eri sijoitusfoorumeille ja sosiaaliseen mediaan. Tekijät olivat ennakkoon hankkineet osakkeita yrityksistä, ja käräjäoikeus katsoi positiivisen analyysin tarkoituksena olleen kurssin nostaminen taloudellisen hyödyn tavoittamiseksi. Harhaanjohtavien analyysien seurauksena saavutetun taloudellisen hyödyn arvioitiin olevan noin 2,5 miljoonaa kruunua eli hieman yli 250 000 euroa. Summa määrättiin takavarikoitavaksi ja tekijät tuomittiin ehdollisen vankeusrangaistuksen lisäksi 200 päiväsakkoon. Tukholman hovioikeus myöhemmin pienensi takavarikoitavaa summaa 1,25 miljoonaan kruunuun, muilta osin tuomio pidettiin voimassa. (Buffa 22.12.2016; Forsberg 20.3.2018)

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA reagoi kasvavaan trendiin sosiaalisessa mediassa annettuihin sijoitussuositteluihin. ESMA:n mukaan toiminta, jossa EU:n sisällä tai ulkopuolella toimiva henkilö jakaa informaatiota jossa kehoitetaan sijoituspäätöksen tekemiseen EU:n alueella kaupankäynnin kohteena olevista rahoitusvälineistä, katsotaan sijoituskehotukseksi, josta säädellään MAR:ssa. Sijoituskehotus on annettava ja levitettävä objektiivisella ja läpinäkyvällä tavalla, jotta sijoittajilla on sijoituspäätöstä tehdessä edellytykset erottaa faktat mielipiteistä. Tärkeää on huomioida lainsäädännön kannalta se, että markkinoiden manipulaation määritelmä tulee erottaa laillisesta kaupankäynnistä. (ESMA 2021; Gerace ym. 2014, 106)

5 Markkinoiden vääristämisen tekotavat

Markkinoiden manipulaation käsite on laaja, ja se kattaa useita eri strategioita manipuloida rahoitusvälineiden hintaa. Allen ja Gale (1992, 505-507) jakavat manipulaation kolmeen luokkaan, joista ensimmäinen on *toimintaan perustuva* manipulaatio. Toimintaan perustuva manipulaatio tarkoittaa manipulaatiota, jossa muu kuin kaupankäyntiin perustuva toiminta vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan tai mielikuvaan rahoitusvälineen hinnasta. Esimerkiksi toiminta, jossa tekijä hankkii rahoitusvälinettä ja hankinnan jälkeen ilmoittaa yrityksestä julkisen ostotarjouksen tarkoituksenaan olla suorittamatta ostotarjousta loppuun, voidaan luokitella toimintaperusteiseksi manipulaatioksi. Toinen manipulaation luokka on *informaatioon perustuva* manipulaatio, jossa rahoitusvälineen hintaan vaikutetaan tai pyritään vaikuttamaan levittämällä siitä harhaanjohtavaa informaatiota. Sekä lainsäädännölliseltä että markkinavaikutukseltaan vaikeimmin havaittava luokka on *kaupankäyntiin perustuva* manipulaatio. Kaupankäyntiin perustuvassa manipulaatiossa tekijä ostaa ja myöhemmin myy rahoitusvälineen tekemättä mitään julkisesti havaittavissa olevia manipulaation toimia rahoitusvälineen hintaan vaikuttamiseksi. Tällainen toimi voi olla esimerkiksi hedge-rahaston tekemä suuri ostotoimeksianto ja myöhemmin rahaston toteuttama myyntitoimeksianto. (Mei, Wu & Zhou 2004)

5.1 Näennäiskaupat

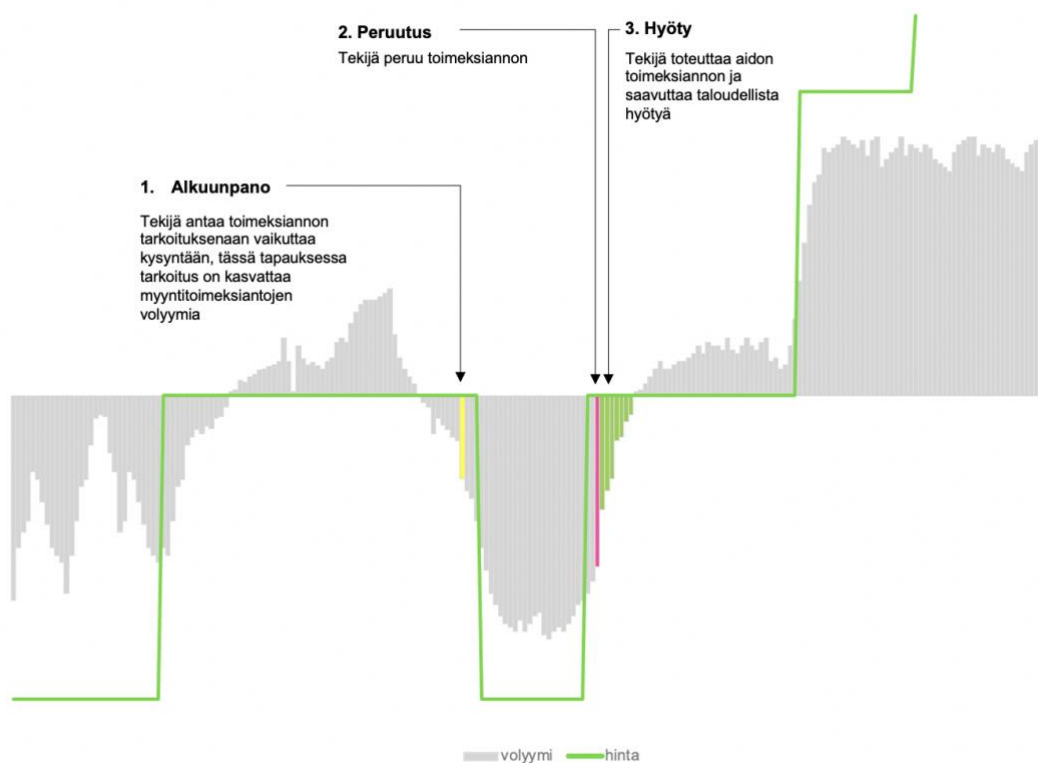
Näennäiskauppa on markkinamanipulaation muoto, jossa tekijä samanaikaisesti ostaa ja myy rahoitusvälinettä X eli käytännössä käy kauppaa itsensä kanssa tarkoituksenaan harhaanjohtaa muita sijoittajia rahoitusvälineen todellisesta kaupankäyntivolyyymista. Näennäiskauppaa on myös osto- ja myyntitoimeksiantojen tekeminen eri meklarien välityksellä sekä eri toimijoiden yhteistyösopimus ostaa ja myydä osaketta samanaikaisesti. Näennäiskaupat luokitellaan kaupankäyntiin perustuvaksi manipulaatioksi. (Durston & McKeon 2020, 33; Allen & Gale 1992, 505-507)

Näennäiskauppa kielletään MAR 15 artiklassa, jossa säädetään markkinoiden manipuloinnista. Komission delegoidun asetuksen (552/2016/EU) liitteen II 1 jakson 3 kohdassa määritellään näennäiskauppa toimena, jossa liiketoimi toistetaan normista poikkeavasti muutaman osapuolen välillä tietyn ajanjakson aikana. Näennäiskaupaksi katsotaan myös liiketoimi tai kauppaa koskeva toimeksianto, jotka muuttavat tai todennäköisesti muuttavat position arvostusta mutta eivät kasvata tai pienennä sen kokoa.

Maaliskuussa 2021 Iso-Britannian valvontaviranomainen Financial Conduct Authority FCA tuomitsi Adrian Hornin sakkorangaistukseen McKay Securities Plc-osakkeilla tehtyjen näennäiskauppojen myötä. Horn teki tarkoituksellisesti ostotoimeksiantoja McKayn osakkeilla, jotka toteutuivat hänen aiemmin tehtyjen myyntitoimeksiantojen kanssa ja päinvastoin. Toimeksiantoja tehtiin yhteensä 129 kappaletta heinäkuusta 2018 maaliskuuhun 2019. FCA:n mukaan Hornin toiminta antoi harhaanjohtavaa kuvaa markkinoille McKayn osakkaiden todellisesta kysynnästä ja tarjonnasta, ja siten keinotekoisesti kohotti osakkeen vaihdantavolumia. (Financial Conduct Authority 2021)

5.2 Harhaanjohtavat toimeksiannot

Harhaanjohtavia toimeksiantoja kutsutaan englanninkielisillä termeillä spoofing ja layering. Spoofing määritellään toimena, jossa tekijä antaa osto- tai myyntitoimeksiannon rahoitusvälineestä ja peruuttaa toimeksiannon ennen sen realisoitumista. Layering-termillä tarkoitetaan spoofingin muotoa, jossa osto- tai myyntitoimeksiantoja annetaan useita kappaleita samanaikaisesti eri hinnoilla. Alkuperäisen toimeksiannon seurauksena muut sijoittajat ja markkinatoimijat reagoivat kasvaneeseen kysyntään tai tarjontaan, mikä johtaa rahoitusvälineen hinnan muuttumiseen. (Corporate Finance Institute s.a.) Tekijä peruuttaa alkuperäisen toimeksiannon hinnanmuutoksen seurauksena ja antaa muille sijoittajille harhaanjohtavan mielikuvan rahoitusvälineen likviditeetistä. Toimeksiannon perumisen jälkeen tekijä toteuttaa oikean osto- tai myyntitoimeksiannon uudella hinnalla saavuttaen rahallista hyötyä. (Durston & McKeon 2020)



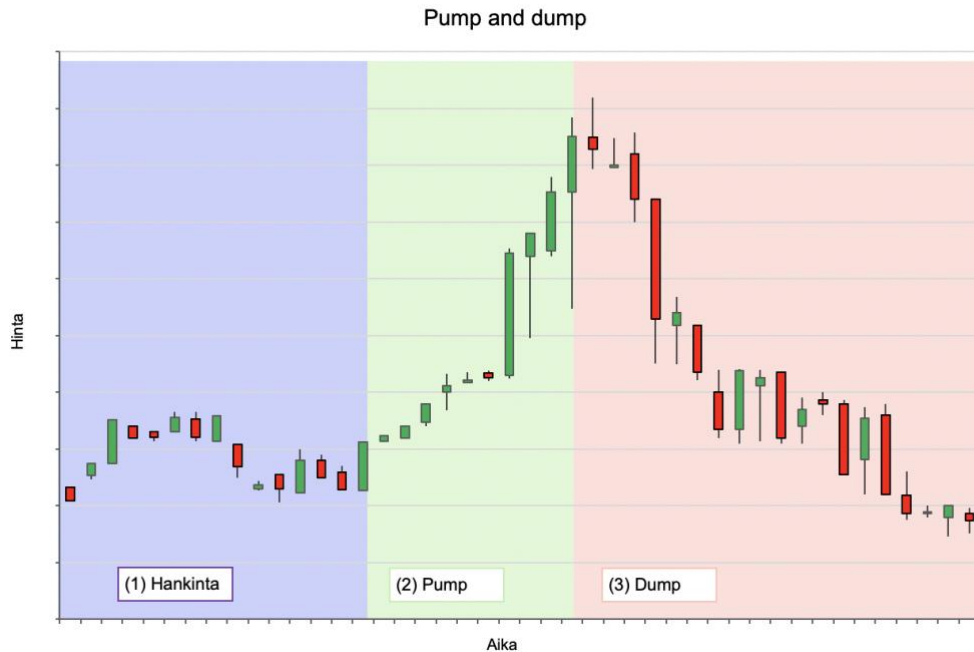
Kuva 2. Spoofing (mukaillen Leising, Rojansakul & Pearce 2015)

Kuvassa 2 kuvataan spoofingin eri vaiheet. Ensimmäinen vaihe on tässä mallissa nimeltään alkuunpano, jossa tekijä tekee useita myyntitoimeksiantoja ilman tarkoitusta suorittaa toimeksiantoja loppuun. Kasvanut myyntitoimeksiantojen määrä antaa muille markkinatoimijoille kuvan, että rahoitusvälineen arvo on laskemassa, minkä vuoksi muut toimijat myyvät omistuksiaan. Spoofingin toista vaihetta nimitetään peruutukseksi, ja nimensä mukaisesti tekijä peruuttaa tällöin tekemänsä myyntitoimeksiannot ennen niiden realisoitumista. Peruutuksen jälkeen tekijä toteuttaa aidon ostotoimeksiannon tai -antoja ja saavuttaa näin keinotekoisesti tuotetun alhaisen hintatason myötä rahallista hyötyä.

Harhaanjohtavien toimeksiantojen ytimessä on nykyään ultranopea kaupankäynti (HFT – high frequency trading) ja algoritmit. HFT-kaupankäynnissä algoritmi reagoi markkinamuutoksiin ja käy kauppaa suurella volyymilla sekuntien murto-osassa. Mitä nopeampi ja tehokkaampi algoritmi on, sitä suuremmat tuotot tyypillisesti HTF:ssä on. Loppuvuodesta 2016 englantilainen Navinder Sarao tuomittiin Yhdysvalloissa markkinoiden manipulaatiosta ja spoofingista, jotka tapahtuivat vuosien 2011-2015 välillä. Saraon katsottiin tehneen sekä algoritmin että manuaalisen toimen avulla kymmeniä tuhansia osto- ja myyntitoimeksiantoja E-mini S&P 500-futuurisopimuksilla ilman aikomusta toteuttaa niitä. (Fletcher 2020, 134-135; Commodity Futures Trading Commission 2016)

5.3 Pump and dump

Pump and dump-kaavassa tekijä tyypillisesti hankkii rahoitusvälineen, kuten yhtiön osakkeita, ja tämän jälkeen pyrkii kohottamaan välineen hintaa levittämällä valheellisia suositteluja yrityksestä tai rahoitusvälineestä. Suosittelut perustuvat valheellisiin, harhaanjohtaviin tai liioteltuihin lausuntoihin. Kurssin noustessa tekijä myy yliarvostetun osuutensa kolmannelle osapuolelle ja saavuttaa usein merkittävää rahallista hyötyä. Sijoittajien havaitessa rahoitusvälineen olevan yliarvostettu, palaa sen hinta alkuperäiselle tasolle. P&D-kaavassa on siis kolme vaihetta; 1) rahoitusvälineen hankinta, 2) kurssin kohottaminen keinotekoisesti ja 3) rahoitusvälineen myynti kohotetulla hinnalla. Vaiheita on mallinnettu kuvassa 2. (Durston & McKeon 2020, 28)



Kuva 3. Pump and dump (mukaillen Kamps & Kleinberg 2018)

P&D-kaavaa voidaan toteuttaa myös ilman harhaanjohtavan tiedon levittämistä. Tällöin tekijä tyypillisesti ostaa suuria määriä yhtiön osakkeita, minkä seurauksena kaupankäyntivolyymi kasvaa. Volyymin kasvaessa muut sijoittajat reagoivat osakkeen kasvaneeseen kysyntään ja osakkeen hinta kohoaa. Riyanton ja Arifinin (2018) mukaan P&D-kaava toteutetaan tällöin usein perättäisinä päivinä kaksiosaisesti kaavalla: osto-osto ja myynti-myynti. Kaksiosaisen kaavan avulla tekijä voi saavuttaa kumulatiivista hyötyä informaatioasymmetrisillä markkinoilla. (Allen & Gorton 1992, 4-9)

Pörssiosakkeiden osalta P&D-kaava on keskittynyt lähinnä senttiosakkeisiin, ts. osakkeisiin joiden kurssi on alle yhden euron ja joilla on alhainen vaihtovolyymi. Tämä johtuu senttiosakkeiden alhaisesta hinnasta, jonka vuoksi manipulaatioon ei vaadita suurta pääomaa. Senttiosakkeiden houkuttelevuutta lisää myös ns. kokovaikutus, joka tarkoittaa yleisesti ilmiötä jossa markkina-arvoltaan pieni yritys ylittää markkina-arvoltaan suuremman yrityksen tuottavuuden. Kokovaikutuksen avulla senttiosakkeista voi saada norminvastaista suurempaa tuottoa. Norminvastaisella tuotolla tarkoitetaan kokovaikutuksen yhteydessä tuottoa, jota ei olisi mahdollista saavuttaa tehokkaiden markkinoiden mallin mukaisella markkinalla. Senttiosakkeilla tehdyn markkinamanipulaation ei katsota kuitenkaan lisäävän markkinoiden systemaattista riskiä, sillä ne eivät ole markkinoiden toimivuuden kannalta keskeisiä rahoitusvälineitä. (Riyanto & Arifin 2018, 130; Okada 2006, 1-23)

P&D-kaavaa on nähty tänä päivänä myös kryptovaluuttamarkkinoilla, joka houkuttelee uusia toimijoita alalle mm. Bitcoinin ja etheriumin arvonnousun myötä. Kryptovaluutat ovat

erityisen haavoittuvaisia P&D-kaavoille, sillä niitä ei valvota ja säännellä samalla tavalla kuin perinteisiä rahoitusvälineitä. (Investopedia 2021) Kryptovaluuttamarkkinoilla on jopa havaittu julkisia tarjouksia osallistua P&D-kaavoihin, ja vuonna 2018 tehdyssä tutkimuksessa tälläisiä tarjouksia havaittiin suosituimmissa ryhmissä yli 3700 kappaletta tammi-heinäkuussa 2018. (Hamrick ym. 2019, 2)

5.4 Trash and cash

Trash and cash-kaava mielletään käänteisenä ilmiönä P&D-kaavalle; tekijä pyrkii alentamaan rahoitusvälineen arvoa levittämällä valheellista tai lioteltua tietoa liikkeellepanijasta. Rahoitusvälineen arvon laskettua tekijä toteuttaa ostotoimeksiannon todellista markkina-arvoa alhaisemmalla hinnalla. Harhaanjohtavan tiedon paljastuttua valheelliseksi tai markkinoiden muuten havaitessa oikeaa markkina-arvoa alhaisemman hinnan, rahoitusvälineen hinta nousee alkuperäiselle tasolle. T&C-kaavaa nähdään tyypillisesti shortatuissa osakkeissa, jossa tekijä hyötyy suoraan rahoitusvälineen arvonlaskusta. (Durston & McKeon 2020, 31-33)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimukseen liittyvistä kysymyksistä määritellään shorttaaminen eli lyhyeksimyyni sellaisen osakkeen tai velkainstrumentin myyntinä, jota myyjä ei omista tehdessään sopimuksen sen myynnistä. Tähän luetaan mukaan myös myynti, jossa myyjä on myyntiä koskevan sopimuksen tekemisen ajankohtana lainannut osakkeen tai velkainstrumentin tai sopinut sen lainaamisesta, jotta se voidaan toimittaa selvityksen toteuttamisajankohtana. (236/2012/EU) Komission asetuksen (552/2016) II liitteen 1 jakson kohdassa 4 d määritellään T&C lyhyen position ottamisena, jonka jälkeen jatketaan myyntejä ja/tai levitetään virheellistä negatiivista tietoa kyseisestä rahoitusvälineestä tai sen liikkeeseenlaskijasta tavoitteena laskea sen hintaa tai houkuttelevuutta muiden ostajien silmissä. Hinnan laskettua hallussa oleva lyhyt positio suljetaan.

Nykypäivänä sekä T&C- että P&D-kaavaa toteutetaan useimmiten jakamalla harhaanjohtavaa tietoa verkossa, olipa se sitten sosiaalisessa mediassa tai erilaisilla keskustelufoorumeilla. T&C-kaava on näistä keinoista harvinaisempi, sillä suurin osa manipulaatiotapauksista keskittyy rahoitusvälineen arvonnousuun sen laskemisen sijaan. Huangin, Chenin ja Chengin (2005, 22) mukaan tämä on johdonmukaista ajatuksen kanssa, että lainsäädäntöä on tiukennettu lyhyeksi myynnin osalta mikä vaikuttaa hinnan alentamista keinotekoisesti.

6 Tutkimustulokset ja pohdinta

Opinnäytetyön tavoitteena oli tutkia miten arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä säännellään Suomessa ja EU:n tasolla. Päättökysymyksen asettelulla pyrittiin tarkastelemaan markkinoiden väärinkäyttöä laajempaan kokonaisuuteen.

Alatutkimuskysymysten tarkoituksena oli rajata tutkimuskohdetta ja kuvailla pörssikurssin vääristämistä sekä sen seurauksia. Tarkastellaan ensin päätutkimuskysymyksen tuloksia; miten pörssikurssin vääristämisestä säännellään Suomessa ja Euroopan unionissa?

Tutkimustulosten mukaan pörssikurssin vääristämisessä säädetään Suomessa arvopaperimarkkinalaissa ja rikoslaissa. AML 1 luvun 2 §:n mukaisesti arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Lain 3 §:ssä kielletään totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksesta säädetään AML 12 luvussa. Euroopan unionin tasolla kurssin vääristämisestä säännellään markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa, jonka 12 artikla sääntelee markkinamanipulaation määritelmän ja 15 artikla kieltää markkinoiden manipuloimisen. Manipulaation lainsäädännöllisiä seuraamuksia tarkasteltiin alaluvussa 4.2.

Alatutkimuskysymyksiä tutkimukselle asetettiin kolme, joista ensimmäinen tutki mitä pörssikurssin vääristäminen tarkoittaa. Pörssikurssin vääristämisen määritelmää kuvattiin luvussa 4, jossa ilmeni määritelmän tarkoittavan toimia joilla manipuloidaan rahoitusvälineiden hintaa eli häiritään arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Vääristämistoimen tavoitteena on muuttaa osakkeen hintaa, kysyntää tai tarjontaa taloudellisen hyödyn saavuttamiseksi.

Toista alatutkimuskysymystä pörssikurssin vääristämiskeinoista tarkasteltiin luvussa 5. Tutkimuksen mukaan pörssikurssin vääristämistoimet voidaan jakaa kolmeen eri luokkaan; toimintaan, informaatioon ja kaupankäyntiin perustuvaan manipulaatioon. Tänä päivänä yleisimmiksi keinoiksi voidaan katsoa informaatioon ja kaupankäyntiin perustuvat manipulaatiotoimet. Lisäksi luvussa esiteltiin neljä erilaista pörssikurssin vääristämistapaa ja esimerkitapauksia.

Alaluku 4.2 tarkasteli kolmatta alatutkimuskysymystä pörssikurssin lainsäädännöllisistä seuraamuksista. Rikoslain mukaan manipuloinnista on tuomittava sakkoihin tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi ja törkeästä manipuloinnista vähintään neljän kuukauden ja enintään neljän vuoden vankeuteen. Suomessa on tarkasteluhetkellä hyvin vähäinen määrä tuomioita arvopaperimarkkinoiden manipulaatiosta, ja tarkastelun

kohteena olleissa esimerkkitapauksissa tekijä on kahdessa tapauksessa tuomittu vankeusrangaistukseen.

Pörssikurssin vääristäminen on hankala määritellä ja vielä hankalampi havaita todellisilla markkinoilla. Vääristämisen määritelmän hankaluus lainsäädännössä kiteytyy ajatukseen, että sallittujen markkinakäytäntöjen keinot on pystyttävä määrittelemään ja erottelemaan hyvin selkeästi ei-sallituista käytännöistä. Taloustieteen malleissa rationaalisen sijoittajan katsotaan tavoittelevan lähes poikkeuksetta maksimaalista hyötyä, mikä on myös taustatekijä pörssikurssin manipuloijan toiminnassa. Näinollen voidaan sanoa, että markkinoiden manipulaatio on johdonmukainen hyödyn maksimoinnin kanssa.

Markkinoiden manipulaatio nähdään yleisesti mikrotason ongelmana, vaikka sillä voi olla systemaattista riskiä lisääviä seuraamuksia markkinoilla. Tämä mikrotason näkökulma johtuu ajatuksesta, jossa tekijä manipuloi yksittäisen yrityksen osakkeen hintaa aiheuttamatta systemaattista riskiä muihin markkinatoimijoihin. Manipulaatiotoimet ovat myös erityisesti keskittyneet senttiosakkeisiin, joilla ei niiden markkinaosuuden vuoksi katsota olevan systemaattista riskiä lisääviä ominaisuuksia. Todellisuudessa manipulaatio kuitenkin vaikuttaa sekä mikrotasolla muihin sijoittajiin että makrotasolla markkinoiden tehokuuteen ja luotettavuuteen. Sijoittajan täytyy voida luottaa siihen, että rahoitusvälineen riski liittyy ainoastaan sen liikellelaskijan kannattavuuteen, eikä markkinoiden toimivuuteen tai epäeettisyyteen. Lainsäädännön tehtävä on taata tämä ns. sijoittajansuoja ja ehkäistä markkinoiden väärinkäyttöä, jotta rahoitusmarkkinoiden ensisijainen tarkoitus, pääoman allokointi, toteutuu tasapuolisesti.

6.1 Tutkimuksen luotettavuus

Opinnäytetyö toteutettiin laadullisena tutkimuksena, ja tällöin on tärkeä arvioida tutkimuksen uskottavuutta ja luotettavuutta. Näitä ominaisuuksia voidaan arvioida mm. tutkimuksen pätevyyden, työn toteuttamisen perusteellisuuden sekä saatujen tulosten oikeellisuuden analysoimisella. Työn perusteellisuudesta puolesta puhuu kattava tietoperusta, jossa käytettiin laajasti eri tyyppisiä ja kansainvälisiä lähteitä. Lähteinä käytettiin kansallisia lakeja, EU:n säädöksiä sekä taloustieteessä yleisesti käytettäviä malleja ja niiden tutkimuksia.

Toinen olennainen asia tutkimuksen luotettavuutta arvioidessa on tutkimuksen yleistettävyyden tai siirrettävyyden, joilla tarkoitetaan tutkimustulosten yleistettävyyttä ja siirrettävyyttä muihin tilanteisiin tai kohteisiin. Opinnäytetyön tuloksia voidaan käyttää myös muissa tilanteissa kun halutaan tutkia arvopaperimarkkinalainsäädäntöä ja etenkin

pörssikurssin vääristämistä. Tutkimuksissa on käsitelty erilaisia näkökulmia samasta aiheesta ja pohdittu niitä kriittisesti.

6.2 Jatkotutkimusmahdollisuudet

Opinnäytetyötä edistäessä tutkimuksesta nousi esiin uusia näkökulmia ja vertailukohteita jatkotutkimuksille. Markkinoiden väärinkäytön lainsäädäntöä ja annettujen rikostuomioiden määrää voidaan mm. vertailla Suomen ja Ruotsin välillä. Lisäksi Suomessa Finanssivalvonnan tutkimia valvontatapauksien määrää ja trendiä voidaan tutkia sekä kvalitatiivisesti että kvantitatiivisesti ja tarkastella onko markkinoiden väärinkäyttörिकosten määrä kasvussa vai onko muutoksen taustalla lainsäädännön tiukennus. Tutkimusta voidaan kehittää myös vertailemalla EU:n lainsäädäntöä arvopaperimarkkinarikosten osalta Yhdysvaltojen ja Aasian lainsäädäntöön. Uusien rahoitusvälineiden kuten kryptovaluuttojen markkinoille tulo aiheuttaa tulevaisuudessa varmasti muutoksia arvopaperimarkkinoiden lainsäädäntöön globaalilla tasolla.

6.3 Opinnäytetyöprosessin ja oman oppimisen arviointi

Aloitin opinnäytetyöprojektin syksyllä 2021 aiheen valinnalla. Aiheen suhteen minulle oli tärkeää, että se liittyy oleellisesti markkinoiden väärinkäyttöön, sillä olen itse seurannut tiiviisti lähinnä Amerikkalaisten vaikuttajien osallistumista erilaisiin kryptohuijauksiin. Hiljattain tapahtunut meemiosake-ilmio vahvisti aiheen valintaa ja sen rajausta entisestään. Opinnäytetyön aiheen ja rajauksen oli tarkoitus tuottaa hyötyä yksityissijoittajille ja muille markkinoista kiinnostuneille. Aihevalinta on ajankohtainen, sillä meemiosakeilmiön myötä monelle yksityissijoittajalle on epäselvää, oliko ilmiössä kyseessä markkinamanipulaatio lainsäädännöllisestä näkökulmasta vaiko ei.

Toteutin opinnäytetyöprosessin kokonaisuudessaan muutaman kuukauden kuluessa kokopäivätyön ohella, joten työn aikataulutuksen tärkeys korostui huomattavasti. Tein alustavan suunnitelman työn toteutuksesta hyvissä ajoin, ja pidin siitä kiinni. Pieniä muutoksia sekä työn rakenteeseen että aikatauluun oli toki tehtävä, mutta pääpiirteittäin työ toteutettiin alkuperäisen suunnitelman mukaisesti. Oma kiinnostus aiheeseen sekä halu valmistua tämän vuoden puolella toimivat hyvinä motivaatiolininä. Opin prosessin aikana paljon sekä valitusta aiheesta että itsestäni tutkimuksen tekijänä. Huomasin etenkin oman kiinnostuksen lainsäädäntöön ja sen taustatekijöihin kasvavan prosessin aikana.

Kehityskohteena työn toteuttamisessa korostuu etenkin tiukka aikataulu, sillä työ olisi varmasti laajempi ja kattavampi jos siihen olisi ollut mahdollista käyttää enemmän aikaa. Olen kuitenkin kokonaisuutena tyytyväinen opinnäytetyöhön, ja tutkimus vastaa sille

asetettuihin kysymyksiin odotetusti. Jatkotutkimusmahdollisuuksiin joita edellä avasin, palaan mielelläni tulevaisuudessa jatko-opintojen myötä.

Lähteet

Allen, F. & Gale, D. 1992. Stock-Price Manipulation. *The Review of Financial Studies*, Volume 5, Issue 3, 503-529. s. 505-507

Allen, F. & Gorton, G. 1992. Stock price manipulation, market microstructure and asymmetric information. *European Economic Review*, 36(2-3), 624, s. 4-9.

Arola, H. 31.1.2017. Sijoittaja Kai Mäkelän tuomio arvopaperirikoksesta säilyi ennallaan hovioikeudessa – kymmenen kuukautta ehdollista vankeutta. *Helsingin Sanomat*.
Luettavissa: <https://www.hs.fi/kotimaa/art-2000005067958.html>. Luettu: 3.11.2021.

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746.

Arvopaperimarkkinalaki (kumottu) 26.5.1989/495.

Buffa, C. 22.12.2016. Läkarstudenterna fällda. *Realtid*. Luettavissa:
<https://www.realtid.se/lakarstudenterna-fallda>. Luettu: 3.11.2021

Chew, C., Gerace, D., Whittaker, C. & Mazzola, P. 2014. Stock Market Manipulation on the Hong Kong Stock Exchange. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 8(4), 105-140. Luettavissa: <https://www.proquest.com/scholarly-journals/stock-market-manipulation-on-hong-kong-exchange/docview/1628903140/se-2>. Luettu: 2.11.2021

Commodity Futures Trading Commission 2016. Federal Court in Chicago Orders U.K. Resident Navinder Singh Sarao to Pay More than \$38 Million in Monetary Sanctions for Price Manipulation and Spoofing. Luettavissa:
<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/7486-16>. Luettu: 7.11.2021.

Corporate Finance Institute s.a. What is Spoofing? Luettavissa:
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/spoofing/>.
Luettu: 21.10.2021

Durston, GJ & McKeon, A. 2020. *The Little Book of Market Manipulation: An Essential Guide to the Law*. Waterside Press. Hook.

European Securities and Markets Authority ESMA 2017. Opinion: Points for convergence in relation to MAR accepted market practices in liquidity contracts. Luettavissa:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-76_opinion_on_point_of_convergence_of_liquidity_contract_amps.pdf. Luettu: 4.11.2021.

European Securities and Markets Authority ESMA 2021. ESMA's Statement on Investment Recommendations on Social Media. Luettavissa:

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-154-2780_esmas_statement_on_investment_recommendations_on_social_media.pdf. Luettu: 4.11.2021.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta (EU) 2010/1095. Annettu 24.11.2010.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä (lyhyeksimyyntiasetus) (EU) 2012/236. Annettu 14.3.2012.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden väärinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (markkinoiden väärinkäyttöasetus) (EU) 2014/596. Annettu 16.4.2014.

The European Free Trade Association s.a. Frequently asked questions on EFTA, the EEA, EFTA membership and Brexit. Luettavissa: <https://www.efta.int/About-EFTA/Frequently-asked-questions-EFTA-EEA-EFTA-membership-and-Brexit-328676>. Luettu: 29.10.2021.

Eurooppayhtiölaki 13.8.2004/742.

Fama, E. 1970. Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Vol 25. No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York. Luettavissa: <http://www.jstor.org/stable/2325486?origin=JSTOR-pdf>. Luettu: 2.11.2021.

Financial Conduct Authority 2021. FCA fines and prohibits trader for market abuse. Luettavissa: <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-fines-and-prohibits-trader-market-abuse>. Luettu: 21.10.2021

Finanssivalvonta 2021. Finanssivalvonnan käsittelemät arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät valvontatapaukset 2011-2021 (H1). Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/tilastot/sanktiot-tutkintapyynnot-ja-arvopaperimarkkinoiden-tutkintatapaukset/>. Luettu: 3.11.2021

Finanssivalvonta 2018. Markkinoiden väärinkäyttöasetus – MAR. Luettavissa: <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/>. Luettu: 21.10.2021

Fletcher, G. 2020. Macroeconomic Consequences of Market Manipulation. Luettavissa: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4941&context=lcp>. Luettu: 25.10.2021

Forsberg, B. 20.3.2018. RÅ överklagar fallet med läkarstudenterna till HD. SvD Näringsliv. Luettavissa: <https://www.svd.se/ra-overklagar-fallet-med-lakarstudenterna-till-hd>. Luettu: 3.11.2021

Green, J. & Torrens, E. 2016. The European market abuse regulation: MAR ado about everything. Journal of Investment Compliance.

Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi 157/1988.

Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi 32/2012.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi 65/2016.

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi 151/2017.

Hamrick, J., Rouhi, F., Mukherjee, A., Feder, A., Gandal, N., Moore, T. & Vasek, M. 2019 An Examination of the Cryptocurrency Pump and Dump Ecosystem. Luettavissa: <https://ssrn.com/abstract=3303365>. Luettu: 19.10.2021.

Huang, Y., Chen, R. & Cheng, Y. 2005. Stock manipulation and its impact on market quality.

Häyrynen, J. 2009. Pörssiväärinkäytökset. Kariston Kirjapaino Oy. Hämeenlinna.

Investopedia 2021. What is Pump-and-Dump? Luettavissa:

<https://www.investopedia.com/terms/p/pumpanddump.asp>. Luettu: 19.10.2021

Kamps, J. & Kleinberg, B. 2018. To the moon: defining and detecting cryptocurrency pump-and-dumps. Crime Science. Luettavissa:

<https://crimesciencejournal.biomedcentral.com/articles/10.1186/s40163-018-0093-5>.

Luettu: 18.10.2021

Komission asetus kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien kaupan järjestelmän toteuttamisesta yhteisössä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/87/EY mukaisen kasvihuonekaasujen päästöoikeuksien huutokaupan ajoituksesta, hallinnoinnista ja muista näkökohdista (EU) 2010/1031. Annettu 12.11.2010.

Komission delegoitu asetus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä kolmansien maiden tiettyihin julkisiin elimiin ja keskuspankkeihin sovellettavan poikkeuksen, markkinoiden manipuloinnin indikaattorien, tietojen julkistamisen raja-arvojen, lykkäämistä koskevat ilmoitukset vastaanottavan toimivaltaisen viranomaisen, suljettuina ajanjaksoina sallitun kaupankäynnin sekä johtohenkilöiden ilmoitettavien liiketoimien tyyppien osalta (EU) 2016/552. Annettu 17.12.2015.

Korhonen, S. & Luhtanen, R. 2013. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö. Edita Publishing Oy. Porvoo.

Krinsky, I. & Lee, J. 1996. Earnings Announcements and the Components of the Bid-Ask Spread. The Journal of Finance vol 51, no. 4. Luettavissa: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb04078.x>. Luettu: 2.11.2021

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 28.12.2017(1070).

Laki luottolaitostoiminnasta 8.8.2014/610.

Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 7.3.2014/7162.

Leising, M., Rojansakul, M. & Pearce, A. 2015. How to catch a spoofer. Bloomberg.

Luettavissa: <https://www.bloomberg.com/graphics/2015-spoofing/>. Luettu: 7.11.2021.

London Stock Exchange Group s.a. Market Abuse Regulation (MAR). Luettavissa: <https://www.lseg.com/markets-products-and-services/post-trade/unavista/regulation/market-abuse-regulation-mar>. Luettu: 21.10.2021

Mei, J., Wu, G. & Zhou, C. 2004. Behavior Based Manipulation: Theory and Prosecution Evidence. s. 4-6

Okada, K. 2006. Size effect and firm size – new relationship with value effect. Security Analyst Journal, Vol.44 No.7. s. 1-23.

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624.

Parkkonen, J. & Knuts, M. 2014. Arvopaperimarkkinalaki. Talentum. Helsinki

Perrone, A. 2020. EU market abuse regulation: The puzzle of enforcement. European Business Organization Law Review. Luettavissa: <http://dx.doi.org/10.1007/s40804-019-00171-x>. Luettu: 1.11.2021

Rikoslaki 19.12.1889/39.

Riyanto, A. & Arifin, Z. 2018. Pump-Dump Manipulation Analysis: The Influence of Market Capitalization and Its Impact on Stock Price Volatility at Indonesia Stock Exchange, Review of Integrative Business and Economics Research, vol. 7, pp. 129-142.

Sajari, P. 9.7.2018. Kuuluisa sijoittaja Kai Mäkelä tuomittiin törkeästä markkinoiden vääristämisestä mediayhtiöiden osakkeilla – Kauppoja tehtiin yli 1700. Helsingin Sanomat. Luettavissa: <https://www.hs.fi/talous/art-2000005749086.html>. Luettu: 3.11.2021.

Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747.

Sijoitusrahastolaki 22.2.2019/213.

Smirnov, Y. 2019. Efficient Market Hypothesis (EMH). Luettavissa: <http://financialmanagementpro.com/efficient-market-hypothesis/>. Luettu: 2.11.2021.