Tampereen yliopisto

Jan-Henrik Haapiainen

SIJOITUSPALVELUIDEN TARJOAMINEN EI-AMMATTIMAISILLE ASIAKKAILLE JA SEN SÄÄNTELYN VAIKUTUKSET

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Marraskuu 2025

TIIVISTELMÄ

Jan-Henrik Haapiainen
Pro gradu -tutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden maisteri
Marraskuu 2025

Sijoituspalvelulaki (747/2012) muodostaa kansallisen sijoituspalveluiden tarjoamista koskevan sääntelyjärjestelmän perustan. Lain taustalla vaikuttavat keskeisesti sijoittajansuojan vahvistamiseen ja rahoitusmarkkinoiden eheyden turvaamiseen liittyvät sääntelypoliittiset tavoitteet. Käytännön soveltamisessa lainsäädännön tavoitteiden tehokas toteutuminen ei kuitenkaan ole itsestään selvää. Erityistä merkitystä sääntelyssä on sijoituspalvelulain 10 luvulla, jossa määritellään asiakassuhteissa noudatettavat menettelytavat sijoituspalveluiden tarjoamisessa.

Tämän tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten sijoituspalvelulain (747/2012) 10 luvun menettelysäännökset toteuttavat lainsäätäjän tavoitteita ei-ammattimaisten sijoittajien suojaamisessa ja millaisia vaikutuksia sijoituspalveluiden sääntelyllä on eri sidosryhmiin. Tutkielmassa arvioidaan, kuinka tehokkaasti sääntely ohjaa palveluntarjoajien toimintaa ja missä määrin lainsäätäjän asettamat tavoitteet asiakassuhteiden hoidossa toteutuvat. Erityistä huomiota kiinnitetään siihen, miten sijoituspalvelulain säännökset vaikuttavat palveluiden saatavuuteen, kustannusrakenteeseen ja sijoittajansuojan toteutumiseen. Tavoitteena on ymmärtää, millä tavoin sääntely muokkaa markkinakäyttäytymistä sekä millaisia ennakoimattomia tai ei-toivottuja seurauksia voi syntyä, mikäli sääntely koetaan liian rajoittavana tai hallinnollisesti kuormittavana. Lisäksi tutkielmassa tarkastellaan sijoittajien luottamuksen kehitystä ja sijoituspalveluiden sääntelyn laajempia yhteiskunnallisia vaikutuksia.

Tutkimusmenetelmänä hyödynnetään ensisijaisesti lainoppia, jonka avulla tulkitaan ja systematisoidaan kansallista sijoituspalvelulainsäädäntöä, siihen liittyvää EU-sääntelyä, oikeuskäytäntöä, lain esitöitä sekä aihepiirin oikeuskirjallisuutta. Lainopillisen tarkastelun rinnalla hyödynnetään oikeustaloustieteellistä näkökulmaa, jonka avulla arvioidaan sääntelyn taloudellisia vaikutuksia ja sen heijastumista sijoituspalveluiden kustannusrakenteeseen. Tutkimuksessa tarkastellaan sijoituspalvelulain 10 luvun keskeisiä menettelysäännöksiä, erityisesti tiedonantovelvollisuutta ja soveltuvuusarviointia, sekä niiden vaikutuksia asiakkaisiin, palveluntarjoajiin ja rahoitusmarkkinoihin. Arvopaperilautakunnan ratkaisukäytännön perusteella korostuu näiden velvoitteiden keskeinen merkitys sijoittajansuojan toteutumisessa.

Tutkimuksessa havaitaan, että tiedollinen epäsymmetria asiakkaan ja palveluntarjoajan välillä luo perusteen sijoituspalveluiden sääntelylle. Menettelynormit lisäävät sijoittajansuojaa ja vähentävät informaation epätasapainoa, mutta niiden noudattamisesta aiheutuvat kustannukset voivat heijastua asiakkaiden maksettavaksi. Tutkielman perusteella sijoituspalvelulain 10 luvun menettelysäännökset, erityisesti tiedonantovelvollisuutta ja soveltuvuusarviointia koskevat määräykset, osoittautuvat keskeisiksi ei-ammattimaisten sijoittajien suojan toteutumisessa. Tutkielmassa todetaan, että lainsäätäjä on tiedostanut sääntelyn lisääntymisen aiheuttamat kustannuspaineet palveluntarjoajille, erityisesti pienemmille toimijoille, joihin sääntelyrasite kohdistuu suhteellisesti voimakkaammin.

Avainsanat: sijoituspalvelulaki, lainsäätäjän tavoitteet, sijoituspalveluntarjoaja, MIFID II -direktiivi, ei-ammattimainen asiakas

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin Originality Check -ohjelmalla.

TEKOÄLYN KÄYTTÖ OPINNÄYTTEESSÄ

Opinnäytteessäni on käytetty tekoälysovelluksia:

☒ Ei
☐ Kyllä

SISÄLLYS

LÄHTEET VI

LYHENNELUETTELO VIII

1 JOHDANTO 1

1.1 Taustaa 1

1.2 Tutkimusongelma 3

1.3 Tutkimuskysymys ja rajaukset 5

1.4 Tutkimusmetodi 6

1.5 Tutkielman lähteet 7

1.6 Tutkielman rakenne 9

2 SIJOITUSPALVELUITA KOSKEVAN SÄÄNTELYN TAUSTA 11

2.1 Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn vaikutukset 11

2.2 Syyt sijoituspalvelun tarjoamisen sääntelylle 12

2.3 Heikomman suojan merkitys sijoituspalveluiden sääntelyssä 17

2.4 Sijoitusneuvonta asiantuntijapalveluna 20

2.5 Sijoituspalveluihin liittyvän sääntelyn transaktiokustannukset 21

3 SIJOITUSPALVELULAIN ASIAKASMENETTELYJÄ KOSKEVIEN SÄÄNNÖSTEN KÄYTÄNNÖN TOTEUTUS 25

3.1 Sijoitusneuvonnan määritelmä 25

3.2 Asiakkaan luokitteleminen ja sopimus palveluiden tarjoamisesta 26

3.3 Menettelyt asiakassuhteessa sijoituspalvelulain mukaan 27

3.4 Asiakkaan tunteminen 27

3.5 Kannustinkielto ja riippumattomuus sijoitusneuvonnassa 28

3.6 Tiedonantovelvollisuus 29

3.7 Soveltuvuusarviointi 34

3.8 Sijoituspalvelulaissa määritettyjen velvoitteiden laiminlyönti 37

4 SIJOITUSPALVELULAISSA ASETETTUJEN VELVOITTEIDEN VAIKUTUKSET SIDOSRYHMIIN 40

4.1 Vaikutukset palveluntarjoajiin 40

4.2 Vaikutukset ei-ammattimaisille asiakkaille 43

4.3 Vaikutukset rahoitusmarkkinoihin ja kilpailuun 49

5 ARVOPAPERILAUTAKUNNAN MERKITYS SIJOITUSPALVELULAIN ASETTAMIEN VELVOITTEIDEN TOTEUTUMISEN ARVIOINNISSA 51

5.1 Arvopaperilautakunnan merkitys ja tapaukset 51

5.1.1 Tapaus 1 – FINE 042518 53
5.1.2 Tapaus 2 – FINE 016298 (2019) 54
5.1.3 Tapaus 3 – FINE 009307 (2018) 55
5.1.4 FINE- tapausten yhteenveto 56
6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA 57
6.1 Tutkielman johtopäätökset ja tutkimuskysymykseen vastaaminen 57
6.2 Pohdintaa nykyisen sääntelyn tilasta 59
6.3 Jatkotutkimusaiheita 60

LÄHTEET

Kirjallisuus

Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, *84*(3), 488–500. Saatavilla internet-sivuilla: https://doi.org/10.2307/1879431

Bosworth, Barry, and Aaron Flaaen. "America's Financial Crisis: The End of an Era." *The Global Financial Crisis and Asia*, Oxford University Press, 2012. Saatavilla internet-sivuilla: https://doi.org/10.1093/ac-prof:oso/9780199660957.003.0002.

Ercegovac, Roberto, and Petra Maslać. "Banking System Compliance With MIFID II Regulation: Consequences and Challenges." Journal of Accounting & Management, vol. IX, no. 1, 2019, pp. 41–.

Fröberg, Emelie, and Michael Halling. "Do Investors Benefit from MiFID II Unbundling?" Journal of Corporate Finance, vol. 87, 2024. Saatavilla internet-sivuilla: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2024.102615.

Gortsos, Christos. "Stricto Sensu Investor Protection Under the 'MiFID II': A Systematic Onervien of Articles 24-30." *SSRN Electronic Journal*. Saatavilla internet-sivuilla: https://doi.org/10.2139/ssrn.2983776.

Göb, Wolfgang. "Disclosure of Costs and Charges under Article 24 MiFID II." Journal of Securities Operations & Custody, vol. 10, no. 1, 2018, pp. 18–28. Saatavilla internet-sivuilla: https://doi.org/10.69554/LHLQ5594

Hirvonen, Ari. Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki: Talentum, 2011.

Hoppu, Kari. Sijoituspalvelusopimukset. WSOYpro, 2009.

Islam, S.T., Khan, M.Y.H. (2019). Evaluating the changes in the European Banking Regulation – MiFID and its possible effects on the Global Economy: A Theoretical Study. *Financial Markets, Institutions and Risks, 3*(4), 24–31. Saatavilla internet-sivuilla: http://doi.org/10.21272/fmir.3(4).24-31.2019.

Knüpfer, Samuli, ym. Moderni rahoitus. 13. uudistettu painos. Alma Insights, 2024.

Luukkonen Yli-Rahnasto, Marja. Reklamaatiovelvollisuus. Alma Talent, 2021.

Jomini Patrick, Effects of inappropriate financial regulation. Policy brief March 2011.

Saarnilehto, Ari, ja Vesa Annola. *Sopimusoikeuden perusteet*. 8., Uudistettu painos., Alma Talent, 2018.

Salo, M. (2016). Sijoittamisen ohjaaminen: sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa. Alma Talent.

J.P.Morgan : Transaction costs explained Getting to grips with charging disclosure under MiFID II and PRIIPs December 2023

Turtiainen, Matti. Sijoituspalvelut ja asiakas. 1. painos. Alma Talent, 2018.

Vahtera, Veikko. Osakeomistuksen riski ja sääntely. CC Lakimiesliiton kustannus, 2011.

Wuolijoki, Sakari. Pankin neuvontavastuu: varallisuusoikeudellinen tutkimus pankin neuvonta- ja tiedonantovelvollisuuksista. CC Lakimiesliiton kustannus, 2009.

Yeoh, Peter. "MiFID II Key Concerns." Journal of Financial Regulation and Compliance, vol. 27, no. 1, 2019, pp. 110–123. Saatavilla internet-sivuilla: https://doi.org/10.1108/JFRC-04-2018- 0062

Virallislähteet

ESMA. Ohjeet tietämyksen ja pätevyyden arviointiin. 2015.

ESMA. Ohjeet MiFID II:n soveltuvuusvaatimuksista eräiltä osin. 2023.

Euroopan komissio. Commission Staff Working Paper – Impact Assessment accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Markets in Financial Instruments (Recast). SEC(2011) 1226 final, 2011.

Euroopan komissio. Commission Staff Working Paper – Impact Assessment. SEC(2011) 1226 final, Bryssel 20.10.2011.

Euroopan parlamentti ja neuvosto. Direktiivi 2014/65/EU, annettu 15.5.2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (MiFID II).

Finanssivalvonta. Lausunto 41/02.01.03/2020. 2020.

Finanssivalvonta. Teemaraportti: Kestävyysvaatimusten noudattaminen sijoituspalvelun tarjoajien soveltuvuusarvioinnissa ja kohdemarkkinasääntelyssä. n.d.

Finanssivalvonta.Teema-arvio sijoituspalvelujen ja -tuotteiden kulujen raportoinnista asiakkaille 2022

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

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain ja Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi HE 16/2021

Suomen Pankki. Selvitys finanssikriisin vaikutuksista Suomen talouteen. 2011. Saatavilla internet-sivuilla: https://urn.fi/URN:NBN:fi:bof-20140807703

Suomen virallinen tilasto (SVT). Kotitalouksien varallisuus [verkkojulkaisu]. ISSN 2242-3214. Helsinki: Tilastokeskus. Saatavilla internet-sivuilla: https://stat.fi/tilasto/vtutk

Lautakuntaratkaisut

FINE 042518

FINE 016298

FINE 009307

LYHENNELUETTELO

ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
FINE	Vakuutus- ja rahoitusneuvonta
MIFID II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta.

MIFIR	Markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/20

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa

Rahoitusmarkkinoiden yksi keskeisimmistä rooleista on rahoituksen välittäminen. Rahoitusmarkkinat vaikuttavat talouden makrotason toimintaan sekä yksilöiden taloudellisiin mahdollisuuksiin. Rahoitusmarkkinat toimivat välikätenä, joka mahdollistaa pääoman tarjoamisen sitä tarvitseville toimijoille, mahdollistaen samalla sijoittajille väylän säästöjen sijoittamiseen sekä varallisuuden kasvattamiseen.[1] Rahoitusmarkkinat eivät ainoastaan yhdistä pääoman tarjoajia ja tarvitsijoita, vaan rahoitusmarkkinat mahdollistavat myös riskien hallitsemisen mahdollistamalla varallisuuden hajauttamisen eri omaisuusluokkiin ja resurssien tehokkaan kohdentamisen[2]. Yksinkertaisuudessaan tämä tarkoittaa sitä, että toimija, jolla on ylimääräisiä resursseja, mutta ei halukkuutta tai osaamista luoda innovaatioita, voi mahdollistaa innovaatioiden luomisen tarjoamalla rahoitusta sellaiselle toimijalle, jolla on innovatiivisuutta, mutta ei resursseja. Tällainen pääomien kohdentuminen mahdollistaa investoimisen taloudessa, joka on aivan välttämätöntä talouskasvulle ja innovaatioiden edistämiselle[3].

Rahoitusmarkkinat toimivat lisäksi informaation välittäjänä, mahdollistaen esimerkiksi sijoittajille informoitujen päätöksien tekemisen[4]. Markkinoiden toimiessa tehokkaasti, arvopapereiden hinnat heijastavat talouden todellista tilannetta, mikä auttaa sijoittajia tekemään informoituja päätöksiä[5]. Kun sijoittajat pääsevät käsiksi informaatioon, jonka pohjalta he voivat tehdä itselleen sopivia päätöksiä, luottamus markkinoita kohtaan vahvistuu, mikä luo puolestaan vakautta talouteen. Markkinoiden vakaus ja luottamus rohkaisevat myös yksityishenkilöitä sekä kotitalouksia sijoittamaan ja säästämään varallisuuttaan. Tämä on

[1] Knupfer 2024 s. 50.
[2] Knupfer 2024 s. 50.
[3] Knupfer 2024 s. 51.
[4] Knupfer 2024 s. 51.
[5] Wuolijoki 2009 s. 50.

yhteiskunnallisesti merkittävää, sillä yksilön oma vastuu taloudestaan kasvattaa merkitystään.

Rahoitusmarkkinoiden toiminnassa esiintyy myös häiriöitä, kuten vuoden 2008 finanssikriisi osoitti. Ylivelkaantuminen, monimutkaiset rahoitustuotteet ja sääntelyn puuttuminen loivat globaaliin taloudelliseen järjestelmään haavoittuvuuksia, joilla oli merkittäviä vaikutuksia talouteen sekä yksittäisten ihmisten elämään[6]. Monimutkaisessa rahoitusmarkkinoiden ympäristössä toimiminen vaatii asioihin perehtymistä, jonka vuoksi tavallisen yksityishenkilön voi olla hankalaa tehdä aidosti informoituja ja oman etunsa mukaisia päätöksiä. Näin ollen vakauden ja luottamuksen turvaamiseksi on oleellista luoda säännöt, joita rahoitusmarkkinoilla toimivat tahot noudattavat. Tämän vuoksi tarvitaan mahdollisimman yhtenäinen sääntelyjärjestelmä, jonka avulla pystytään ehkäisemään tulevia rahoitusmarkkinoiden kriisejä.

Rahoitusmarkkinoiden sääntelyllä pyritään ylläpitämään tasapainoa markkinoilla. Euroopan unionin alueella sääntely, erityisesti pankkisektorilla on muuttunut merkittävästi viimeisen kahden vuosikymmenen aikana. Yksi merkittävimmistä Suomen kansalliseen lainsäädäntöön vaikuttaneista muutoksista oli Euroopan parlamentin ja neuvoston antaman direktiivin (MIFID II) saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä sekä asetuksen (MIFIR) soveltamisen aloittaminen 3.1.2018 alkaen[7]. Hallituksen esityksen 151/2017 mukaan yksi muutoksen taustalla olleista tekijöistä on ollut tarve yhtenäistää rahoituksellisia standardeja, vähentää markkinariskiä ja lisätä sijoittajansuojaa[8].

Sijoittajansuojaa voidaan pitää äärimmäisen tärkeänä markkinoiden toimivuudelle. Yleensä yksittäisellä sijoittajalla, etenkin yksityishenkilöllä on vähemmän informaatiota tarjolla sijoituspäätösten tueksi[9]. Näin ollen lainsäätäjällä on tärkeä tehtävä luoda sääntelyjärjestelmä, jossa sijoittajilla on luottamus markkinoiden integriteettiin. Mikäli luottamusta ei ole, riskinä on sijoittajien poistuminen rahoitusmarkkinoilta ja näin ollen varojen allokaatio ei toteutuisi. Wuolijoen mukaan

[6] Kts. Suomen pankin selvitys Finanssikriisin vaikutuksista Suomen talouteen vuodelta 2011.
[7] HE 151/2017 s. 87.
[8] Kts. HE 151/2017 s. 109.
[9] Wuolijoki 2009 s. 157.

monimutkaisessa toimintaympäristössä informaatio ja sen ymmärtäminen jakautuvat usein epätasaisesti, mikä antaa mahdollisuuden eri tahoille hyväksikäyttää informaation epäsymmetriaa, mikä voi horjuttaa luottamusta markkinoiden toimintaan[10].

Tutkielman tarkoituksena on tutkia sijoituspalveluiden tarjoamista ei-ammattimaisille asiakkaille ja sääntelyn vaikutuksia eri sidosryhmille. Tutkielmassa pyritään muodostamaan kattava kuva siitä, millaisia vaikutuksia sääntelyllä on sijoituspalveluntarjoajien ja ei -ammattimaisten asiakkaiden asemaan. Lainsäätäjän tavoitteiden läpikäyminen ja analysointi avaavat niitä taustoja, jonka pohjalle lainsäädäntö on rakennettu.

1.2 Tutkimusongelma

Sijoituspalvelulaki (747/2012) muodostaa kansallisen sijoituspalveluiden tarjoamista koskevan lainsäädännön perustan. Kyseinen laki pohjautuu laajalti Euroopan unionin rahoitusmarkkinoita koskevaan normistoon ja erityisesti MIFID II -direktiiviin[11]. Sijoituspalvelulain taustalla vaikuttaa erilaiset sääntelypoliittiset tavoitteet, jotka liittyvät ensisijaisesti sijoittajansuojan vahvistamiseen, jonka tarkoituksena on varmistaa rahoitusmarkkinoiden eheys ja luottamus. Sijoituspalvelusääntely on luonteeltaan pakottavaa lainsäädäntöä, mikä ilmentää lainsäätäjän näkemystä siitä, mitä sijoituspalveluiden tarjoajien täytyy ottaa huomioon asiakassuhteen hoidossa.

Lainsäädännön soveltaminen käytännössä ei kuitenkaan aina johda lainsäätäjän tavoitteiden tehokkaaseen toteutumiseen. Tässä tutkielmassa keskitytään sijoituspalvelulain 10 lukuun, jossa määritellään sellaiset menettelytavat asiakassuhteessa, joita sijoituspalvelun tarjoajien täytyy noudattaa. Analyysin kohteena on erityisesti lainsäätäjän tavoitteiden toteutuminen sijoituspalvelulain 10 luvun asiakassuhdetta koskevissa menettelysäännöksissä, joita tarkastellaan tutkielmassa sekä lainopillisesta, että käytännön vaikutusten näkökulmasta. Tutkielmassa

[10] Wuolijoki 2009 s. 157.
[11] Salo 2016 s. 48.

arvioidaan, kuinka tehokkaasti lainsäädäntö ohjaa palveluntarjoajien toimintaa ja missä määrin lainsäätäjän asettamat tavoitteet asiakassuhteen hoidossa toteutuvat.

Tutkielmassa kiinnitetään huomiota siihen, millainen vaikutus sijoituspalvelulain sääntelyn käytännön toteutuksella on palveluiden saatavuuteen, kustannusrakenteeseen sekä sijoittajansuojan toteutumiseen. Tutkielmassa keskitytään erityisesti ei-ammattimaisten sijoittajien näkökulmaan. Tämä on mielekästä, sillä erityisesti laajaa sijoittajansuojaa ja siihen liittyviä velvoitteita sovelletaan laajasti ainoastaan ei-ammattimaisiin asiakkaisiin[12]. Näin ollen keskittyminen kaikkiin lainsäädännön mahdollistamiin asiakkaiden luokitteluihin ei olisi mielekästä ja olennaisin kuva lainsäätäjän tavoitteiden toteutumisesta sijoittajansuojan osalta saadaan keskittymällä ainoastaan ei-ammattimaisiin sijoittajiin.

Tavoitteena on ymmärtää, millä tavoin sääntely muokkaa markkinakäyttäytymistä sekä millaisia mahdollisia ennakoimattomia tai ei- toivottuja seurauksia voi syntyä, mikäli sääntely koetaan liian rajoittavana tai hallinnollisesti raskaana. Tutkielmassa pyritään tarkastelemaan lisäksi sijoittajien luottamuksen kehitystä sääntelyn kiristyessä. Onko sijoituspalvelulain käytännön soveltaminen onnistunut vahvistamaan sijoittajien luottamusta rahoitusmarkkinoiden toimintaan, vai onko sääntelyn kiristymisestä koitunut ensisijaisesti kustannusten nousua ja sijoituspalveluiden tarjonnan vähentymistä? Tutkielmassa arvioidaan sitä, realisoituuko sääntelyn toteuttaminen käytännön sijoittajansuojan vahvistumisena, vai aiheuttaako sääntely sijoituspalveluiden tarjoajille esteitä, jotka kaventavat palveluiden tarjontaa ja heikentävät asiakkaiden kokonaishyötyä.

Tutkielmassa tarkastellaan lisäksi sijoituspalveluiden sääntelyn laajempia yhteiskunnallisia vaikutuksia. Voidaan olettaa, että lainsäätäjän tavoitteena on tarjota kaikille sijoittajille tasapuolinen mahdollisuus päästä käsiksi sijoituspalveluihin, riippumatta kokemuksesta, osaamisesta tai varallisuuden määrästä. Kuitenkin sijoituspalveluiden tarjoajien näkökulmasta lainsäädännön vaatimusten käytännön toteutus voi osoittautua vaikeaksi ja kalliiksi, mikä voi heijastaa siihen, kenelle ja millä ehdoilla sijoituspalveluita tarjotaan. Tällaiset vaikutukset voidaan olettaa olevan ristiriidassa lainsäätäjän tavoitteiden kanssa. Tutkielma huomioi myös

[12] Turtiainen 2018 s. 173.

teknologisen kehityksen ja digitaalisten palveluiden yleistymisen palveluntarjonnassa.

1.3 Tutkimuskysymys ja rajaukset

Tutkielman päätutkimuskysymys on muotoiltu seuraavasti: Miten sijoituspalvelulain 10 luvussa määritellyt menettelysäännökset, erityisesti sijoitusneuvontaa koskeva sääntely, toteuttavat lainsäätäjän asettamia tavoitteita ei-ammattimaisten asiakkaiden suojaamisessa, ja millaisia vaikutuksia tällä sääntelyllä on palveluntarjoajien, asiakkaiden ja markkinoiden toimintaan?

Tutkimus on rajattu seuraavasti: Tutkielmassa keskitytään sijoituspalvelulain 10 luvun asiakassuhdetta koskeviin menettelysäännöksiin, erityisesti sijoitusneuvontaan liittyviin velvoitteisiin, kuten asiakkaan luokitteluun, asiakkaan tuntemiseen, tiedonantovelvollisuuteen, soveltuvuusarviointiin ja kannustinkieltoon. Muihin sijoituspalvelulain osiin viitataan vain siltä osin, kuin ne ovat välttämättömiä kokonaisuuden kannalta. Henkilölliseltä rajaukselta tutkimus tarkastelee sääntelyn vaikutuksia ei-ammattimaisten sijoittajien näkökulmasta. Ammattimaiset sijoittajat ja hyväksytyt vastapuolet jätetään syvemmän tarkastelun ulkopuolelle. Maantieteelliseltä rajaukselta keskitytään Suomeen ja Euroopan unionin alueelle.

1.4 Tutkimusmetodi

Tutkielmassa sovelletaan lainopillista eli oikeusdogmaattista tutkimusmenetelmää, joka perustuu voimassa olevan oikeuden systemaattiseen tulkintaan ja jäsentämiseen[13]. Tarkastelun kohteena on erityisesti sijoituspalvelulain 10 luvun säännökset sekä niihin perustuva, sekä niitä täydentävä Euroopan unionin rahoitusmarkkinoita koskeva sääntely. Oikeusdogmaattinen tutkimusmenetelmä mahdollistaa lainsäädännön sisällön selkeyttämisen ja tulkinnan, mikä on olennaista tutkittaessa sääntelyn vaikutuksia. Hirvosen mukaan lainopilla voidaan esittää tulkintakannanottoja, joissa esitetään väittämiä oikeusnormien sisällöstä. Tämä on oleellista, kun analysoidaan lainsäätäjän tavoitteita ja niiden toteutumista. Tutkielmassa hyödynnetään lähteenä lainvalmisteluaineistoja, viranomaisten antamia ohjeita ja kannanottoja, sekä ratkaisukäytäntöä, sillä näiden aineistojen pohjalta voidaan luoda tulkintakannanottoja oikeusnormien vaikutuksista ja sisällöstä. Lainvalmisteluasiakirjat, kuten hallituksen esitykset tarjoavat keskeistä informaatiota lainsäätäjän tavoitteista ja siitä, mitä oikeusnormeilla pyritään saavuttamaan.

Vaikka tutkimuksen ydin perustuu lainopilliseen metodiin, tutkielmassa tarkastellaan myös sijoituspalveluiden kustannusrakenteen muutoksia. Täten tutkielmassa hyödynnetään lisäksi oikeustaloustieteellistä näkökulmaa. Oikeustaloustiede tarkastelee oikeudellisten normien vaikutusta taloudellisesta näkökulmasta[14]. Taloustieteellisestä näkökulmasta sijoituspalvelumarkkinoita ei voida pitää täydellisinä markkinoina, joissa osapuolet toimivat täydellisen informaation varassa, ja jossa transaktiokustannuksia ei synny[15]. Rahoitusmarkkinoiden ollessa moniulotteiset ja monimutkaiset, tämä johtaa väistämättä tilanteeseen, jossa osapuolten välillä vallitsee tiedollista epäsymmetriaa, mikä tekee sääntelystä olennaisen osan vakauden ja oikeudenmukaisuuden turvaamisessa. Sääntelyn tehtävänä voidaankin katsoa olevan sellaisten puitteiden luominen, jossa päätöksenteko voi

[13] Hirvonen 2011 s. 21.
[14] Hirvonen 2011 s. 30.
[15] Vahtera 2011 s. 39.

pohjautua riittävään informaation ja jossa informaation epäsymmetria osapuolten välillä voidaan minimoida[16].

Lainsäädäntö näyttäytyy siis mahdollistajana, sekä rajoittavana toimijana. Toisaalta sääntelyn tavoitteet pohjautuvat vaihdannan ja markkinoiden luotettavan toiminnan turvaamiseen, mutta samalla ne voivat asettaa rajoitteita palveluntarjoajien liiketoimintamalleille ja näin vaikuttaa palveluiden saatavuuteen.

Tutkielmassa keskitytään lisäksi sijoituspalveluntarjoajiin kohdistuviin transaktiokustannuksiin. Sääntelyn voidaan katsoa alentavan transaktiokustannuksia osapuolten välillä silloin, kun se luo ennakoitavia oikeudellisia rakenteita, jotka vähentävät osapuolten tarvetta käyttää resursseja informaation hankkimiseen ja sopimusriskien arviointiin[17]. Tällaisessa tilanteessa sääntely voi luoda standardoidun toimintatavan vaihdannan toteutumiselle, mikä saattaisi johtaa tehokkaampaan vaihdantaan.

Monitieteinen lähestymistapa on transaktiokustannusanalyysin näkökulmasta perusteltua, sillä lainopillinen tarkastelu ei yksin riitä kuvaamaan sääntelyn taloudellisia vaikutuksia. Taloustieteellinen näkökulma tarjoaa keinot arvioida sääntelyn tehokkuutta, kustannusvaikutuksia ja näiden kohdentumista markkinaosapuolten välillä. Sääntelyn tavoitteiden toteutumista arvioitaessa on otettava huomioon oikeudelliset sekä taloudelliset vaikutukset, sillä niiden yhteisanalyysilla saadaan laajempi kuva sääntelyn todellisista vaikutuksista.

1.5 Tutkielman lähteet

Laadukkaat ja relevantit lähteet ovat kaiken tutkimuksen perusta. Tämän tutkielman ensisijaiset lähteet muodostavat kokonaisuuden, jonka pohjalta pyritään luomaan kattava kuva lainsäätäjän tavoitteiden toteutumisesta ja arvioimaan sitä, millaisia vaikutuksia lainsäädännöllä on ollut sijoituspalveluiden tarjoajiin ja palveluiden käyttäjiin.

[16] Vahtera 2011 s. 46.
[17] Vahtera 2011 s. 47.

Tutkielman ensisijaisiin lähteisiin kuuluu aiheeseen liittyvä lainsäädäntö, oikeuskäytäntö, lautakuntaratkaisut ja lainvalmisteluaineistot ja viranomaisten ohjeistukset. Jotta sijoituspalvelulain vaikutuksia voidaan analysoida, on oleellista arvioida myös Euroopan unionin alueella tehtyä tutkimusta MIFID II-direktiivin vaikutuksista.

Ensisijainen oikeuslähde on sijoituspalvelulaki, joka on Suomen eduskunnan säätämä laki, jossa määritellään sijoituspalveluiden tarjoamiseen liittyvät oikeudet ja velvollisuudet. Sijoituspalvelulaki pohjautuu merkittävästi Euroopan unionin lainsäädäntöön, erityisesti MIFID II-direktiiviin[18]. Tämä direktiivi on keskinen tutkimuksen kannalta, sillä se on pohjimmainen määrittelevä tekijä sijoituspalvelulain taustalla. Direktiivin tavoitteisiin kuuluu sijoittajansuojan parantaminen, markkinoiden läpinäkyvyyden lisääminen ja kilpailun edistäminen[19].

Lainsäätäjän tavoitteiden toteutumista voidaan arvioida myös oikeuskäytännön pohjalta. Oikeuskäytäntö ja viranomaisten suositukset ja ratkaisut tarjoavat olennaisen lähteen lainsäädännön tulkinnassa ja soveltamisessa. Arvopaperilautakunnan ratkaisut ovat olennaisia, sillä niistä nähdään käytännön tasolla, miten lainsäädännön soveltaminen sijoituspalveluiden tarjonnassa näkyy esimerkiksi sijoittajansuojan toteutumisena. Nämä ratkaisut tarjoavat näkökulmia siihen, miten sijoituspalvelulain säännöksiä on tulkittu sijoituspalveluiden tarjoajan ja asiakkaiden välisissä kiistoissa. Arvopaperilautakunnan ratkaisujen sisällöllinen analyysi sekä kantelujen määrä tarjoaa tietoa sääntelyn toimivuudesta. Kuitenkin tutkielman kannalta tärkeintä on arvopaperilautakunnan ratkaisujen sisällöllinen analyysi, jossa nähdään, missä tilanteissa säännöksiä on mahdollisesti rikottu tai tulkittu eri tavoin.

Lainvalmisteluaineistot antavat arvokasta tietoa lain taustalla olevista tavoitteista. Valmisteluaineistoissa on usein huomioitu myös yhteiskunnallisia vaikutuksia laajasti. Hallituksen esitykset, valiokunnan mietinnöt ja asiantuntijan lausunnot ovat tutkielman kannalta keskeisiä, kun keskitytään lainsäätäjän tavoitteisiin ja niiden toteutumiseen.

[18] Turtiainen 2018 s. 17.
[19] Kts. MIFID II-direktiivi s. 1.

1.6 Tutkielman rakenne

Tutkielma etenee kuudessa pääluvussa, joissa käsittely etenee taustasta yksityiskohtaisempaan sääntelyn analysointiin ja lopulta johtopäätöksiin. Ensimmäisessä luvussa johdatellaan aiheeseen kuvaamalla rahoitusmarkkinoiden yleisiä piirteitä talouden toimivuuden ja markkinoiden vakauden näkökulmasta. Luvussa määritellään lisäksi tutkimusongelma ja rajaukset, esitetään tutkimusmetodi ja tarkastellaan keskeisimpiä lähteitä.

Toisessa luvussa muodostetaan tutkielman teoreettinen tausta. Luvussa tarkastellaan sijoituspalveluiden sääntelyn perusteita, sekä taloudellisesta, että oikeudellisesta näkökulmasta. Käsittely kattaa epäsymmetrisen informaation merkitystä, heikomman osapuolen suojan periaatteita, sijoitusneuvonnan luonnetta asiantuntijapalveluna sekä sääntelyn vaikutuksia transaktiokustannusksiin.

Kolmannessa luvussa siirrytään tarkastelemaan käytännössä sitä, mitä menettelyvelvoitteita sijoituspalvelulaki asettaa sijoituspalveluntarjoajille. Luku kattaa muun muassa asiakkaan luokitteluun, asiakkaan tuntemiseen, kannustinkiellon vaikutuksiin, tiedonantovelvollisuuteen ja soveltuvuusarviointiin liittyviä velvoitteita. Luvussa käydään läpi tarkasti niitä velvoitteita, joita sijoituspalveluntarjoajat joutuvat noudattamaan tarjotessaan sijoituspalveluita ei-ammattimaisille asiakkaille. Luvussa hyödynnetään viranomaisohjeistuksia ja raportteja lainsäädännön lisäksi.

Neljännessä luvussa tarkastellaan sijoitusneuvontaa koskevan sääntelyn käytännön vaikutuksia. Tarkasteluun on valittu palveluntarjoajat, ei-ammattimaiset sijoittajat ja yleisesti rahoitusmarkkinat ja kilpailudynamiikka. Luvussa hyödynnetään lainvalmisteluaineistoja ja kansainvälistä kirjallisuutta. Sääntelyn vaikutuksia on mielekästä tutkia myös laajemmin kuin ainoastaan sijoituspalveluita kuluttavien asiakkaiden osalta, sillä rahoitusmarkkinoiden toiminnalla ja palveluntarjoajien välisellä kilpailudynamiikalla on suora yhteys sijoituspalveluita kuluttavien asiakkaiden saamaan palveluun.

Viidennessä luvussa luodaan vaikutusarviota sääntelyn toteutumisesta arvopaperilautakunnan ratkaisujen perusteella. Ratkaisukäytännöistä nähtiin, miten

kolmannessa luvussa esitetyt menettelyvelvoitteet toteutuvat käytännössä ja millaisia ristiriitoja näissä voi syntyä palveluntarjoajan ja asiakkaan välillä. Ratkaisuiden analysointia rajoittaa kuitenkin niiden rajallinen määrä. Mitään tilastollista johtopäätöstä ei näistä voi tehdä, vaan ratkaisujen analysoinnin perusteena on antaa kuvaa siitä, millaisia erimielisyyksiä sijoituspalveluntarjoajan ja asiakkaan välillä saattaa syntyä.

Kuudennessa luvussa kootaan tutkielman keskeiset johtopäätökset ja arvioidaan, missä määrin sijoituspalvelulain menettelysäännökset toteutuvat lainsäätäjän asettamien tavoitteiden mukaisesti. Tässä luvussa myös pohditaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyn tulevaisuutta.

2 SIJOITUSPALVELUITA KOSKEVAN SÄÄNTELYN TAUSTA

2.1 Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn vaikutukset

Rahoitusmarkkinoiden sääntelyllä on tarkoituksena tukea vakautta, suojata kuluttajia, parantaa informaation saatavuutta ja rajoittaa liiallista riskinottoa[20]. Yliregulaatiolla kuitenkin voidaan tuoda liiallisia kustannuksia rahoitusmarkkinoiden toimijoille ja tällä tavoin vahingoittaa talouden toimintaa. Tällöin mahdollisuutena on pääoman hinnan kasvaminen ja näin ollen talouskasvun heikentyminen[21]. Sääntelytoimilla on positiivia ja negatiivisia vaikutuksia. Esimerkiksi vakavaraisuusvaatimukset luottolaitoksille ehkäisevät liiallista riskinottoa ja valvonnan vahvistaminen vähentää todennäköisyyttä väärinkäytöksille. Kuitenkin optimaalisen sääntelyn löytäminen on vaikeaa. Mikäli rahoittajien mahdollisuutta ottaa riskiä lainsäädännöllisesti estetään, voi tällä olla negatiivisia vaikutuksia pääomien allokoinnissa. Mikäli rahoitusjärjestelmän antajapuolelle kohdistetaan sääntelyn ansiosta jatkuvasti kasvavia raportointi – ja muita toimintakustannuksia, tämä väistämättä nostaa heidän rahoituksensa hintaa. Rahoituksen kallistuessa pääomakanta pienenee, jolloin myös investointien määrä vähenee[22].

MIFID II-direktiivin esitöistä käy ilmi se, että komissio ajaa harmonisaatiota ja jäsenvaltioiden harkintavallan minimointia rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä.[23] Yhdenmukaistaminen estää itsessään niin sanottua sääntelykilpailua, mutta se myös kaventaa kansallisten lainsäätäjien mahdollisuuksia sopeuttaa sääntelyä kansallisiin erityispiirteisiin. Kun yhtenäinen sääntely kohdentuu heterogeenisille markkinoille, tästä voi syntyä tehokkuustappioita, tarkoittaen sitä, että yhtenäisellä sääntelyllä voi olla vaikeaa huomioida kaikkien jäsenmaiden erityispiirteet.

[20] HE 151/2017 s. 88.
[21] Jomini 2011 s. 1.
[22] Jomini 2011 s. 9.
[23] Kts. komission ehdotus MIFID I-direktiivin kumoamisesta

2.2 Syyt sijoituspalvelun tarjoamisen sääntelylle

Sijoituspalvelumarkkinat muodostavat keskeisen osan rahoitusjärjestelmää, joka kanavoi yksityisten ja institutionaalisten sijoittajien pääomia yritysten, julkisyhteisöjen ja muiden sijoituskohteiden rahoitustarpeisiin. Suomen pankin mukaan rahoitusjärjestelmä allokoi rahoitusta säästäjiltä ja sijoittajilta investoiville tahoille[24]. Taloudellisesta näkökulmasta sijoituspalvelumarkkinat toimivat välittäjinä säästämisen ja investointien välillä ja näin edistävät pääomien tuottavaa käyttöä ja luovat talouteen kasvua ja investointeja.

Tilastokeskuksen mukaan pörssiosakkeita tai sijoitusrahastoja omisti vuoden 2024 lopussa jo runsaat 2 miljoonaa henkilöä. Kymmenen vuoden aikana osuus on kasvanut neljänneksestä nykyiseen tasoonsa. Sijoitusrahastot ovat yleisin sijoituskohde.[25] Tämä sijoittamisen yleisyys on oikeudellisestikin merkityksellinen. Sijoittamisen ollessa valtavirtaa, yhä useampi sijoittaja altistuu rahoitusmarkkinoiden riskeille ja tämä korostaa tarvetta sääntelylle.

Kansallisen lainsäädännön näkökulmasta sijoituspalvelulain 1 luvussa määritellään sijoituspalvelut laajasti kokonaisuutena, joka käsittää arvopaperinvälitystä, toimeksiantojen toteuttamista, omaisuudenhoitoa ja sijoitustutkimusta ja sijoitusneuvontaa. Sijoituspalveluita tarjoavat vaihtelevat suurista pankki- ja sijoituspalveluyrityksistä pienempiin, tiettyihin tuoteryhmiin erikoistuneisiin toimijoihin. Hallituksen esityksen 16/2021 mukaan Suomessa toimii 50 sijoituspalveluyritystä[26].

Sijoituspalveluiden sääntelyä voidaan ymmärtää tarkemmin, kun sijoituspalvelun taloudelliset erityispiirteet ja informaation jakautumisen luonne otetaan tarkasteluun. Rahoitusmarkkinoilla sijoituspalvelut edustavat informaation jakautumisen suoraviivaisinta muotoa, jossa sijoituspalveluntarjoajan ja palvelun ostajan

[24] Suomen Pankki 2025
[25] Tilastokeskus 2024
[26] HE 16/2021 s. 35.

välinen vaihdanta kohdistuu nimenomaan osapuolten tietoon ja sen perusteella tapahtuvaan vaihdantaan[27].

Sijoituspalveluiden sääntelyn tavoitteena on rahoitusmarkkinoiden tehokkaan toiminnan mahdollistaminen ehkäisemällä markkinahäiriöitä ja edistämällä sijoittajansuojaa asettamalla velvollisuuksia palveluntarjoajille. Euroopan unionin komission mukaan näiden tavoitteiden ohessa myös yhtenäisten sisämarkkinoiden luominen rahoitusvälineiden osalta on yksi tavoitteista[28]. Euroopan komissio perusteli MIFID II -direktiiviehdotuksessaan sijoituspalveluiden sääntelyn taustaa ensisijaisesti markkinarakenteiden ja toimintaympäristön muutoksilla, jotka ovat johtaneet aiempien sääntelykehikkojen vanhentumiseen[29]. Komission mukaan rahoitusmarkkinoiden kehitys oli lisännyt markkinoiden monimutkaisuutta sääntelyn näkökulmasta. Komission ehdotuksen mukaan sääntelyn uudistamista perustellaan finanssikriisin jälkeisellä tilanteella, joka johti heikentyneeseen luottamukseen rahoitusjärjestelmän toimivuudessa. Finanssikriisin jälkeen komission kiinnitti erityistä huomiota siihen, että monimutkaiset sijoitustuotteet olivat osoittautuneet vaikeasti ymmärrettäviksi ei-ammattimaisille sijoittajille[30].

Puhuttaessa taloustieteellisistä teorioista, usein mainitaan oletus täydellisistä markkinoista. Täydellisillä markkinoilla transaktiokustannuksia ei synny, markkinoilla on lukuisia toimijoita, markkinoille pääsy on vapaata ja sieltä poistuminen on vapaata ja markkinaosapuolilla on käytettävissään täydellinen informaatio[31]. Tällaisilla oletuksilla voidaan luoda malleja taloudellisista ilmiöistä ja näiden pohjalta tarkastella niiden vaikutuksia, vaikkakin reaalimaailman markkinat poikkeaisivat oletuksista. Markkinoiden toiminta käytännössä poikkeaa tästä täydellisten markkinoiden mallista. Olennainen poikkeama markkinoilla, joka kuvaa epätäydellisyyttä, on informaation epätasainen jakautuminen osapuolten välillä. Tilanteessa, jossa toisella osapuolella on informaatiota, jota toisella ei ole, puhutaan

[27] Wuolijoki 2009 s. 54
[28] Euroopan komissio 2021 s. 1.
[29] Euroopan komissio 2011 s. 2.
[30] Euroopan komissio 2011 s. 30.
[31] Vahtera 2011 s. 38.

epäsymmetrisestä informaatiosta[32]. Tämä mahdollistaa osapuolille opportunistisen käyttäytymisen vaihdantatilanteessa, joka altistaa väärinkäytöksille markkinoilla. Riskinä luottamuksen menettämisessä on, että vaihdanta pysähtyy, sillä osapuolet eivät omaa luottamusta toisiinsa.

Yksi peruste sijoituspalveluiden tarjonnalle ja sijoitusneuvonnalle kohdistuvalle sääntelylle pohjautuu näkemykseen rahoitusmarkkinoiden epätäydellisestä informaatiosta ja osapuolten kannustinvääristymistä. Sijoituspalvelut ovat luonteeltaan palveluita, joissa palvelun laatu ja soveltuvuus ovat asiakkaalle vaikeasti arvioitavissa sekä ennen palvelun kuluttamista, kuin myös sen jälkeenkin. Tällöin vapaasti toimivilla rahoitusmarkkinoilla pystyisi syntymään väärinkäytöksiä, joissa sijoituspalveluiden asiakkaiden etu saattaisi vaarantua[33]. Tällöin lainsäätäjän tehtävänä on ensisijaisesti pyrkiä vähentämään informaation epäsymmetriaa osapuolten välillä kuitenkaan tarpeettomasti rajoittamatta kilpailua ja innovaatioita.

Yhtenä lainsäätäjän keinoista on sijoittajansuojan varmistaminen[34]. Sijoitusneuvonnan yhteydessä asiakas ulkoistaa analyysin ja tuotevalinnan asiantuntijalle, jonka tehtävänä on luoda asiakkaan edun mukainen ehdotus hänen varojensa hoitamiselle. Tällöin sijoittajansuojalla tarkoitetaan sitä, että asiakkaalle tehdään soveltuvuusarviointi, jossa käydään läpi asiakkaan riskinsietokyky, sijoituskokemus ja sijoitustavoitteet. Olennaista sijoittajansuojan toteutumisessa on myös sijoituspalveluntarjoajan tiedonantovelvollisuus. Läpinäkyvät kuluilmoitukset ja kannustimien läpinäkyvyys ovat osa sitä kokonaisuutta, jossa asiakkaalle annetaan mahdollisimman kattava kokonaiskuva hänelle tarjotusta sijoitustuotteesta.

Rahoitusmarkkinat muodostavat ja mahdollistavat rahoitusjärjestelmän toiminnan, joka mahdollistaa varojen allokoinnin osapuolten välillä. Rahoitusjärjestelmän toimivuudelle on välttämätöntä osapuolten luottamus, läpinäkyvyys ja tasapuolinen informaatio.[35] Rahoitusmarkkinoiden turvaamiseksi sääntelyllä pyritään estämään luottamuksen heikentymistä.

[32] Wuolijoki 2009 s. 50.
[33] Kts. Wuolijoki 2009 s. 157.
[34] HE 151/2017 s. 9.
[35] Wuolijoki 2009 s. 125.

Vuoden 2008 finanssikriisi osoitti syvällisiä puutteita rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä ja toiminnassa[36]. Kriisin ytimessä oli monimutkaisten johdannaisten tarjoaminen ja muiden vaikeaselkoisten rahoitustuotteiden laajamittainen jakelu. Tilanteeseen ennakoivasti puuttuvaa sääntelyä ei ollut olemassa ja finanssikriisi syntyi[37]. Tämä ilmensi informaation epäsymmetria tilanteita, joissa palveluntarjoajalla oli olennaisesti parempi tieto tarjoamistaan tuotteista ja asiakkailla ei ollut tarvittavaa kompetenssia arvioida rahoitustuotteisiin liittyviä riskejä niiden monimutkaisen luonteen vuoksi[38].

Talousteorian näkökulmasta tällaiset epäsymmetriat altistavat markkinat haitalliselle valikoitumiselle. Haitallisella valikoitumiselle tarkoitetaan markkinahäiriön tilannetta, jossa osapuolten välisen epäsymmetrisen informaation seurauksena markkinoilla tapahtuu vaihdantaa epätäydellisen informaation vallitessa. George Akerlof kuvasi ilmiötä vuonna 1970 julkaisemassaan artikkelissa. Akerlof osoittaa, että jonkin tuotteen tai palvelun laadun arvioinnissa esiintyvät ongelmat yhdistettynä epäsymmetriseen informaatioon markkinoilla voivat johtaa osapuolten välillä olevan vaihdannan laadun alentumiseen ja jopa markkinoiden koon supistumiseen[39]. Tällöin Akerlofin mukaan lainsäätäjän interventio voi johtaa parempaan lopputulokseen[40]. Tämä havainto pätee myös sijoituspalveluiden tarjoamiseen. Ilman sijoituspalveluihin liittyvää sääntelyä, asiakkaan olisi vaikeaa arvioida hänelle tarjottujen sijoitustuotteiden riskejä ja kuluja.

Sitruunamarkkinalla Akerlof tarkoittaa tilannetta, jossa ostajat maksavat jostain tuotteesta keskihinnan, koska he eivät erota tuotteiden laatua toisistaan. Tilanteessa kuitenkin myyjät ovat tietoisia laatueroista, mutta asiakkaalla ei ole mahdollisuutta tätä arvioida. Tällöin laadukasta palvelua tarjoavat toimijat vetäytyvät markkinoilta, koska usein laadukkaan palvelun tuottaminen luo myös enemmän kustannuksia. Tällöin markkina vetäytyy kohti heikompaa laatutasapainoa[41]. Sijoituspalveluiden tarjoajat tietävät paremmin tuotteisiinsa kohdistuvat riskit ja

[36] HE 151/2017 s. 9.
[37] Bosworth 2009 s. 3.
[38] Bosworth 2009 s. 3.
[39] Akerlof 1970, s.488.
[40] Akerlof 1970, s.488.
[41] Akerlof 1970 s.488-489.

kulurakenteet. Mikäli näitä ei tarvitsisi lainsäädännön vaatimana ilmoittaa asiakkaalle, olisi asiakkaan vaikea erottaa hyvää palvelua huonosta. Tällöin sijoituspalveluihin liittyvä markkina saattaisi johtaa tilanteeseen, joissa oikeasti asiakkaan etua huomioivat toimijat joutuisivat vetäytymään markkinoilta, jolloin sijoituspalveluiden kuluttajille jäisi ainoastaan heikompia vaihtoehtoja.

Sijoituspalveluiden tarjoaminen voidaan luokitella asiantuntijapalveluksi[42]. Sijoituspalveluita kuluttavat ovat heterogeeninen ryhmä. Palveluita kuluttavia ovat muun muassa kotitaloudet, yritykset ja ammattimaiset sijoittajat. Palveluita kuluttavilla on erilaiset taustat, erilaiset tavoitteet ja myös erilainen ymmärrys rahoitusmarkkinoiden toiminnasta. Tämä luo väistämättä tilanteen, jossa palveluntarjoajalla on käytössään enemmän informaatiota tarjoamistaan palveluista ja tämä johtaa asiakkaan heikompaan asemaan suhteessa palveluntarjoajaan. Asiantuntijapalveluissa palveluntarjoajan liiketoiminta perustuu siihen, että hän kykenee tuottamaan ja jalostamaan informaatiota asiakkaan tarpeisiin tavalla, jossa hänen kustannuksensa jäävät pienemmiksi, kun informaation hankinnan kustannus[43]. Palveluntarjoajat toimivat siis informaation tuottajina ja välittäjinä markkinoilla, joissa asiakkaat eivät välttämättä kykene itse hankkimaan olennaista tietoa päätöksenteon tueksi. Voidaan ajatella, että tehokkuusnäkökulmasta on kannattavaa, että informaation hankkijana on sellainen taho, jolla on parhaat edellytykset sitä hankkia. Asiantuntijapalveluntarjoajilla on resurssien ja tietotaidon puitteissa paremmat edellytykset tiedon hankintaan ja sen analysointiin verrattuna yksittäiseen kokemattomaan sijoittajaan. Sijoituspalvelut toimivat tässä informaation hyödyntämisen rajapinnassa, jossa asiakkaat ulkoistavat tiedonhankinnan ja analyysin asiantuntijalle, joka pystyy sitä tuottamaan tehokkaammin[44].

Sijoituspalveluita koskeva sääntely voidaan ymmärtää siten, että sillä vastataan epätäydellisen informaation ongelmiin ja varmistetaan oikeudellisen vastuun oikeudenmukainen jakautuminen. Sijoituspalveluiden sääntelyllä turvataan, että palveluntarjoajat huomioivat asiakkaan edun läpinäkyvästi. Sääntely turvaa tilanteita, joissa asiakas on tiedollisesti ja resursseiltaan heikommassa suhteessa

[42] Wuolijoki 2009 s. 158.
[43] Wuolijoki 2009 s. 53.
[44] Wuolijoki 2009 s. 53.

palveluntarjoajaan nähden. Näin pyritään varmistua siitä, että sijoituspalveluita kuluttavat saavat lisäarvoa laadukkaalla ja oikeudenmukaisella tavalla. Näin sijoituspalveluiden sääntely ei ainoastaan suojaa asiakkaita, vaan luo ja ylläpitää luottamusta rahoitusmarkkinoiden toimivuuteen ja luottamukseen.

2.3 Heikomman suojan merkitys sijoituspalveluiden sääntelyssä

Heikomman suojeleminen ilmiönä on monitulkintainen. Puhuttaessa lainsäätäjän tavoitteista ja heikomman suojasta, on aiheellista tutkia heikomman suojelemista juuri sillä tavalla, että tutkitaan sitä, minkä takia on aiheellista suojella vaihdannan osapuolen heikompaa osapuolta. Yleensä heikommalla osapuolella vaihdanta tilanteessa on käytössään vähemmän resursseja tai häneltä puuttuu sellaista oleellista tietoa, jonka pohjalta hänen neuvotteluasemansa on heikompi vastapuoleen nähden. Tällöin voi olla aiheellista puuttua tähän epätasapainoon lainsäädännön keinoin.[45] Sillä on merkitystä minkälaisilla vahvuuksilla vaihdannan osapuolet toimivat, koska riskinä on, mikäli mitään sääntöjä vaihdannalle ei ole, että vahvempi osapuoli käyttäisi hyväkseen omaa etuaan heikomman osapuolen kustannuksella. Tämä väistämättä johtaisi siihen, että heikompi osapuoli alkaa miettimään sitä, onko hänen järkevää osallistua vaihdantaan lainkaan.

Sijoituspalvelumarkkinoilla asiakkaan ja palveluntarjoajan välinen asema on epäsymmetrinen sekä tiedollisesti, että tosiasiallisesti. MIFID II:n lähtökohtana on, että eri asiakasryhmillä on erilaiset valmiudet arvioida sijoituspäätöksiin liittyviä riskejä. Direktiivi luokittelee asiakkaat kolmeen ryhmään: vähittäisasiakkaisiin, ammattimaisiin asiakkaisiin ja hyväksyttäviin vastapuoliin[46]. Vähittäisasiakkaat ovat direktiivin puitteissa suurimman suojan piirissä[47]. Kansallisessa lainsäädännössä sijoituspalvelulain 1 luvun 23 ja 24 § mukaan asiakkaat jaetaan ei-ammattimaisiin asiakkaisiin, ammattimaisiin asiakkaisiin ja hyväksyttäviin vastapuoliin.

[45] Kts. Hoppu 2009 s.58.
[46] MIFID II-direktiivi kohta 86.
[47] Gortsos s. 53.

Näin ollen tämä eriyttäminen heijastaa lainsäätäjän tavoitteita heikomman osapuolen suojaamisesta.

Sijoituspalveluihin liittyvän sääntelyn taustalla vaikuttava oikeudellinen periaate liittyy asiakkaan suojaamiseen heikompana osapuolena. Tämä perustuu oletukseen, että sijoituspalveluntarjoajalla on mahdollisuus hyödyntää tiedollista epäsymmetriaa tai asiakkaan rajallista taloudellista ymmärrystä[48]. Lähtökohtana on, että sijoituspalveluntarjoajalla on merkittävästi enemmän asiantuntemusta ja resursseja ymmärtää sijoitustuotteiden monimutkaista rakennetta, riskiprofiilia ja markkinakäyttäytymistä, minkä vuoksi asiakkaalta ei voida edellyttää samanlaista kykyä arvioida palvelun tai rahoitusvälineen vaikutuksia. Tämä tiedollinen epäsymmetriaan perustuva tulkinta on perusteena sääntelylle erityisesti tilanteissa, joissa asiakas ei voi tosiasiallisesti arvioida sijoituksen sisältöä, riskejä tai vaikutuksia samalla tavalla kuin palveluntarjoaja[49]. Tämän vuoksi sääntelyn avulla on luotu velvoitteita palveluntarjoajalle. Näin lainsäätäjä on pyrkinyt vähentämään osapuolten informaation epäsymmetriaa ja rajoittamaan palveluntarjoajan mahdollisuuksia hyödyntää asiakkaan tietämättömyyttä tai passiivisuutta omaksi edukseen.

Sopimusoikeudessa puhutaan sopimusvapaudesta, jolla tarkoitetaan sitä, että vaihdannan osapuolilla on vapaus tehdä sopimuksia, vaikka niiden sisältö olisi osapuolille epäedullinen[50]. Tämä ajattelu pohjautuu siihen, ettei lainsäätäjän katsota olevan kykenevä arvioimaan, mitä sopimuksia kansalaiset voivat keskenään solmia[51]. Kuitenkin joissain tapauksissa voidaan katsoa lainsäätäjän tarpeen rajata sopimusvapautta[52]. Tällöin lainsäätäjän katsotaan suojaavan vaihdannan heikompaa osapuolta luomalla vahvemmalle osapuolelle velvoitteita noudatettavaksi. Tällöin sopimukset eivät voi sisältää pakottavia ehtoja, mitkä katsotaan kohtuuttomiksi. Tästä mainitaan esimerkiksi oikeustoimilain 3 luvun 31 §:ssä

[48] Hoppu 2009 s. 60.
[49] Wuolijoki 2009 s. 158.
[50] Wuolijoki 2009 s. 64.
[51] Wuolijoki 2009 s. 63.
[52] Saarnilehto 2018 s. 17.

yleisluonteisesti. Esimerkkinä tilanteet, joissa käytetään hyväksi toisen osapuolten ymmärtämättömyyttä voivat johtaa sopimusten pätemättömyyteen.

Heikomman suojan taustalla vaikuttaa oikeusperiaate, joka liittyy myös yksilön omaan valinnanvapauteen sekä tehokkaan oikeussuojan takaamiseen. Heikomman osapuolen suojaamiseen liittyvät säännökset nähdään paitsi kuluttajansuojan, myös markkinasääntelyn keinona. Ne edistävät luottamusta rahoitusmarkkinoilla, lisäävät asiakkaiden osallistumishalukkuutta ja tukevat rahoitusmarkkinoiden vakautta. Tällöin heikomman suojaaminen ei ole ainoastaan yksittäisen sijoittajan oikeusturvaa koskeva asia, vaan sillä on myös merkitystä rahoitusmarkkinoiden toimivuuden näkökulmasta. Myös EU-oikeudellinen näkökulma tukee tätä lähestymistapaa. Euroopan komission laatimien asiakirjojen mukaan korostetaan myös asiakkaiden luottamuksen korostamista sijoittajansuojaa vahvistamalla[53]. Tämä on oleellista, kun pyritään luomaan integroidut sisämarkkinat Euroopan unionin alueella.

Ilman heikomman suojan periaatetta sijoituspalvelumarkkinoiden toimintaympäristö olisi erilainen. Asiakkaiden asema perustuisi tällöin yksinomaan heidän omaan kykyynsä arvioida sijoitustuotteiden ominaisuuksia ja riskejä. Tämä johtaisi helposti tilanteeseen, jossa asiakas ei kykene arvioimaan oman etunsa puolesta parhaita ratkaisuja ja myös palveluntarjoajan intressissä olisi markkinoida tuotteita, jotka tuottavat korkeimman myyntikatteen, mutta eivät välttämättä palvelisi asiakkaan etuja. Markkinatasolla tällainen kehitys voisi johtaa luottamuksen rapautumiseen sijoituspalveluita kohtaan. Tämä on päinvastainen tavoite sijoituspalvelulain tavoitteiden kanssa. Luottamuksen vähentyessä yksittäiset sijoittajat saattaisivat vältellä sijoitusmarkkinoille osallistumista kokonaan. Tämä vähentäisi pääomien allokointia ja heikentäisi rahoitusmarkkinoiden päämekanismin toimintaa. Yksittäisen sijoittajan näkökulmasta tämä loisi riskejä sille, että sijoituspäätökset perustuisivat virheelliseen tietoon. Tämä voisi johtaa taloudellisiin tappioihin ja kotitalouksien taloudellisten tilanteiden heikkenemiseen.

[53] Euroopan komissio 2011, s. 1.

2.4 Sijoitusneuvonta asiantuntijapalveluna

Asiantuntijapalveluilla tarkoitetaan palvelua, jossa sen tuottaminen perustuu johonkin erityisosaamiseen, tietotaitoon tai kokemukseen ja palveluntarjoaja hyödyntää tätä asiakkaan tarpeiden täyttämiseksi[54]. Toisin kuin tavanomaisten tavaroiden myynnissä, asiantuntijapalveluissa arvon syntyminen koostuu usein palveluntarjoajan henkisestä pääomasta ja kyvystä soveltaa osaamistaan tapauskohtaisesti. [55] Asiantuntijapalveluissa korostuu myös aineettomuus[56]. Lopputulos palveluntarjoamisessa voi olla suullinen tai kirjallinen neuvo. Tämä luonnollisesti vaatii sen, että palveluntarjoaja perehtyy aidosti asiakkaan tilanteeseen.

Sijoitusneuvonta voidaan nähdä asiantuntijapalveluna, jossa palveluntarjoajan osaaminen ja tiedollinen asema korostuu keskeisesti[57]. Palveluntarjoajalla on käytössään sellaista markkina- ja tuotekohtaista informaatiota, jota ei-ammattimainen asiakas ei yleensä kykene hankkimaan tai hyödyntämään samalla tehokkuudella[58]. Tämän vuoksi asiakkaat voivat ulkoistaa päätöksenteon, sekä siihen liittyvän tiedonkeruun ja analysoinnin asiantuntijalle, jonka erityisosaaminen muodostaa palvelun arvon. Asiantuntijapalveluissa vaihdannan kohteena ei ole pelkästään lopputulos, vaan lopputulokseen päätymiseen johtavan tiedon analysointi ja soveltaminen asiakaskohtaisesti[59]. Sijoitusneuvonta on asiantuntijapalvelua, jossa asiantuntijan tehtävänä on luoda suosituksia asiakkaalle tämän varallisuuden hoitamisessa. Neuvonnan erityispiirteenä on, että asiakas kuitenkin itse tekee lopullisen sijoituspäätöksen ja kantaa myös sijoitustoiminnan taloudelliset seuraamukset. Tästä huolimatta asiakkaalla on oikeus odottaa, että asiantuntijan antamat neuvot ovat asiantuntevia, huolellisesti perusteltuja ja hänen etujensa mukaisia[60].

MIFID II-direktiivin 9 artikla vahvistaa käsitystä siitä, että sijoituspalvelut ovat luonteeltaan asiantuntijapalveluita. Tämä johtuu erityisesti siitä, että direktiivissä asetetaan tiukkoja osaamis- ja pätevyysvaatimuksia sijoituspalveluyritysten

[54] Hoppu 2009 s. 54.
[55] Lehtinen 2005 s. 9.
[56] Jaakkola 2009 s. 11.
[57] Hoppu 2009 s. 53.
[58] Salo 2016 s. 90.
[59] Kts. Hoppu 2009 s. 54.
[60] Turtiainen 2018 s. 218.

henkilöstölle. ESMA:n ohjeissa korostetaan, että sijoitusneuvontaa tarjoavalla henkilöllä on oltava riittävä tietämys ja pätevyys, jotta he pystyvät arvioimaan tarjottavien rahoitusvälineiden ominaisuuksia ja riskejä ja näiden soveltuvuutta asiakkaan tilanteeseen[61].

Tämä osaamisvaatimus ulottuu selkeästi konkreettisemmaksi, kun vain yleisohjeistukseen asiakkaan edun mukaisesta toiminnasta. Tämä käy ilmi ESMA:n ohjeistuksesta jäsenvaltioille siitä, että henkilökunta saisi sertifioinnin pätevyydestään antaa sijoitusneuvoja[62]. Direktiivin mukaan sijoituspalveluyrityksien on arvioitava ja dokumentoitava henkilöstönsä ammattitaitoa ja tietämystä ennen näiden päästämistä asiakastyöhön.

2.5 Sijoituspalveluihin liittyvän sääntelyn transaktiokustannukset

Transaktiokustannusten käsitettä voidaan käyttää taloustieteellisessä tutkimuksessa ja sen avulla voidaan analysoida sääntelyn taloudellisia vaikutuksia. Käsitteellä viitataan yleisesti kustannuksiin, jotka liittyvät taloudellisen vaihdannan toteutumiseen, esimerkiksi sopimuksen solmimisesta sen täytäntöönpanoon asti. Näihin kuuluvat esimerkiksi tiedonhankinnan, neuvottelun, sopimuksen laadinnan, valvonnan ja täytäntöönpanon kustannukset[63]. Williamsonin kehittämä transaktiokustannusteoria rakentuu useista taloustieteellisistä edeltäjistä. Arrow toi käyttöön käsitteen ”transaction costs” ja määritteli ne ”the costs of running the economic system”. Williamson korosti ajattelussaan rajoitettua rationaalisuutta, opportunismia ja varallisuuserien eriytymistä transaktiokustannusten perustana[64]. Tämä tukee sitä, että transaktiokustannusanalyysi sopii myös sijoituspalveluiden kontekstin tarkasteluun. Transaktiokustannukset voivat ilmetä suoraan rahamääräisinä kustannuksina, tiedon epäsymmetrioina, valvonnan ja täytäntöönpanon kustannuksina. Etenkin informaation epäsymmetria korostuu, kun mietitään sijoituspalvelun tarjoajan ja asiakkaan välistä tiedollista tasapainoa.

[61] ESMA 2016 s. 8.
[62] ESMA 2016 s. 6.
[63] Diethrich 1994 s. 27-28.
[64] Diethrich 1994 s. 42.

Sijoituspalveluiden sääntelyä ei voida ymmärtää ainoastaan oikeudellisena ohjausjärjestelmänä, vaan sen taustalla vaikuttavat olennaisesti myös taloustieteelliset perusteet, jotka liittyvät erityisesti markkinahäiriöihin, kuten informaation epätasaiseen jakautumiseen ja transaktiokustannuksiin. Vaikka taloustieteen teoriat usein olettavat täydellisesti toimivat markkinat, joissa osapuolten pääsy markkinoille on vapaata ja osapuolillaan on käytössä kaikki olennainen tieto ja transaktiokustannukset ovat olemattomat, poikkeaa kuitenkin reaalimaailman tilanteet näistä oletuksista merkittävästi. Tämän vuoksi sääntelylle syntyy perusteltu tarve[65].

Keskeinen perustelu sääntelyn olemassaololle sijoituspalveluiden tarjonnassa löytyy osapuolten välisestä informaation epäsymmetriasta. Palveluntarjoaja hallitsee sekä tuotekohtaisen että markkinakohtaisen informaation paremmin kuin yksittäinen asiakas. Tämä epätasapaino tekee asiakkaasta joissain tilanteissa riippuvaisen asiantuntijan tarjoamasta informaatiosta, mutta samalla altistaa asiakkaan tilanteeseen, jossa asiakas ei välttämättä kykene arvioimaan, onko hänelle annettu neuvonta todella hänen etujensa mukaista[66].

Edellä mainitut tekijät liittyvät kiinteästi transaktiokustannusten syntyyn ja sääntelyn rooliin niiden hallinnassa. Transaktiokustannukset eivät liity vain itse palvelun täytäntöönpanoon, vaan myös palvelun valmistelusta ja valvonnasta syntyy kustannuksia. Sääntelyllä voi olla transaktiokustannuksia alentava vaikutus, mikäli sääntelyn avulla voidaan luoda standardisoituja toimintatapoja, jotka ovat ennakoitavia ja näin vähentävät osapuolten tarvetta yksittäistapauksittaiseen neuvotteluun, valvontaan tai sopimusjärjestelyihin. Samalla on kuitenkin todettava, ettei sääntelyn vaikutukset ole kustannuksettomia. Erityisesti monimutkainen vaikea tulkintainen sääntelyjärjestelmä voi itsessään luoda merkittäviä hallinnollisia ja operatiivisia kustannuksia, jotka siirtyvät lopulta asiakkaan maksettavaksi[67]. Sijoituspalvelualalla tämä näkyy esimerkiksi vaatimuksina tiedonkeruusta, dokumentoinnista, järjestelmäintegraatioista ja henkilöstön jatkuvasta kouluttamisesta. HE 151/2017 mukaan erityisesti MIFID II-direktiivin ja siihen liittyvän asetuksen

[65] Kts. Vahtera 2011 s. 46.
[66] Wuolijoki 2009 s. 54.
[67] Wuolijoki 2009 s. 183.

täytäntöönpanolla on laajakantoisia vaikutuksia, jotka kohdistuvat sijoituspalveluyrityksiin. Nämä vaikutukset konkretisoivat sääntelyn aiheuttamina transaktiokustannuksina, jotka heijastuvat suoraan ja epäsuorasti rahoituspalveluiden tarjontaan. Hallituksen esityksessä todetaan myös sijoituspalveluyritysten ja sijoitusneuvontaa tarjoavien luottolaitosten osalta sääntelyn lisäävän transaktiokustannuksia erityisesti kannustinkieltojen, tuotehallintavelvoitteiden ja henkilöstön osaamisvaatimusten kautta[68]. Uusien vaatimusten täyttäminen edellyttää liiketoimintamallien uudelleenarviointia, sisäisten prosessien kehittämistä sekä henkilöstön kouluttamista, mikä nostaa suoria kustannuksia.

Euroopan komission vaikutusarvioissa todetaan, että vaikka MIFID II- direktiivi alensi kaupankäyntikustannuksia lisäämällä kaupankäyntialustojen välistä kilpailua, aiheutti uudistus kuitenkin merkittäviä kustannuksia markkinatoimijoille[69]. Vaikutusarvioin mukaan nämä kustannukset liittyvät tietojärjestelmien päivittämiseen, raportointivaatimusten tiukentumiseen ja henkilöstön osaamisvaatimusten noudattamiseen. Vaikka sääntelyratkaisuja pyritään suhteuttamaan toimijoiden kokoon, pienemmät palveluntarjoajat kuitenkin kohtaavat suhteellisesti suurempia hallinnollisia rasitteita, mitkä voivat rajoittaa markkinoille pääsyä ja vaikuttaa kilpailuun EU:n sisämarkkinoilla[70]. Kustannusrakenne ei tämän vuoksi ole neutraali, koska suuremmat toimijat pystyvät jakamaan kustannukset suuremmalle asiakaspohjalle skaalaetuja hyödyntäen. Kustannusten siirtyessä hinnoitteluun, tämä näkyy sijoituspalvelujen saatavuudessa ja myös jakelukanavien käytössä. Automatisaatio ja digitalisaatio saattaa alentaa palveluntarjoajalle syntyviä kustannuksia, sillä sijoituspalvelulain menettelysäännösten noudattaminen automatisoidusti digikanavia hyödyntäen saattaa vähentää palveluntarjoajan kustannustaakkaa. Kuitenkin täytyy huomioida, että sijoituspalveluiden tarjoaminen on myös luottamusta vaativaa liiketoimintaa, jossa asiakkaalla on oikeus luottaa siihen, että hänelle annetut neuvot ovat asianmukaisia. Tällöin asiakas saattaa haluta, että häntä palvellaan henkilökohtaisesti ja yksilöidysti. Tämä on yksi niistä ongelmista, joita saattaa koitua transaktiokustannusten noustessa liian suureksi, jolloin

[68] HE 151/2017 s. 104.
[69] Euroopan komissio 2021 s. 34.
[70] Euroopan komissio 2011 s. 5.

palveluntarjoajat joutuvat muuttamaan liiketoimintamallejaan tavalla, joka voi koitua asiakkaan näkökulmasta haitalliseksi.

3 SIJOITUSPALVELULAIN ASIAKASMENETTELYJÄ KOSKEVIEN SÄÄNNÖSTEN KÄYTÄNNÖN TOTEUTUS

3.1 Sijoitusneuvonnan määritelmä

Sijoitusneuvonta sijoituspalveluna määrittyy toiminnaksi, jossa asiakkaalle esitetään hänen tilanteeseensa räätälöity suositus yhden tai useamman rahoitusvälineen hankkimisesta tai myymisestä tai pitämisestä[71]. Neuvonnan erottava tekijä on yksilöllisyys, jossa sijoitusneuvoja ottaa kantaa asiakkaalta kerättyjen tietojen pohjalta. Myös silloin, kun palveluntarjoaja suosittelee jotain tiettyä rahoitustuotetta asiakkaalle sopivaksi, on kyse sijoitusneuvonnasta. Yleisiä tiedonantoja tai yleisellä tasolla esiintyviä markkinointiesitteitä suurelle yleisölle ei pidetä sijoitusneuvontana. Sijoitusneuvonnan määritelmän täyttyessä, tulee sijoituspalveluntarjoajan noudattaa sijoituspalvelulain 10 luvun 5 §:n menettelysäännöksiä ja arvioitava asiakkaan tietämys ja kokemus, taloudellinen tilanne, tappionsietokyky ja sijoitustavoitteet. ESMA korostaa ohjeissaan, että menettelyvelvoitteet täyttyvät myös digitaalisessa neuvonnassa[72]. Tällä tarkoitetaan neuvontaa, jossa asiakas asioi automatisoidun tai puoliautomatisoidun järjestelmän kanssa. Tällöinkin on kyse henkilökohtaisesta neuvonnasta, jolloin sijoituspalvelulain menettelyvelvoitteet tulevat noudatettaviksi.

Koska sijoitusneuvonta voidaan määritellä luonteeltaan asiantuntijapalveluksi, jossa vaihdannan kohteena on myös palveluntarjoajan tuottama analyysi markkinatilanteesta, on asiakkaalla oikeus odottaa, että hänelle annetut suositukset ovat asiantuntevia, huolellisia ja hänen etujensa mukaisia. Tämän vuoksi lainsäätäjä on määrittänyt menettelyt asiakassuhteessa, jotka täyttämällä sijoitusneuvontaprosessi toteutetaan aidosti asiakkaan edun mukaisesti.

[71] Turtiainen 2018 s. 59.
[72] ESMA 2023 s. 8.

3.2 Asiakkaan luokitteleminen ja sopimus palveluiden tarjoamisesta

Sijoituspalveluyrityksen on luokiteltava asiakkaansa eri ryhmiin sijoituspalvelulain 10 luvun 1 § mukaan. Asiakasluokittelu on keino arvioida ja mitata millaista suojaa asiakas tarvitsee sijoituspäätöstensä tueksi. Luokittelu myös vaikuttaa oleellisesti siihen, millaisia tiedonantovelvollisuuksia palveluntarjoajalla on. Luokitteluvelvollisuus pohjautuu MIFID II- direktiiviin vaatimuksiin luokitella asiakkaat ammattimaisiin tai ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Kansallisessa lainsäädännössä sijoituspalvelulain 10 luvun 1 § velvoittaa sijoituspalveluntarjoajat jakamaan asiakkaat ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakkaisiin. Tälle tutkimukselle oleellista on ei-ammattimaisiin asiakkaisiin kohdistuvat menettelyt asiakassuhteessa. Asiakasluokittelu vaikuttaa olennaisesti siihen, mitä informaatiota palveluntarjoajan on annettava asiakkaille[73]. Asiakas voi myös tietyin kriteerein vaatia sijoituspalveluyritystä luokittelemaan asiakkaan ammattimaiseksi sijoittajaksi. Kuitenkin tämän tutkielman kannalta oleellista on keskittyä ei-ammattimaisiin sijoittajiin kohdistuviin menettelytapoihin asiakassuhteessa. Ei-ammattimaiset asiakkaat omaavat laajimman sijoittajansuojan. Ammattimaisiin sijoittajiin verrattuna ei-ammattimaisille sijoittajille täytyy sijoituspalveluita tarjottaessa noudattaa velvoittavampaa ja laajempaa raportointi-, tiedonanto ja soveltuvuusarviointia tarjottaessa sijoitusneuvontaa[74].

Sijoituspalvelulain 10 luvun 3 § mukaan palveluntarjoajan ja asiakkaan välillä täytyy olla voimassa sopimus, jossa määritellään molempien osapuolten oikeudet ja velvollisuudet. Hallituksen esityksen mukaan sopimus täytyy tehdä jokaisen asiakkaan kanssa luokittelusta riippumatta[75].

[73] Turtiainen 2018 s. 168.
[74] Turtiainen 2018 s. 168.
[75] HE 151/2017 s. 162.

3.3 Menettelyt asiakassuhteessa sijoituspalvelulain mukaan

Edellisessä luvussa käsiteltiin sijoituspalveluiden sääntelyn taustaa ja taloustieteellisiä perusteluita sääntelylle, etenkin epäsymmetrisen informaation vaikutuksista rahoitusmarkkinoilla. Tällaiset epätäydelliset markkinaolosuhteet voivat aiheuttaa tilanteita, joissa asiakkailla ei ole riittävää ymmärrystä sijoituspalveluista, niiden riskeistä ja vaikutuksista. Informaation epäsymmetria onkin sijoituspalveluiden tarjoamiseen liittyvän sääntelyn yksi perusteluista. Asiakas tarvitsee suojaa voidakseen toimia tasavertaisesti monimutkaisessa ja asiantuntijuuteen perustuvassa palveluympäristössä.

Sijoituspalvelulain menettelysäännökset asiakassuhteessa muodostavat sijoituspalvelutoiminnan keskeisen sääntelykokonaisuuden, jonka tavoitteena on varmistaa asiakkaan asianmukainen kohtelu, tiedon saanti ja suojelu erityisesti ei-ammattimaisten asiakkaiden osalta. Menettelysäännökset konkretisoivat direktiivipohjaisen sääntelyn asettamia vaatimuksia ja ne sisältävät velvollisuuksia palveluntarjoajalle, jotka koskevat muun muassa asiakkaan tuntemista, asiakasluokittelua, soveltuvuusarviointia, tiedonantovelvollisuutta, sopimuksentekoa sekä asianmukaista dokumentointia.

3.4 Asiakkaan tunteminen

Asiakkaan tunteminen on tärkeä velvoite, jota sijoituspalveluntarjoajan täytyy noudattaa asiakassuhteen hoidossa. Asiakkaan tuntemiseen liittyvän lainsäädännön laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä (444/2017) tavoitteena on rahanpesun ja terrorismin ehkäiseminen[76]. Sijoituspalvelulain 12 luvun 3 § mukaan sijoituspalveluntarjoajan on tunnettava asiakkaansa.

Rahanpesun estämiseen ja asiakkaan tuntemiseen liittyvän lainsäädännön mukaan asiakkaan tunteminen pitää sisällään asiakkaan tunnistamisen henkilöllisyyden todentamisella, tosiasiallisten edunsaajien tunnistamisen, sekä tietojen hankkimisen

[76] Turtiainen 2018 s. 209.

asiakkaan liikesuhteiden laadusta ja tarkoituksesta ja asiakassuhteen jatkuvan seurannan. Mikäli näitä vaatimuksia ei voida sijoituspalveluyrityksen puolesta toteuttamaan, ei asiakassuhdetta voida perustaa.[77]

Asiakkuuksiin kohdistuvien riskien arvioinnissa noudatetaan myös riskiarviointia riskien suuruuden perusteella. Sijoituspalveluiden tarjoajat arvioivat asiakassuhteiden muodostamia riskejä ottamalla huomioon liiketoimien laajuus ja luonne. Näin lainsäädäntö mahdollistaa myös niin sanotun yksinkertaisen tuntemisen silloin, kun riskit asiakassuhteen luonnosta arvioidaan vähäiseksi.[78] Kuitenkin vastapainoisesti pankeilla on velvollisuus tehostettuun valvontaan tilanteissa, joissa voidaan arvioida asiakassuhteeseen liittyvän terrorismin ja rahanpesun riskin olevan korkea. Esimerkiksi tilanteet, joissa varojen alkuperästä ei voida olla varmoja ja myös asiakkaan vastahakoisuus epäselvien liiketoimien selvittämisessä luovat sijoituspalvelun tarjoajille velvoitteen ryhtyä toimenpiteisiin palveluiden rajoittamiseksi.[79]

3.5 Kannustinkielto ja riippumattomuus sijoitusneuvonnassa

Sijoituspalvelulain 10 luvun 6 § mukaan sijoituspalveluntarjoaja ei saa vastaanottaa kolmansilta osapuolilta palkkioita, provisioita tai muita ei-rahallisia etuja tilanteessa, jossa sijoituspalveluyritys tarjoaa riippumatonta sijoitusneuvontaa. Tätä säännöstä kutsutaan yleisesti kannustinkielloksi ja sen tarkoituksena on turvata neuvonnan riippumattomuus ja asiakkaan edun mukainen toiminta. Säännösten taustalla on MIFID II -direktiivin 24 artiklan 7 ja 8 kohdat, joissa säädetään kannustimista.

Lainsäätäjän tavoitteena on ollut ehkäistä tilanteita, joissa sijoitusneuvonta perustuisi ensisijaisesti palveluntarjoajan taloudellisiin motiiveihin, eikä asiakkaan tarpeisiin. Vaikka kannustinkielto vaikuttaa lähtökohtaisesti laaja-alaisena sääntelyratkaisuna, lain esitöissä sen käytännön vaikutus ei-ammattimaisille sijoittajille

[77] Turtiainen 2018 s. 210.
[78] Turtiainen 2018 s. 211.
[79] Turtiainen 2018 s. 212.

nähdään vähäisenä[80]. Tämä johtuu siitä, että suurin osa kotitalouksista hoitaa varallisuutensa sijoittamisen luottolaitoskonsernien välityksellä, joiden tarjoama ei täytä riippumattoman neuvonnan määritelmää[81]. Näin ollen kannustinkielto ei sovellu näihin tahoihin, eikä se täysin rajoita heidän mahdollisuuksiaan vastaanottaa palkkioita esimerkiksi rahastoyhtiöiltä.

Soveltamisalaan kuuluvat sijoituspalveluyritykset, kuten esimerkiksi sijoitusneuvontayhtiöt ja riippumatonta varainhoitoa tarjoavat toimijat voivat joutua kohdistamaan merkittäviä kustannuksia uuden kannustimia koskevan sääntelyn noudattamisesta. Nämä voivat liittyä esimerkiksi tuotevalikoimien laajentamiseen, palkkiomallien uudelleenjärjestelyyn ja dokumentointivelvoitteisiin. Hallituksen esityksen mukaan arvioidaan sitä, että lyhyellä aikavälillä yritysten kasvaneet kustannukset saattavat siirtyä asiakkaiden maksettavaksi[82].

Kuitenkin arvioitaessa sääntelyn vaikutuksia ja lainsäätäjän tavoitteita, ei voida ainoastaan keskittyä kustannusnäkökulmaan. Kannustinkiellon tavoitteena on parantaa sijoitusneuvonnan laatua ja riippumattomuutta. Kun palkkiot eivät vääristä neuvontaa, asiakkailla on parempi mahdollisuus saada aidosti heidän etujensa mukaista sijoitusneuvontaa. Tämä voi lisätä luottamusta markkinoihin ja näin edistää rahoitusmarkkinoiden toimintaa[83].

3.6 Tiedonantovelvollisuus

Sijoituspalveluntarjoajilla on lakiin perustuva tiedonantovelvollisuus, jonka tarkoitus oikeudellisena välineenä on varmistaa asiakkaalle mahdollisuus tehdä mahdollisimman informoituja päätöksiä. Nämä tiedot tulee olla asiakkaalla ennen sijoituspäätöksen tekemistä ja tietojen täytyy pitää sisällään sijoitustuotteen luonteesta, riskeistä ja kustannuksista. [84]

[80] Kts. HE 151/2017 s. 109.
[81] HE 151/2017 s. 109.
[82] HE 151/2017 s. 109.
[83] HE 151/2017 s. 109.
[84] Turtiainen 2018 s. 279

Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § konkretisoi sijoituspalveluyrityksen velvollisuutta antaa asiakkaalle riittävät ja ymmärrettävät tiedot ennen sijoituspalvelun tarjoamista. Tiedonantovelvollisuus ja sen asianmukainen toteuttaminen ovat olennainen osa sijoituspalveluyritysten sääntely-ympäristöä. Tiedonantovelvollisuuden avulla pyritään luomaan asiakkaille mahdollisuus tehdä päätöksiä tarvittavan informaation perusteella. Hallituksen esityksen 151/2017 mukaan sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § pohjautuu MIFID II – direktiivin 24 artiklaan[85]. Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § 1 momentin säännökset liittyvät laajalti sijoitusneuvonnan tarjoamiseen. Vaatimus ilmoittaa siitä, onko annettu neuvonta riippumatonta vai ei liittyy suoraan siihen, mitä asiakkaalla on oikeus odottaa saadessaan sijoitusneuvontaa. Ilman kyseistä ilmoitusta asiakkaalle voisi syntyä käsitys siitä, ettei neuvonnassa olisi mukana palveluntarjoajan omaa intressiä. Näin lainsäätäjä on pyrkinyt poistamaan piilossa olevat sidonnaisuudet, jotka voisivat vaarantaa asiakkaan edun mukaisen toiminnan sijoitusneuvonnan tarjoamisen yhteydessä.

Laissa määritellään velvollisuuksista tarjota tietoa sijoituspalveluyrityksestä ja sen tarjoamista palveluista, rahoitusvälineiden tiedoista ja sijoitusstrategioista ja kulurakenteista ja niihin liittyvistä velvollisuuksista. Nämä velvoitteet konkretisoivat MIFID II- direktiivin 24 artiklan vaatimuksia sijoittajansuojan toteuttamisesta. Sijoituspalveluntarjoajan tiedonantovelvollisuudella pyritään käytännössä turvaamaan sijoittajansuoja tavalla, jossa asiakas pystyy aidosti tekemään informoituja päätöksiä ja myös arvioimaan riskejä[86]. Tämä pitää sisällään myös sijoituspalveluntarjoajan vastuun tarjota asiakkaalle tiedot ymmärrettävässä muodossa vaatien myös aktiivisuutta sijoituspalveluntarjoajan toimesta. Automaattiset tiedonannot eivät ole riittäviä, joita asiakkaat eivät välttämättä tule huomanneeksi[87].

Tiedonantovelvollisuuden täytäntöönpanoon liittyy olennaisesti myös asiakkaan luokitteleminen. Luokittelusta säädetään sijoituspalvelulain 10 luvun 1 §:ssä. Asiakkaat luokitellaan alun perin MIFID – sääntelyn perusteella ei-ammattimaisiin sijoittajiin, ammattimaisiin sijoittajiin ja hyväksyttäviin vastapuoliin[88]. Näistä

[85] HE 151/2017 s. 164.
[86] Turtiainen 2018 s. 280.
[87] Wuolijoki 2009 s. 158.
[88] Wuolijoki 2009 s. 165.

laajinta tiedonantovelvollisuutta sovelletaan ei-ammattimaisiin asiakkaisiin[89]. Tilannearviointi tiedonantovelvollisuuden laajuudesta korostuu erityisesti silloin, kun asiakas on ei-ammattimainen sijoittaja tai kun hänellä ei ole aiempaa kokemusta vastaavista tuotteista[90]. Yhteenvetona voidaan todeta, että sijoitusneuvontaan liittyvä tiedonantovelvollisuus on sääntelykokonaisuus, jossa yhdistyvät sopimusoikeudelliset, kuluttajansuojaa koskevat ja rahoitusmarkkinasääntelyn tavoitteet[91].

Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 §:ssä asetetaan myös vaatimuksia sijoitusstrategioiden, rahoitusvälineiden ja niiden riskien selkeästä esittämisestä asiakkaalle. Hallituksen esityksen mukaan näiden tietojen täytyy olla ymmärrettävässä muodossa, jotta asiakkaat voivat ymmärtää palveluun ja sijoitustuotteeseen liittyvän riskin[92]. Kiisteltyä onkin se, miten laajasti tai millä tarkkuudella palveluntarjoajan vastuulla on varmistua siitä, että asiakas on ymmärtänyt hänelle annetut tiedot[93]. Ymmärrettävästi rahoitusmarkkinoihin liittyvät instrumentit sisältävät laajasti monimutkaista ja vaikeasti hahmotettavissa olevaa informaatiota. Tämä herättääkin kysymyksen siitä, onko standardisoitu tiedonantovelvollisuus lainsäätäjän vaatimusten mukaista, vai täytyykö jokainen sijoitusneuvonnallinen kohtaaminen räätälöidä kyseisen asiakkaan ominaisuuksien mukaisesti. MIFID II:n 24 artiklan 5 kohdan sanamuoto ”kohtuullisesti ymmärtää” eroaa hieman kansallisen sijoituspalvelulain sanamuodosta ja hallituksen esityksen maininnoista annettujen tietojen ymmärrettävyydestä.

Arvopaperilautakunnan ratkaisu FINE- 042518 tarjoaa esimerkin. Ratkaisussa oli kyse siitä, oliko palveluntarjoajan suositus asiakkaalle soveltuva ja oliko asiakkaalle annettu sijoituspäätöksen tueksi riittävät ja ymmärrettävät tiedot. Asiakkaalle oli suositeltu strukturoitua joukkovelkakirjalainaa ja lautakunta totesi, että kyseisen tuotteen markkinointiesitteet sisälsivät yksityiskohtaista tietoa muun muassa viiteyhtiöiden luottoluokituksista, luottoriskin vaikutuksesta sijoituksen nimellisarvoon ja kuponkituottoihin. Lisäksi markkinointiesite sisälsi

[89] Wuolijoki 2009 s. 165.
[90] Turtiainen 2018 s. 280.
[91] Turtiainen 2018 s. 279.
[92] HE 151/2017 s. 164.
[93] Wuolijoki 2009 s. 223.

esimerkkilaskelmia, joiden pohjalta voitiin havainnollistaa riskien realisoitumisen vaikutuksia. Vaikka tuotteet olivat korkean riskitason velkainstrumentteja ilman pääomaturvaa, lautakunta katsoi, että tiedot olivat riittäviä ja täyttivät sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § vaatimukset.

Tapaus osoittaa osin sitä, että arviointia lainmukaisesta tiedonantovelvollisuudesta ei tehdä ainoastaan tuotteen riskiluokan mukaan, vaan myös siten, miten tuotteen ominaisuuksista on viestitty. Lautakunnan ratkaisussa keskeiseksi nousi se, että markkinointiesitteet oli laadittu ymmärrettävässä muodossa ja sisälsivät laajasti esimerkkejä. Asiakas oli myös itse vahvistanut tutustuneensa niiden sisältöön. Lautakunnan ratkaisu herättää kysymyksen siitä, onko standardisoitu tiedonanto, kuten esitteet, laskelmat ja riskien kuvailu riittävää vai tulisiko sijoitusneuvonnassa pyrkiä myös sanalliseen, vuorovaikutteiseen kommunikaatioon, jossa sijoitusneuvoja pystyisi varmistumaan siitä, että asiakas aidosti ymmärtää sijoitusratkaisun riskit. Ennen ratkaisuun sitoutumista asiakkaalle on annettava myös tiedot palveluntarjoajasta ja mahdollisesta sidonnaisasiamiehen käytöstä[94].

Sijoituspalveluyrityksen tarjoamasta rahoitusvälineestä täytyy asiakkaalle antaa yleinen kuvaus, sekä kuvaus riskeistä. Sijoituspalveluyrityksen on myös painotettava mahdollisuutta menettää sijoitettu pääoma kokonaan. Myös ESMA:n antaman ohjeistuksen mukaan sijoituspalveluyrityksen on kohtuullisin voimin arvioitava sitä, ymmärtääkö asiakas riskin käsitteen ja riskin ja tuoton suhteen[95]. Varmistaakseen sen, että asiakkaat ymmärtävät sijoitustuotteeseen kohdistuvan riskin, tulisi ESMA:n mukaan riskit esittää ymmärrettävällä tavalla, mahdollisesti käyttäen havainnollistavia esimerkkejä, jotka tarjoaisivat erilaisia skenaarioita sijoitustuotteeseen kohdistuvista riskeistä.[96] ESMA painottaa myös ohjeissaan sitä, että palveluntarjoajalla täytyy olla sellaiset toimintatavat ja resurssit järjestää toimintansa siten, että sijoitustuotteisiin liittyvät tiedot ovat asianmukaisia sekä ajantasaisia[97]. Myös erityisen tärkeää tiedonantovelvollisuutta toimeenpannessa on kertoa likviditeetistä ja suositellusta sijoitusajasta.

[94] Turtiainen 2018 s. 290.
[95] ESMA 2023 s. 10.
[96] ESMA 2023 s. 13.
[97] ESMA 2023 s. 24.

Sijoittajansuojan toteutumiseksi on tärkeää se, että asiakkaalla on mahdollisuus arvioida hänelle koituvia kustannuksia valitusta sijoitustuotteesta. Asiakkaalle annettavat tiedot kuluista täytyy olla kattavat ja ymmärrettävät. MIFID II:n 24 artiklan 4 kohdan mukaan asiakkaalle täytyy koota kaikista epäsuorista ja suorista kuluista tiedot sekä näiden vaikutus odotettuun tuottoon. ESMA:n ohjeiden mukaan sijoituspalveluyrityksen täytyy myös pystyä perustelemaan korkeakuluisemman tuotteen suosittelemista asiakkaalle sekä dokumentoida perustelut[98]. Finanssivalvonnan vuonna 2022 tuottaman raportin mukaan tiedonantovelvollisuus on erityisen tärkeää ex post -kulutietojen osalta. Raportin mukaan ei-ammattimaisille sijoittajille on annettava vuosittain koottu, selkeä ja ymmärrettävästi rakennettu raportti sijoituspalveluihin liittyvistä toteutuneista kuluista. Finanssivalvonta korostaa johdonmukaisuutta ja yhteneväisyyttä kulujen raportoinnissa. Mitä monimutkaisempi jokin tuote on, sitä selkeämmin siihen kohdistuvat kulut on esitettävä. Kulut on esitettävä rahamääräisinä, sekä prosenttiosuuksina. Myös kolmansilta osapuolilta saadut maksut on eriteltävä selkeästi. Finanssivalvonnan mukaan valtaosa sijoituspalvelun tarjoajista noudattaa tätä raportointitapaa, mutta esitystavan johdonmukaisuudessa havaittiin puitteita.[99]

Kestävyysmieltymykset ovat osa MIFID II -sääntelyyn liittyvää osaa, jossa asiakkaan mahdollisia kestävyysmieltymyksiä arvioidaan osana sijoitusneuvontaprosessia. Komission delegoidun asetuksen mukaan sijoitusneuvontaa tarjoavien yritysten olisi selvitettävä kysymysten avulla asiakkaiden mahdollisia kestävyysmieltymyksiä. Tämä arviointi suoritetaan osana soveltuvuuden arviointia[100]. Sijoituspalveluyritysten on annettava kestävyysmieltymyksiin perustuvia suosituksia, mutta kuitenkin kestävyysmieltymykset eivät mene kokonaisvaltaisen soveltuvuusarvioinnin yläpuolelle, vaan sijoitusneuvonta täytyy perustua sellaisiin sijoitustuotteisiin, jotka ovat myös muilta ominaisuuksiltaan asiakkaille soveltuvia[101].

Finanssivalvonnan tuottama teema-arvioraportti täsmentää tiedonantovelvollisuuden sisältöä, erityisesti kestävyysmieltymysten osalta. Raportin perusteella

[98] ESMA 2023 s.30.
[99] Finanssivalvonta 2022
[100] Komission delegoitu asetus (EU) 2021/1253 (5)
[101] Komission delegoitu asetus (EU) 2021/1253 (7)

tiedonantovelvollisuus ei rajoitu ainoastaan siihen, että tiedot ovat asiakkaalle saatavissa, vaan asiakkaalle täytyy selkeästi antaa kuvaus kestävyysmieltymyksiin liittyvästä termistöstä. Raportissa konkretisoidaan myös se, miten Euroopan unionin määrittelemää taksonomia luokittelua kysytään asiakkailta soveltuvuutta arvioidessa. Asiakkaalle ei esimerkiksi saa antaa sellaista käsitystä, että mikäli hän haluaa kestävyysmieltymyksiään määritellä, että tämä jotenkin rajoittaisi hänelle tarjottavaa tuotevalikoimaa. Finanssivalvonnan mukaan myös niin sanottu mukauttaminen, eli toiminta, jossa asiakas antaa sijoituspalveluyrityksen poiketa hänen määrittämistänsä kestävyysmieltymyksistä, ei saa olla ennakolta kysytty. Mikäli asiakkaan määrittelemistä kestävyysmieltymyksistä poiketaan, täytyy tämä asiakkaalle mainita ja sijoituspalveluyrityksen täytyy tämä asianmukaisesti dokumentoida.[102]

3.7 Soveltuvuusarviointi

Sijoituspalveluiden tarjoajan keskeinen velvollisuus on arvioida sijoitustuotteen soveltuminen asiakkaalle. Tämä korostuu erityisesti silloin, kun sijoituspalveluntarjoaja suosittelee jotain tiettyä sijoitustuotetta asiakkaille. Soveltuvuusarvioinnin suorittamiseksi sijoituspalveluntarjoajan täytyy sijoituspalvelulain 10 luvun 4 § mukaan kerätä asiakkaalta riittävät tiedot asiakkaan tappionsietokyvystä, taloudellisesta tilanteesta ja asiakkaan tietämyksestä ja kokemuksesta. Soveltuvuusarviointia ei tarvitse noudattaa ammattimaisten asiakkaiden kohdalla, jolloin sijoituspalveluntarjoajalla on oikeus olettaa ammattimaisen asiakkaan tietämys riittäväksi[103]. Myöskään soveltuvuusarviointia ei vaadita taloudellisen aseman selvittämiseksi ammattimaisten asiakkaiden osalta[104].

Soveltuvuusarviointi voidaan toteuttaa hankkimalla tietoa asiakkaan sijoitustuotteiden tuntemisesta, varallisuustasosta, ammatti tai koulutustaustasta ja siitä

[102] kts. Finanssivalvonnan teemaraportti: Kestävyysvaatimusten noudattaminen sijoituspalvelun tarjoajien soveltuvuusarvioinnissa ja kohdemarkkinasääntelyssä
[103] Turtiainen 2018 s. 178.
[104] Turtiainen 2018 s. 178.

kuinka pitkää sijoitusaikaa asiakas itselleen on miettinyt[105]. Ei-ammattimaisen asiakkaan voi olla vaikea ymmärtää sitä, kuinka oleellisia tiedot ovat sijoituspalveluntarjoajalle, jotta palveluntarjoaja voi suorittaa lainsäädännön velvoittaman soveltuvuusarvioinnin. Kuitenkin sijoituspalveluntarjoajalla on oikeus luottaa asiakkaan antamiin tietoihin, kuitenkin poikkeuksena tilanteet, joissa sijoituspalveluntarjoajan olisi täytynyt ymmärtää puuttua johonkin asiakkaan antamaan tietoon ja sen virheellisyyteen[106].

Soveltuvuusarviointi sijoitusneuvonnan yhteydessä on keskeinen velvoite, jossa sijoituspalveluntarjoaja hankkii asiakkaalta tarvittavat tiedot ja tämän pohjalta arvioi sijoitustuotteen soveltumista asiakkaalle. Soveltuvuusarvioinnilla pyritään täyttämään lainsäädännön velvoite toimia asiakkaan edun mukaisesti.[107] Soveltuvuusarvioinnin lähtökohtana on velvollisuus hankkia asiakkaalta olennainen tieto hänen taloudellisesta asemastaan, sijoitustavoitteista ja sijoituskokemuksesta[108]. Vasta näiden tietojen pohjalta voidaan tehdä perusteltuja asiakkaan edun mukaisia suosituksia. Soveltuvuusarvioinnissa täytyy täyttyä kolme edellytystä. Liiketoimen on vastattava asiakkaan sijoitustavoitteita. Toiseksi asiakkaan tulee pystyä kantamaan siihen liittyvät riskit ja kolmanneksi asiakkaalla on oltava riittävä kokemus ja tietämys ymmärtääkseen liiketoimen riskit[109]. Soveltuvuusarviointi tulee tehdä aina, kun asiakkaalle annetaan sijoitusneuvontaa. Tämä kattaa myös verkossa, puhelimitse tai videoyhteyden tapahtuvan neuvonnan[110].

Finanssivalvonnan mukaan useimmilla yrityksillä on käytössään automaattisia tiedonkeruujärjestelmiä, joiden pohjalta soveltuvuusarviointia tehdään. Tämä automaattinen tiedonkeruu voi altistaa tilanteisiin, joissa asiakas ei ymmärrä kyselyiden tärkeyttä. Finanssivalvonnan arvioiden mukaan tietojen keruussa ja laadussa onkin havaittu puutteita. Erityisesti liiallisen painoarvon antaminen asiakkaan oman kokemuksen perusteella tekemään arvioon voi aiheutua ongelmalliseksi. Myös ongelmana on nähty sijoituskokemuksen pohjalta luotua arviointia

[105] Komission delegoitu asetus 2017/565 55 artikla
[106] Turtiainen 2018 s. 189.
[107] Turtiainen 2018 s. 177.
[108] Hoppu 2016 s. 217.
[109] Wuolijoki 2009 s. 179.
[110] Kts. Finanssivalvonnan lausunto 41/02.01.03/2020 s. 2.

asiakkaan tietämyksestä. Tämä voi olla ongelmallista, sillä sijoituskokemus ei aina tarkoita sijoitustuotteiden ymmärtämistä[111]. Finanssivalvonnan arvioiden mukaan asiakkaiden taloudellisen aseman selvittämisessä on havaittu vaihtelua. Jotkut yhtiöt eivät ole ottaneet riittävästi selvää asiakkaiden taloudellisesta asemasta. Myös taloudellista tilannetta arvioitaessa täytyy ottaa huomioon myös asiakkaiden perhesuhteet, ikä, siviilisääty ja työllisyystilanne[112]. Taloudellisen tilanteen arviointi ei voi siis pohjautua ainoastaan varallisuuteen. Sijoitusneuvojan on käytännössä pystyttävä muodostamaan kattava kuva asiakkaan taloudellisesta asemasta, joka laajuudeltaan voi pohjautua varallisuuteen, velkoihin ja varojen realisointitarpeisiin. Tämä voi asettaa käytännön haasteita neuvontatilanteisiin. Asiakas ei välttämättä tiedosta itsekkään omaan taloudelliseen tilanteeseen pohjautuvia relevantteja tietoja. Tämän vuoksi sijoitusneuvojan voi olla välillä haastavaa varmistua siitä, että hänen suosituksensa perustuu kaikkeen oleelliseen tietoon.

Finanssivalvonnan mukaan etenkin jatkuvassa sijoitusneuvonnassa ongelmaksi nousee se, että soveltuvuuden arvioinnissa tukeudutaan liian usein asiakkaan omaan arvioon, eikä tukeuduta tarpeeksi objektiivisiin arviointikriteereihin. Finanssivalvonnan raportin mukaan sijoituskokemusta usein arvioitiin monissa sijoituspalveluyrityksissä indikaattorina sijoitustietämyksestä. Näissä kahdessa on tietysti olennainen ero. Kokemus ei aina kerro tietämyksestä, joten sijoituspalveluyritysten täytyy itse pystyä arvioimaan omin kriteerein asiakkaan sijoitustietämystä. Finanssivalvonta korostaa, että asiakkaan sijoitustietämys ja -kokemus on selvitettävä ja arvioitava erillisinä osina, eikä kokemuksesta saa tehdä suoria johtopäätöksiä. Tämän vuoksi yritysten täytyy kerätä ja dokumentoida tietoa asiakkaan sijoitustuotteisiin liittyvästä tietämyksestä. [113]

Finanssivalvonta on havainnut puutteita siinä, miten sijoituspalveluyrityksissä toimivien sijoitusneuvojien tulee arvioida asiakkaiden sijoitustietämystä. Havaintojen mukaan useilta yrityksiltä puuttuivat johdonmukaiset säännöt sille, miten kerätyn tiedon pohjalta päädytään sijoitussuositukseen. Myös tappionsietokyvyn

[111] Kts. Finanssivalvonnan lausunto 41/02.01.03/2020 s. 3.
[112] Kts. Finanssivalvonnan lausunto 41/02.01.03/2020 s. 6.
[113] Kts. Finanssivalvonnan lausunto 41/02.01.03/2020 s. 3–4.

arvioinnissa Finanssivalvonta korostaa sitä, ettei asiakkaan taloudellisesta tilanteesta saa tehdä johtopäätöksiä tappionsietokykyyn liittyen. [114]

Tuotevertailu, kustannukset ja monimutkaiset tuotteet luovat oman vaatimuksensa soveltuvuuden arvioinnissa. Finanssivalvonta pitää puutteellisena sitä, ettei useimmissa yhtiöissä ole selkeitä periaatteita siitä, miten vastaavia tuotteita vertaillaan asiakkaan soveltuvuusarvioinnin puitteissa kustannusten ja tuotteen monimutkaisuuden suhteen. Mikäli asiakkaalle suositellaan kalliimpaa tai monimutkaisempaa vaihtoehtoa, täytyy suositus perustella ja dokumentoida huolellisesti. Myös sijoitustuotteiden vaihtamisessa täytyy noudattaa soveltuvuuden arviointia asianmukaisesti. Finanssivalvonta määrittelee vaihtamisen rahoitusvälineen myynniksi ja ostoksi. Sijoitustuotteen vaihtamiseen täytyy olla asianmukaiset perustelut ja asiakasta täytyy varoittaa mahdollisista veroseuraamuksista[115].

3.8 Sijoituspalvelulaissa määritettyjen velvoitteiden laiminlyönti

Sijoituspalveluyritykselle asetettujen menettelyllisten velvoitteiden ensisijaisena tarkoituksena on varmistaa asiakkaan edun toteutuminen tilanteissa, joissa informaatio jakautuu epätasaisesti osapuolten välillä. Kun näitä velvoitteita laiminlyödään, kysymys ei ole ainoastaan muodollisesta rikkomuksesta, vaan tilanteesta, jossa asiakkaan sijoittajansuojan voidaan katsoa vaarantuneen ja palveluntarjoajan toiminta poikkeaa lainsäädännön asettamista vaatimuksista. Laiminlyönnillä voi olla sekä yksityisoikeudellisia, että hallinnollisia seuraamuksia ja myös sillä voi olla vaikutusta laajemmin palveluntarjoajan luotettavuuteen markkinoilla. Sijoituspalveluntarjoajan vastuiden kuten, tiedonantovelvollisuuden tai soveltuvuusarvioinnin laiminlyöminen voi johtaa vahingonkorvausvelvollisuuden syntyyn, mikäli sijoittajalle aiheutuu taloudellista vahinkoa[116].

Esimerkiksi tapaus FINE- 042758 (2022) käsittelee sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuuden toteutumista ja reklamaatiovelvollisuuden vaikutuksia

[114] Kts. Finanssivalvonnan lausunto 41/02.01.03/2020 s. 7.
[115] Finanssivalvonta 2020 s. 8.
[116] Turtiainen 2018 s. 438.

sijoittajan oikeuksiin. Tapauksessa asiakas katsoi saaneensa puutteellisia ja harhaanjohtavia tietoja osakkeista, minkä seurauksena hän teki sijoituspäätöksen, joka johti taloudellisiin tappioihin. Ongelmaksi tapauksen arvioinnissa muodostui se, ettei asiakasta ollut informoitu riittävästi sijoituksen riskiprofiilista, osakelajien hierarkiasta ja niiden vaikutuksesta osinko-oikeuksiin. Tapauksessa nousi myös kaksi kysymystä: 1. Onko asiakas menettänyt oikeutensa vaatia hyvitystä viivästyneen reklamaation vuoksi? 2. Onko sijoituspalveluyritys laiminlyönyt sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § tiedonantovelvollisuuden ja onko näillä mahdollisilla velvollisuuksien rikkomuksilla yhteys asiakkaan kokemiin taloudellisiin tappioihin. Sopimusoikeudessa reklamaatiovelvollisuudella tarkoitetaan sitä, että asiakkaan on ilmoitettava virheestä palveluntarjoajalle kohtuullisessa ajassa sen havaitsemisesta[117]. Palveluntarjoaja katsoi asiakkaan menettäneen oikeutensa vedota virheeseen, koska hän ei ollut reklamaation viivästyttyä toiminut aktiivisesti saadakseen hyvitystä. Asiakas puolestaan perusteli reklamaation viivettä sillä, että hän sai keskeiset tiedot sijoituksen riskeistä vasta vuonna 2021, jolloin hän ymmärsi päätöksensä riskit.

Sijoituslautakunnan arvion mukaan, asiakkaan reklamaation viivästyminen ei ollut kohtuutonta, koska 1. Asiakas oli yrittänyt selvittää sijoituksensa ehtoja ja riskiprofiilia ennen varsinaista reklamaatiota. 2. Sijoituskohteen monimutkaisuus ja riskirakenteen piilottaminen vaikuttivat siihen, ettei sijoituksen todellinen luonne ollut välittömästi asiakkaan havaittavissa. 3. Reklamaatioaika ei ollut kohtuuttoman pitkä, ottaen huomioon tapauksen olosuhteet. Tämän syyn takia asiakkaan katsottiin säilyttäneen oikeutensa vaatia hyvitystä, eikä palveluntarjoaja voinut vedota reklamaation viivästymiseen. Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § mukaan sijoituspalveluntarjoajan on annettava asiakkaalle selkeät ja riittävät tiedot sijoitusvälineen ominaisuuksista, riskeistä ja siihen liittyvistä ehdoista.

Tapauksessa asiakkaalle oli kyllä toimitettu sijoitukseen liittyviä materiaaleja, mutta niissä ei ollut mainintaa sijoitusosakkeiden erilaisista osakelajeista ja niiden vaikutuksista osinko-oikeuksiin. Asiakas oli saanut käsityksen, että hänen

[117] Luukkonen 2021 s. 109.

hankkimansa osakkeet nauttisivat erityistä etuoikeutta muihin osakesarjoihin nähden, vaikka näin ei ollut. Sijoituslautakunta katsoi, että palveluntarjoaja oli laiminlyönyt sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § asettamia velvoitteita ja nämä tiedonantoon liittyvät laiminlyönnit olivat ratkaisevassa asemassa asiakkaan tekemän päätöksen kantta ja tästä voitiin luoda syy-yhteys tiedonantovirheen ja aiheutuneiden taloudellisten tappioiden välille. Korvausvastuu edellyttää, että palveluntarjoajan menettelyllä on ollut syy-yhteys aiheutuneeseen vahinkoon[118]. Sijoituslautakunta suositteli ratkaisussaan vahingonkorvausta asiakkaalle.

Tapaus FINE-042758 vahvistaa sen, että sijoituspalveluyrityksillä on laaja velvollisuus varmistaa, että asiakkaat saavat kaikki olennaiset tiedot sijoituskohteistaan. Lisäksi se osoittaa, että reklamaatiovelvollisuutta arvioidaan tapauskohtaisesti ottaen huomioon asiakkaan asema, sijoituskohteen monimutkaisuus ja tiedon saannin ajankohta.

[118] Turtiainen 2018 s. 387.

4 SIJOITUSPALVELULAISSA ASETETTUJEN VELVOITTEIDEN VAIKUTUKSET SIDOSRYHMIIN

4.1 Vaikutukset palveluntarjoajiin

MIFID II-direktiivin ja kansallisen lainsäädännön vaikutukset sijoituspalveluiden tarjoajien kustannusrakenteisiin ja strategisiin toimintamalleihin ovat olleet merkittäviä. Asia käy erityisesti ilmi lain valmisteluaineistoista, joista esimerkiksi hallituksen esityksessä 151/2017 todetaan seuraavaa ” Esitetyillä säännöksillä on suoria kustannusvaikutuksia sijoituspalveluyrityksille, sijoituspalveluita tarjoaville luottolaitoksille ja joillekin muille rahoitusmarkkinatoimioille sekä epäsuoria vaikutuksia niiden asiakkaille, kuten kotitalouksille ja yrityksille”.

Euroopan komissio arvioi, että MIFID II:n käyttöönotto aiheutti sijoituspalveluyrityksille kertaluontoisia implementointikustannuksia 512-732 miljoonaa euroa ja vuotuisia jatkuvia kustannuksia 312-586 miljoonaa euroa[119]. Sääntelyn toteutuskustannukset ovat vaikuttaneet vaihtelevasti palveluntarjoajien kustannusrakenteeseen. Komission mukaan MIFID II:n kustannukset ovat enintään 0.15% EU-pankkisektorin vuotuisista toimintakustannuksista. Kuitenkin pankkikohtainen vaikutus on vaihdellut. Vähittäispankeille kertaluonteiset kustannukset ovat olleet arviolta 0.6% ja investointipankeille 0.7% kokonaiskustannuksista[120]. Nämä taloudelliset arviot ja niiden vaikutukset eivät jää ainoastaan palveluntarjoajan sisäiseksi asiaksi, vaan on mahdollista, että kasvavat kustannukset heijastavat palvelun rakenteeseen, hinnoitteluun ja tarjontaan. Monet palveluntarjoajat joutuvat miettimään liiketoimintamallejaan uudelleen, minkä seurauksena esimerkiksi yksilölliseen neuvontaan perustuvat palvelut saattavat rajautua aiempaa kapeammalle asiakasjoukolle, käytännössä tarkoittaen sitä, että ei-ammattimaiset sijoittajat, joiden varallisuus eivät mahdollista korkeamman kustannusrakenteen kattamista, voivat jäädä helpommin standardisoitujen tai passiivisten ratkaisujen varaan. Komission vaikutusarvion mukaan MIFID II -direktiivin toimeenpano

[119] Ercegovac 2019 s. 45.
[120] Ercegovac 2019 s. 44.

aiheuttaa sijoituspalveluyrityksille välittömiä kuluja, sekä jatkuvaluonteisia kuluja. Sääntelyn toimeenpano edellyttää investointeja teknologiseen infrastruktuuriin, tietojärjestelmiin ja henkilöstön koulutusresursseihin[121].

Kustannusten lisäksi sääntelyllä on ollut epäsuoria taloudellisia vaikutuksia liiketoimintamalleihin. Erityisesti MIFID II:n käyttöönotto on kaventanut yritysten kaupankäynnin katteita. Tämä johtuu MIFID II:n määräämistä läpinäkyvyys- ja raportointivaatimuksista. Sijoituspalveluntarjoajilla on aiempaa vähemmän mahdollisuuksia hyödyntää epäsymmetristä hinnoittelua tuotteissa ja tämä vaikuttaa palveluntarjoajien kaupankäyntistrategioihin.[122]

Suurena haasteena sääntelykustannusten kannalta ovat olleet pienet ja keskisuuret sijoituspalveluyritykset, joilta puuttuvat tarvittavat resurssit skaalata hallinnollisia velvoitteita tehokkaasti[123] Suureksi kustannuseräksi ovat osoittautuneet liiketoimintasääntöjen tiukennukset sekä organisatoriset vaatimukset. Lisäksi sääntelyyn liittyvä hallinnollinen taakka on ollut huomattava. Komission arvion mukaan kokonaiskustannuksia lisäävät lisääntyneet tiedonantovelvoitteet ja raportointivelvoitteet. Sääntelymuutoksilla on ollut myös epäsuoria vaikutus palveluntarjoajien liiketoimintamalleihin. Komission vaikutusarvio esimerkiksi toteaa, että kannustimien kielto on saattanut aiheuttaa markkinoilta poistumista erityisesti pieniltä toimijoilta, joiden tulovirta perustui palkkioihin[124]. Myös Yeoh toteaa, että haasteena sääntelykustannusten kasvun kannalta on pienien ja keskisuurien yhtiöiden vaikeudet koota resursseja sääntelyvelvoitteiden täyttämiseen[125]. Tämä pienten ja keskisuurten yhtiöiden poistuminen markkinoilta voi kaventaa kilpailua ja standardisoida palveluita, joka voi vaikuttaa ei-ammattimaisten sijoittajien saamaan palveluun.

MIFID II – sääntelykehyksen toimeenpano on vaatinut sijoituspalveluntarjoajilta merkittäviä investointeja paitsi sääntelyn noudattamiseen liittyviin prosesseihin,

[121] Euroopan komissio 2021 s. 41.
[122] Ercegovac 2019 s. 44.
[123] Ercegovac 2019 s. 44.
[124] Sec 2011 1226 s. 259.
[125] Yeoh 2019 s. 4.

mutta myös teknologisiin järjestelmiin ja tätä myötä organisaation sisäisiin muutoksiin[126]. Tämä korostaa muutostaakan epäsymmetristä jakautumista. Suurten toimijoiden resurssit mahdollistavat tehokkaan sopeutumisen, mutta pienet ja keskisuuret toimijat kokevat raskaan hallinnollisen ja teknisen taakan. MIFID I-direktiivin alkuperäinen sääntelykehys on myös mahdollistanut useita poikkeuksia ja tulkinnallisia rajoja, jotka ovat johtaneet myös sijoittajansuojan epätasaisuuteen eri palveluntarjoajien välillä[127]. Palveluntarjoajien näkökulmasta tämä luo kilpailun vääristymää, mutta myös paineita sääntelyn harmonisoimiseksi, mikäli sijoittajansuojaa koskeva sääntely halutaan yhdenmukaiseksi EU:n alueella.

MIFID II-direktiivin noudattamiskustannukset saattavat johtaa kohti konsolidaatiota rahoitusmarkkinoilla. Sääntelyn noudattamiseen liittyvät kustannukset kohdistuvat raskaammin pienempiin toimijoihin. Suurten yritysten resurssit muutoksiin ovat suuremmat. Tämä luo merkittävää epäsymmetriaa toimintaedellytyksissä ja voi johtaa kilpailulliseen siirtymään[128]. Hallituksen esityksen mukaan sääntelyn toimeenpanokustannukset suomalaiselle rahoitussektorille arvioitiin 4,9-31 miljoonaan euroon ja vuotuiset noudattamiskustannukset 2,9-25 miljoonaan euroon[129]. Vaikutukset eivät kuitenkaan jakaudu tasaisesti palveluntarjoajien välille. Sääntely saattaa näin epäsuorasti edistää markkinoiden konsolidoitumista. Hallituksen esityksessä 151/2017 mainitaan seuraavaa: ” Vaikka ehdotetut säännökset saattavat hetkellisesti kasvattaa markkinoiden tehottomuutta ja aiheuttaa kustannuksia toimijoille, pitkällä aikavälillä ne kasvattavat sijoittajien ja rahoituksen hakijoiden luottamusta markkinoihin”. Tässä lainsäätäjän arviossa ymmärretään, että kustannukset saattavat rajata pienempien toimijoiden markkinaosuutta, joskin myös kokonaisjärjestelmän vakautta tavoitellaan. Arvio tukee laajasti kansainvälisen tutkimuskirjallisuuden havaintoja. Erityisesti kustannukset, skaalavaikutukset ja pienempien toimijoiden heikompi asema ovat yhteneväisiä johtopäätöksiä.

[126] Yeoh 2019 s. 4.
[127] Euroopan komissio 2011 s. 20.
[128] Belton 2017 s. 1.
[129] HE 151/2017 s. 108.

Edellä esitetty analyysi MIFID II -direktiivin vaikutuksista palveluntarjoajiin osoittaa selkeästi, että sääntely on uudistanut sijoituspalveluiden tarjontaa rakenteellisesti, taloudellisesti ja teknologisesti. Näiden muutosten ymmärtäminen on keskeistä tutkimuksen näkökulmasta, koska ei-ammattimaisilla asiakkailla ei ole suoraa vaikutusvaltaa sääntelyyn tai sen tulkintaan, mutta he ovat sen välillisten vaikutusten ensisijaisia kokijoita. Toisin sanoen, muutokset palveluntarjoajien kustannusrakenteessa, toimintamalleissa ja kilpailuasetelmassa heijastuvat suoraan siihen, millaisia sijoituspalveluita ei-ammattimaiset asiakkaat voivat saada, ja millä hinnalla.

Komission vaikutusarviosta käy ilmi myös se, että vaikka palveluntarjoajiin kohdistuva kustannuspaine on ilmeinen, niin komission näkemyksen mukaan nämä kustannukset tulee nähdä osana laajempaa markkinarakenteen vahvistamista. J.P. Morganin tuottaman raportin mukaan MIFID II- direktiivin kytkeytyvän kustannusläpinäkyvyys vaatimuksen palveluntarjoajan toiminnassa konkretisoi ennen kaikkea se, että sijoitustuotteiden kulut täytyy esittää sekä ennakolta, että vuosittain jälkikäteen asiakkaan sijoituspääomaan suhteutettuna neljässä eri kategoriassa (kertaluonteiset, juoksevat, kaupankäyntikulut ja satunnaiset kulut), prosentteina ja euroina. Tämä luonnollisesti edellyttää palveluntarjoajalta toimivaa digitaalista infrastruktuuria, jolla pystytään tuottamaan tällaista laskentadataa isolle asiakasmäärälle. Raportissa myös painotetaan sitä, että kulujen tuominen esiin ei itsessään paranna sijoittajansuojaa, sillä asiakkailla ei välttämättä ole ymmärrystä kulujen syntymisestä. Erilaiset sijoitusstrategiat tuottavat erilaisia kuluprofiileja.[130]

4.2 Vaikutukset ei-ammattimaisille asiakkaille

Sijoitusneuvontaa koskevan sääntelyn muutoksilla on ollut merkittävä vaikutus sijoituspalveluita käyttäville asiakkaille, erityisesti ei-ammattimaisille sijoittajille. MIFID II –direktiivi ja sen kansallinen täytäntöönpanon myötä asiakkaiden

[130] Kts. Transaction costs explained 2023

sijoittajansuojaa on pyritty vahvistamaan lisäämällä palveluntarjoajien tiedonantovelvoitteita, soveltuvuusarviointeja ja asiakasluokittelua koskevia vaatimuksia. Tavoitteena on ollut luoda asiakkaille olosuhteet, joissa he voivat tehdä informoituja ja heidän etujensa mukaisia sijoituspäätöksiä. Tässä osiossa tutkielmaa käydään tarkemmin läpi vaikutuksia ei-ammattimaisten sijoittajien näkökulmasta. Tavoitteena on pyrkiä selvittämään, onko sääntelyn kiristyminen tosiasiallisesti hyödyttänyt asiakkaita ja onko lainsäätäjän tavoitteet ei-ammattimaisten sijoittajien näkökulmasta toteutuneet.

MIFID II – direktiivin kansallisessa täytäntöönpanossa sääntelyn ensisijaisena tavoitteena on rahoitusmarkkinoiden vakauden ja luotettavuuden vahvistaminen sekä sijoittajansuojan parantaminen. Hallituksen esityksen mukaan sijoituspalvelulain sääntelyuudistuksella pyrittiin muun muassa ”vähentämään jäsenmaiden harkintavaltaa unionin rahoituspalveluja koskevan sääntelyn suhteen”, sekä luomaan yhdenmukaiset toimintaedellytykset markkinatoimijoille sekä lisäämään kaupankäynnin läpinäkyvyyttä rahoitusvälineiden osalta.[131]

Sijoittajansuojaa koskevat tavoitteet ovat keskeisessä roolissa. Sijoituspalvelulain sääntelyllä pyrittiin erityisesti tiukentamaan monimutkaisten sijoitustuotteiden tarjoamista koskevia vaatimuksia, erityisesti liittyen niihin liittyvän sijoitusneuvonnan osalta. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden tiukentaminen ja kannustinjärjestelmien rajaus olivat toimenpiteitä, joilla pyrittiin estämään asiakkaan edun vaarantuminen. Lain valmisteluaineistossa myös käy ilmi, että ei- ammattimaisille sijoittajille ei saa suositella muuta kuin hänelle parhaiten sopivaa sijoitustuotetta, ja palveluntarjoajan kannustinjärjestelmät eivät saa kannustaa muuhun.[132]

Lainsäätäjä on sisällyttänyt lainsäädäntöön myös velvollisuuksia, jotka kohdistuvat erityisesti ei-ammattimaisille asiakkaille tarjottaviin sijoituspalveluihin. Tämä näkyy erityisesti siinä, että sijoituspalveluyrityksiltä edellytetään entistä tarkempaa selvitystä asiakkaan tietämyksestä, kokemuksesta ja taloudellisesta asemasta. Yksi keskeinen sijoitusneuvontaa koskevaa sääntelyä ei-ammattimaisille sijoittajille liittyy siihen, miten sijoitussuositukset esitetään ja kuinka mahdollisista

[131] HE 151/2017 s. 88.
[132] HE 151/2017 s. 90.

eturistiriidoista informoidaan. Tähän liittyvää sääntelyä on konkretisoitu komission delegoidulla asetuksella 2016/958, jonka tavoitteena on varmistaa sijoitussuositusten puolueettomuus, avoimuus ja selkeys ja suojata sijoittajia harhaanjohtavalta ja vinoutuneelta informaatiolta[133].

Komission asetuksen mukaan sijoitussuositusta tehdessä ehdotukseen sisältyvät tiedot on esitettävä siten, että niistä erottuvat selkeästi tosiasiat mielipiteistä ja ennusteista[134]. Tämä ei ainoastaan lisää tiedon läpinäkyvyyttä, vaan luo edellytykset siihen, että asiakkaalla on mahdollisuus ymmärtää, mihin suositus perustuu ja arvioida sen luotettavuutta omaan riskinsietokykyynsä.

Tärkeänä voidaan pitää myös komission asetuksen säännöksiä eturistiriitojen julkistamisesta. Asetuksen mukaan suosituksia antavien henkilöiden on ilmoitettava kaikki ne olosuhteet, jotka voivat kohtuudella heikentää suosituksen puolueettomuutta, mukaan lukien heidän omat tai heidän konserniinsa kuuluvien tahojen intressit suhteessa suositeltuun rahoitusvälineeseen tai sen liikkeeseenlaskijaan[135]. Tällainen velvollisuus on keskeinen ei-ammattimaisten sijoittajien suojan kannalta, sillä kyseisellä asiakasryhmällä ei välttämättä ole kykyä tai resursseja arvioida eturistiriitojen vaikutusta sijoitussuosituksiin.

Yksi keskeisistä muutoksista liittyy tiedonantovelvollisuuksien vahvistamiseen sijoituspalveluissa, erityisesti silloin kun kyse on monimutkaisista sijoitustuotteista. Komission mukaan näiden tiedonantovelvollisuuksien tiukentaminen lisää asiakkaiden tietoisuutta eri tuotetyypeistä ja niihin liittyvästä hinnoittelusta sekä näin parantaa heidän kykyään tehdä informoituja sijoituspäätöksiä. Erityisesti korostetaan, että sääntely voi johtaa parempaan kokonaisymmärrykseen sijoitustuotteisiin liittyvistä ominaisuuksia ja riskeistä, mikä parantaisi päätöksenteon laatua ei-ammattimaisten sijoittajien osalta. Samalla kuitenkin on todettu, että sääntelyn aiheuttamat lisäkustannukset voivat siirtyä asiakkaille, mikä voi heikentää palvelun saavutettavuutta erityisesti vähemmän varakkaille sijoittajille.[136]

[133] Delegoitu asetus 2016/958 johdanto
[134] Delegoitu asetus 2016/958 3 artikla
[135] Delegoitu asetus 2016/958 5 artikla
[136] Euroopan komissio 2011 s. 54.

Toinen ei-ammattimaisille sijoittajille vaikuttava uudistus on liittynyt kannustimien sääntelyyn sijoitusneuvonnassa. Komission arviossa esitetään, että kannustinkiellot voivat poistaa eturistiriitatilanteita erityisesti herkillä palvelualueilla ja siten lisätä ei-ammattimaisten asiakkaiden suojaa. Näillä toimenpiteillä pyritään varmistamaan, että asiakkaille suositeltavat tuotteet ovat tosiasiallisesti heille sopivia, eivätkä liity palveluntarjoajan mahdollisiin taloudellisiin kannustimiin. Komission mukaan tämä sääntely parantaa neuvonnan laatua ja selkeyttä, mutta samalla saattaa lisätä palveluiden hintaa, mikä voi heikentää pienten sijoittajien pääsyä riippumattomaan neuvontaan.[137] Tämä palveluntarjonnan mahdollinen kaventuminen korostaa tarvetta arvioida sääntelyn vaikutuksia palveluiden saatavuuteen, eikä ainoastaan sen luoman suojan perusteella.

On myös mietitty, että kaikki sijoituspalvelut asetettaisiin yleisen kannustinkiellon piiriin. Tältä osin komissio arvioi, että liian laajasti sovellettu kannustinkielto voisi vähentää ei-ammattimaisille asiakkaille tarjottavien palveluiden valikoimaa ja nostaa palvelukustannuksia ilman, että tästä aiheutuisi vastaavaa suojaetua[138]. Tämä osoittaa, että lainsäätäjä on tiedostanut tarpeen tasapainottaa sijoittajansuojan vahvistamista ja markkinatoimijoiden mahdollisuuksia tavalla, joka ei ainakaan olennaisella tavalla heikennä palveluiden saatavuutta.

Sääntelyllä on kuitenkin myös ei-toivottuja vaikutuksia ei-ammattimaisille asiakkaille. Ensinnäkin sääntelyn aiheuttamat hallinnolliset velvoitteet voivat nostaa palveluntarjoajien kustannuksia, mikä puolestaan voi siirtyä asiakkaiden maksettavaksi korkeampina palkkioina tai vähentyneenä palvelutarjontana[139]. Esimerkiksi henkilökohtainen sijoitusneuvonta voi jäädä tarjonnasta pois asiakassegmentissä, jossa se ei ole taloudellisesti kannattavaa palveluntarjoajalle. Tällöin asiakkaat ohjautuvat digipalveluihin tai mallipohjaisiin ratkaisuihin, jotka eivät tarjoa yhtä henkilökohtaista neuvontaa. MIFID II:n mukaiset kustannusraportointivelvoitteet ovat niin hallinnollisesti kuormittavia, että manuaaliset menettelyt ovat palveluntarjoajille käytännössä liian kalliita toteuttaa, erityisesti laajamittaisessa

[137] Euroopan komissio 2011 s. 54.
[138] Euroopan komissio 2011 s. 54.
[139] Wuolijoki 2009 s. 182.

vähittäisasiakaspalvelussa. Tämä lisää paineita automaation käyttöönottoon, mutta myös kustannusten kattamiseen asiakashinnoittelun kautta[140].

Lisäksi sääntely, kuten MIFID II:n edellyttämä tutkimuskustannusten ja toimeksiantojen eriyttäminen, on lisännyt kustannuksia erityisesti aktiivisesti hallinnoiduissa rahastoissa. Tutkimuksen mukaan rahastojen kulurakenteessa tapahtui merkittävä muutos, kun aiemmin piilossa olleet kustannukset siirrettiin avoimesti näkyville asiakkaiden maksamiin kokonaiskuluihin. Tämä johti esimerkiksi korkean aktiivisuusasteen rahastoissa korkeampiin kuluihin[141].

Toinen merkittävä näkökohta sääntelyn vaikutuksissa ei-ammattimaisiin asiakkaisiin liittyy siihen, miten palveluntarjoajat rakentavat sijoituspalvelutarjontaansa. Sijoituspalveluyrityksillä on usein taloudellinen kannustin ohjata asiakkaita aktiivisesti hoidettuihin rahastoihin, vaikka passiiviset vaihtoehdot olisivat monissa tapauksissa asiakkaan edun mukaisia esimerkiksi matalampien kulujen vuoksi ja tästä johtuvien korkeampien tuottojen vuoksi[142]. Aktiivisesti hoidetut rahastot mahdollistavat korkeammat hallinnointipalkkiot, mikä lisää palveluntarjoajan tuottoja ja katemarginaalia. Näin ollen sääntely ei aina toteuta tarkoitustaan parantaa sijoittajansuojaa ilman sivuvaikutuksia.

Lisäksi palveluntarjoajat voivat riskienhallintasyistä kieltäytyä suosittelemasta tiettyjä tuotteita, vaikka ne olisivat asiakkaan kiinnostuksen kohteena. Tästä esimerkkinä voidaan ottaa niin monimutkaiset tuotteet, joiden läpikäyminen asiakkaiden kanssa lainsäädännön edellyttämällä tavalla osoittautuisi mahdottomaksi. Tähän liittyy vahvasti esimerkiksi monimutkaisten tuotteiden poissulku niin sanotusta ”excecution only” toimintatavasta, joissa ei tarvitse suorittaa soveltuvuusarviointia, ja jossa asiakas on itse antanut aloitteen kyseiselle sijoitustuotteen ostolle. Tämä on myös herättänyt kritiikkiä siitä, että lainsäätäjän pyrkimys sijoittajansuojan kasvattamiseen saattaa myös rajata ei-ammattimaisten sijoittajien mahdollisuutta osallistua tiettyjen sijoitustuotteiden hankintaan[143]. Toisaalta ei-ammattimaiset sijoittajat hyötyvät selkeämmistä ja riskienhallinnan näkökulmasta

[140] Göb 2018 s. 24.
[141] Fröberg 2018 s. 2.
[142] Michelson 2002 s. 10.
[143] Islam 2019 s. 28.

turvallisimmista sijoitustuotteista, kuten esimerkiksi matalariskisistä sijoitusrahastoista tai määräaikaistalletuksista. Kuitenkin samalla kun keskimääräinen sijoittajansuoja kasvaa, ei-ammattimaisilta sijoittajilta vähenevät ne vaihtoehdot, jotka ovat korkeariskisimpiä tuotteita, ja joita he pystyivät ennen hankkimaan ”execution only” periaatteella ilman sijoitusneuvontaprosessia. Tämä voi rajoittaa asiakkaan valinnanvapautta, mikä herättää kysymyksiä siitä, suojellaanko asiakasta hänen omalta harkintakyvyltään liian pitkälle. Tällaisessa tilanteessa sääntely voi aiheuttaa turhautumista asiakkaalle, joka kokee jäävänsä ilman yksilöllistä palvelua tai mahdollisuutta tehdä omaan riskinsietokykyyn perustuvia valintoja.

Esimerkiksi MIFID II- direktiivin esitöistä käy ilmi komission halu laajentaa menettelyvelvoitteita koskemaan tilanteita, joissa luottolaitokset myyvät strukturoituja talletuksia asiakkaille neuvonnan kanssa tai ilman neuvontaa[144]. Laajennus parantaa sijoittajansuojaa, mutta kasvattaa merkittävästi tuotteiden jakeluun liittyviä kustannuksia. Dokumentaatio, tiedonantovelvoitteet, soveltuvuuden arviointi ja kannustimien hallinta edellyttävät palveluntarjoajilta investointeja henkilöstöön ja järjestelmiin.

Hankalaa on ei-ammattimaisten sijoittajien kohdalla arvioida sitä, missä määrin lainsäätäjän asettamat velvoitteet sijoituspalveluntarjoajille palvelevat ei-ammattimaisten sijoittajien etua, ja missä määrin nämä velvoitteet rajoittavat ei-ammattimaisten sijoittajien valinnanvapautta. Ei-ammattimaiset sijoittajat kuitenkin ovat heterogeeninen joukko, tarkoittaen sitä, että sen sisällä olevilla sijoittajilla on eri määrä kokemusta, tietotaitoa ja ymmärrystä sijoitusmarkkinoiden toiminnasta. Tästä huolimatta heihin kaikkiin pätee sama lainsäätäjän määritelmä ei-ammattimaisesta sijoittajasta.

[144] Komission ehdotus MiFID I -direktiivin kumoamisesta s. 6.

4.3 Vaikutukset rahoitusmarkkinoihin ja kilpailuun

MIFID II -direktiivin sekä siitä pohjautuvan sijoituspalvelulain tavoitteena on ollut vahvistaa rahoitusmarkkinoiden toimivuutta, parantaa sijoittajansuojaa ja lisätä markkinoiden läpinäkyvyyttä[145] Sääntely on kohdistunut erityisesti kaupankäynnin rakenteeseen, tiedonantovelvollisuuksiin sekä sijoitusneuvonnan ja muiden sijoituspalveluiden tarjoamisen edellytyksiin. Vaikutukset rahoitusmarkkinoihin ilmenevät moninaisina. Sääntely on lisännyt velvoitteita palveluntarjoajille, mutta velvoitteiden toteuttamiseen liittyvät kustannukset ovat jakautuneet vaikutuksiltaan epätasaisesti läpi markkinakentän.

Komission esitöissä MIFID II- direktiivin päämääräksi markkinahäiriöiden- ja järjestelmäriskien vähentämisen, tehokkuuden parantamisen ja tarpeettomien kustannusten karsimisen. Uudistuksen taustaksi komissio toteaa, että rahoitusvälineiden markkinoiden kilpailu ja palveluntarjoajien sekä tuotteiden valikoima ovat laajentuneet, mutta hyödyt eivät ole jakautuneet tasapuolisesti kaikille toimijoille, eivätkä aina välittyneet loppusijoittajille.[146] Komissio on halunnut muuttaa rahoitusvälineiden markkinapaikkoja enemmän organisoiduiksi kaupankäyntialustoiksi. Tämä itsessään antaa lainsäätäjälle enemmän mahdollisuuksia puuttua markkinoilla tapahtuviin väärinkäytöksiin.

MIFID II:n keskeinen vaikutus kilpailurakenteeseen markkinoilla on ollut sijoituspalveluiden kustannusrakenteen läpinäkyvyyden lisääntyminen. Esimerkiksi niin sanottujen markkinatutkimukseen liittyvien kustannusten eriyttäminen toimeksiantojen toteutuskustannuksista[147]. Tämä johti siihen, että aktiivisiin rahastoihin sijoittaneet henkilöt joutuivat maksamaan suurempia palkkioita sääntelyn implementoinnin seurauksena[148]. Tämä saattaa muokata markkinakenttää, sillä sääntelyn toteuttamiskustannukset saattavat koitua liian suuriksi ja suurten toimijoiden mahdollisuus laskea sijoitustuotteidensa kustannuksia ovat paremmat

[145] HE 151/2017 s. 88.
[146] Kts. Komission ehdotus MiFID I – direktiivin kumoamisesta.
[147] Fröberg 2024 s. 3-5.
[148] Fröberg 2024 s. 21.

verrattuna pienempiin toimijoihin. Tämä näkyy Suomessa esimerkiksi siten, että pienillä ja keskisuurilla toimijoilla on ollut painetta yhdistyä vastaamaan muuttuneeseen kilpailuun.

Sääntelyn toteuttaminen on myös lisännyt toimialalle tulon kustannuksia, mikä voi rajoittaa pienempien toimijoiden mahdollisuutta kilpailla. Laajentuneet raportointi- ja hallinnolliset kustannukset ovat kasvaneet ja suhteellisesti pienempien toimijoiden voi olla vaikeampi reagoida näihin muutoksiin, mikä voi heikentää kilpailua[149].

Hallituksen esityksessä 151/2017 otetaan myös kantaa skaalaetuihin, jotka voivat muokata markkinarakennetta ja kilpailun dynamiikkaa. Hallituksen esitys tunnistaa myös kannustin- raportointi- valvonta ja tuotehallintavelvoitteiden epätasaisen jakautumisen. Näiden velvoitteiden noudattamisen kustannukset saattavat karsia pienempiä toimijoita, millä on vaikutusta kilpailukenttään[150]. Sijoituspalvelulain standardit määrittävät minimivaatimukset, joilla varmistetaan, että ei-ammattimaiset asiakkaat saavat riittävästi tietoa ja suojaa. Kuitenkin, kun jokainen toimija noudattaa samoja sääntelyvelvoitteita, kilpailu siirtyy enemmän tarkastelemaan asiakaskokemusta palvelun tavoitettavuudessa, digipalveluissa, asiakaspalvelun reagointinopeudessa ja lisäarvotuotteissa (esim. bonukset, yhteistyöratkaisut). Näin sääntely asettaa rajat, mutta sen sisällä palveluntarjoajat voivat kilpailla asiakaskokemuksella.

[149] Islam 2019 s. 27.
[150] HE 151/2017 s. 104.

5 ARVOPAPERILAUTAKUNNAN MERKITYS SIJOITUSPALVELULAIN ASETTAMIEN VELVOITTEIDEN TOTEUTUMISEN ARVIOINNISSA

5.1 Arvopaperilautakunnan merkitys ja tapaukset

Arvopaperilautakunta on keskeinen osa suomalaisten sijoittajansuojan vahvistamisessa ja se tarjoaa ei-ammattimaisille sijoittajille matalan kynnyksen ja maksuttoman riidanratkaisumenettelyn sijoituspalveluja koskevissa erimielisyyksissä[151]. Lautakunnan toiminta kattaa sijoituspalveluja tarjoavien pankkien, sijoituspalveluyritysten ja rahastoyhtiöiden asiakkaat, mutta se ei käsittele ammattimaisten sijoittajien asioita. Tämä rajaus auttaa luomaan vaikutusarviota ei -ammattimaisten sijoittajien sijoittajansuojan toteutumisesta.

Lautakunnan rooli on riippumaton ja puolueeton. Sen tehtävänä on antaa neuvontaa ja ohjeistusta sijoituspalvelumarkkinoilla tapahtuvissa riitatilanteissa. Lautakunta myös arvioi, onko sijoituspalveluntarjoaja toiminut sääntelyn mukaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti. Arvopaperilautakunta ei anna sijoitusneuvoja, vaan antaa ratkaisuja, joilla on ohjaava merkitys ja ne konkretisoivat sitä, miten sijoituspalvelulaissa asetettuja velvoitteita tulisi noudattaa. Vaikka lautakunnan ratkaisut eivät ole sitovia, ne ovat silti painoarvoltaan merkittäviä. [152]

Vaikutusarvioinnin näkökulmasta Arvopaperilautakunnan ratkaisuilla on tärkeä merkitys. Ensinnäkin ne tarjoavat konkreettista aineistoa siitä, miten sijoituspalvelulain menettelysäännösten käytännön soveltaminen onnistuu. Ratkaisujen kautta voidaan tunnistaa sääntelyn kannalta kriittisiä ongelmakohtia, esimerkiksi tiedonantovelvollisuuksien laiminlyönnit, soveltuvuusarvioinnin puutteet ja dokumentoinnin riittämättömyys. Lisäksi ratkaisukäytännöstä voi tehdä arvioita siitä, onko lainsäätäjän tavoitteet toteutuneet.

Tutkimuksellisesta näkökulmasta Arvopaperilautakunnan ratkaisujen tarkastelu muodostaa olennaisen osan sijoitusneuvontaa koskevan sääntelyn vaikutusten

[151] Kts. Fine.fi
[152] Kts. https://laki24.fi/siva-sijoittaminen-arvopaperilautakunta

arviointia. Ratkaisut havainnollistavat, miten sääntely toteutuu arjen sijoitusneuvontatilanteissa ja millaisia tulkintaeroja asiakkaiden ja palveluntarjoajien välillä esiintyy.

Tässä osiossa tutkielmaa tarkastellaan valikoituja Arvopaperilautakunnan ratkaisusuosituksia, jotka koskevat sijoitusneuvontaa ja näissä tapauksissa arvioidaan selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden sekä soveltuvuusarvioinnin noudattamista. Valitut tapaukset kuvaavat konkreettisesti niitä käytännön tilanteita, joissa sijoituspalvelulain ja MIFID II:n keskeiset asiakasmenettelyä turvaavat velvoitteet ovat joutuneet arvioinnin kohteeksi. Näiden tapausten tarkastelu täydentää tutkimuksen teoreettista ja lainopillista analyysiä tuomalla esiin sen, miten sääntelyä tulkitaan ja sovelletaan yksittäisissä asiakassuhteissa sekä millaisia tulkintalinjoja lautakunta on muodostanut.

Tapaukset on valittu niin, että ne muodostavat otoksen erilaisista sijoitusneuvontatilanteista. Mukana on sekä sijoittajanprofiiliin nähden liian riskipitoisten tuotteiden suosittelemista ja tilanteita, joissa sijoitussuosituksen taloudelliset ja verotukselliset seuraamukset ovat jääneet asiakkaalle epäselväksi. Tarkasteltavissa ratkaisuissa asiakasprofiilit vaihtelevat kokeneemmista sijoittajista henkilöihin, joilla ei ole aiempaa sijoituskokemusta ja suositellut sijoitustuotteet kattavat myös joukkovelkakirjalainoja, warrantteja ja muita varainhoitoratkaisuja. Tämän avulla voidaan arvioida sääntelyn toteutumista erilaisissa asiayhteyksissä. Valittujen ratkaisujen analysointi palvelee tutkielman tavoitetta, joka on arvioida lainsäätäjän tavoitteiden toteutumista sijoitusneuvontaa koskevassa sääntelyssä. Näissä tapauksissa arvio kohdistuu siihen rajapintaan, jossa käsitellään sijoituspalvelulain 10 luvun tärkeimpiä säännöksiä.

On kuitenkin huomattava, että tarkasteltavien tapausten määrä on rajallinen, minkä vuoksi valitusta aineistosta ei voida tehdä tilastollisia johtopäätöksiä, vaan tarkoituksena on havainnollistaa ratkaisujen avulla tilanteita, joita lainsäädännön erilainen tulkinta voi aiheuttaa.

5.1.1 Tapaus 1 – FINE 042518

Tapaus koski sitä, oliko asiakkaalle suositeltu hänelle sijoitusprofiiliin nähden soveltumatonta tuotetta. Kyse oli pääomaturvaamattomasta joukkovelkakirjalainasta ja siitä oliko asiakkaalle annettu sijoituspalvelulain mukaiset riittävät tiedot sijoituskohteesta. Kysymys liittyy suoraan sijoituspalvelulain 10 luvun 2 § säädettyyn yleiseen huolellisuus- ja asiakkaan edun mukaisesti toimimisen velvoitteeseen, 10 luvun 4 §:n soveltuvuusarviointivelvollisuuteen ja 10 luvun 5 §:n tiedonantovelvollisuuteen. Nämä säännökset perustuvat MIFID II- direktiivin 24 artiklaan, jossa velvoitetaan sijoituspalveluyrityksiä toimimaan rehellisesti, puolueettomasti ja ammattimaisesti asiakkaan parhaaksi sekä hankkimaan riittävät tiedot voidakseen suositella asiakkaalle soveltuvia tuotteita.

Sijoituspalvelulain 10 luvun 4 § mukaan sijoituspalveluyrityksen on hankittava riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, sijoituskokemuksesta- ja tietämyksestä ja sijoitustavoitteista, jotta voidaan varmistua siitä, että suositeltava sijoitustuote soveltuu asiakkaalle. Tässä tapauksessa sijoituskartoitus osoitti keskimääräistä korkeampaa riskinsietokykyä yksittäisen rahoitusvälineen osalta, ja asiakas oli myös ilmoittanut kokemuksen pääomaturvaamattomasta strukturoidusta sijoitustuotteesta. Asiakas kuitenkin kiisti osan kartoituksen tiedoista ja kertoi, ettei hänellä tosiasiallisesti ollut ymmärrystä hänelle tarjotuista tuotteista. Tämän ristiriidan vuoksi arvioitavaksi tulee asiakkaan antamien tietojen luotettavuus. Palveluntarjoajalla on oikeus luottaa asiakkaan antamiin tietoihin, mikäli palveluntarjoajan olisi pitänyt tietää niiden olevan virheellisiä[153]. Tässä tapauksessa sijoituspäätös perustui ainakin osittain siihen, että asiakkaan oma tuttava oli tätä suositellut, joten ennakoivasti palveluntarjoajan olisi mahdollisesti pitänyt varmistua siitä, että kartoitus on aidosti asiakkaan henkilökohtaisten ominaisuuksien perusteella laadittu. Kuten Turtiainen toteaa, sijoituspalveluyrityksen on

[153] Delegoitu asetus 2017/565 artikla 55.

pyrittävä tuomaan asiakkaalle ilmi, että kuinka tärkeitä ajankohtaiset ja oikeat tiedot ovat, jotta kartoitus voidaan toteuttaa oikealla tavalla[154].

Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § mukaan palveluntarjoajan on annettava asiakkaalle hyvissä ajoin ennen liiketoimen toteuttamista selkeät ja riittävät tiedot tuotteen luonteesta, riskeistä, kustannuksista ja muista olennaisista ominaisuuksista. Tässä tapauksessa asiakkaalle annettiin joukkolainojen markkinointiesitteet, joissa kuvattiin pääomaturvaamattomuutta, luottoriskiä ja muita ehtoja. Asiakas oli vahvistanut tutustuneensa ehtoihin ja riskeihin. Olennaista arvioinnin kannalta on se, että onko tiedonantotapa ja annetut tiedot MIFID II:n direktiivin 24 artiklan 5 kohdan mukaisesti kohtuullisesti ymmärrettävissä olevia. Lautakunta katsoi, että asiakkaalle annetut tiedot sisälsivät kaikki olennaiset seikat, josta kohtuudella asiakkaan olisi tullut ymmärtää hänelle suositellun tuotteen riskillisyys.

Lautakunnan arviointi keskittyi siihen, oliko sijoituskartoitus luotettava ja olivatko annetut tiedot riittäviä. Lautakunta ei suositellut korvausta ja myös totesi, että asiakastilanteen menettelyssä oli toimittu lainsäädännön vaatimusten mukaisesti.

5.1.2 Tapaus 2 – FINE 016298 (2019)

Tämä tapaus koskee sitä, täyttikö pankki sijoituspalvelulain mukaisen selonotto- ja tiedonantovelvollisuutensa ja toimiko pankki asiakkaan edun mukaisesti suosittelemalla hänelle osakkeiden ja rahasto-osuuksien myyntiä ja varojen sijoittamista toiseen rahastoon. Tapauksessa arvioidaan sijoituspalvelulain 10 luvun menettelysäännösten noudattamista. Pankki teki asiakkaalle sijoittajakartoituksen, jossa kirjattiin tämän sijoituskokemus, tavoitteet ja varallisuusjakauma. Asiakas määriteltiin maltilliseksi sijoittajaksi, jolle suositeltu osakepaino oli 60 prosenttia. Asiakkaan osakepainon ollessa 90 prosenttia neuvontahetkellä, pankki suositteli sen alentamista myymällä osakkeita ja rahasto-osuuksia. Lautakunta katsoi, että palveluntarjoaja toteutti sijoituspalvelulain 10 luvun 4 § mukaiset velvoitteet. Tiedonantovelvollisuuden arvioinnissa arvioitiin sitä, onko palveluntarjoajalla

[154] Turtiainen 2018 s. 189.

velvollisuutta tarjota veroneuvontaa. Asiakas väitti, ettei veroseuraamuksista ollut kerrottu, ennen myyntejä. Lautakunta katsoi, että ilman erityistä sopimusta pankilla ei ole velvollisuutta antaa yksityistä veroneuvontaa, vaan se riittää, että palveluntarjoaja mainitsee mahdollisista veroseuraamuksista. Myös uuden rahaston sisältö ja kulut olivat käyty läpi tapaamisessa. Euroopan arvopaperiviranomaisten ohjeistuksen mukaan sijoitusneuvonnassa on erityisesti huomioitava asiakkaan ikä[155]. Lautakunta katsoi, että pankilla ei ollut tietoa asiakkaan terveydentilasta tai sen mahdollisesta vaikutuksesta ymmärryskykyyn. Myös soveltuvuutta arvioitaessa pankin suositus osakepainon vähentämisestä oli asiakkaan edun mukaista. Lautakunta ei suositellut korvausta.

5.1.3 Tapaus 3 – FINE 009307 (2018)

Tapaus koskee sijoitusneuvontaa ja siihen liittyvää selonotto, ja tiedonantovelvollisuutta tilanteessa, jossa asiakkaalle suositeltiin korkeariskistä warranttia, joka ei ollut pääomasuojattu. Ratkaisussa arvioitiin erityisesti sitä, oliko sijoitussuositus soveltuva sijoitusprofiiliin nähden ja täyttikö palveluntarjoaja näin sille asetetut tiedonantovelvoitteet.

Tapauksessa asiakkaan sijoituskartoitus oli tehty vuonna 2012 ja tämän jälkeen sijoituskartoitusta ei ollut tehty. Tällöin voitiin todeta, että kun sijoituskartoitusta ei ollut toteutettu, niin sijoituspalvelulain 10 luvun 4 § mukaista soveltuvuusarviointia ei voitu asianmukaisesti toteuttaa. Asiakkaan mukaan palveluntarjoaja oli itse muokannut asiakkaan sijoituskartoitusta. Näin ollen suositus sijoittaa korkeariskiseen warranttiin ei perustunut ajantasaisiin ja luotettaviin tietoihin. Asiakas myös kertoi, ettei warrantin ominaisuuksia ja riskejä käyty läpi, eikä hänelle esitelty markkinointiesitettä. Lautakunta katsoi, että asiakkaalle oli suositeltu hänelle soveltumatonta tuotetta ja näin ollen tiedonanto- ja soveltuvuusarviointivelvollisuutta oli laiminlyöty. Lautakunta päätyi suosittelemaan korvausta asiakkaalle.

[155] ESMA 2023 s.9.

5.1.4 FINE- tapausten yhteenveto

Ratkaisujen sisällössä toistuu havainnot siitä, että ajantasainen ja luotettava sijoituskartoitus on soveltuvuusarvioinnin ytimessä. Tiedonantovelvollisuuden asianmukainen täyttäminen ratkaisee, eikä ainoastaan materiaalin mekaaninen jakaminen. Sijoituspalvelulain 10 luvun 5 § tarkoituksena on mahdollistaa informoitu päätös. Tämä edellyttää sen, että asiakkaalle pelkän esitemateriaalin luovuttaminen ei riitä, jos tiedonantotapa ei mahdollista sen ymmärtämistä. Lautakuntatapausten ytimessä usein on sijoituskartoituksen asianmukaisuus. Onko se tehty riittävän laajasti ja johdonmukaisesti ja etenkin se, onko sijoituskartoitus ajan tasalla? Palveluntarjoajalla on lähtökohtaisesti oikeus luottaa saamiinsa tietoihin, mutta kuten tutkielmassa on käynyt ilmi, on palveluntarjoajalla kuitenkin velvollisuus aktiivisesti tehdä soveltuvuusarviointia ja myös aktiivisesti arvioida sitä, onko asiakas ymmärtänyt keskeiset riskit. Ratkaisut myös todistavat sen, että kuinka tärkeää sijoituspalveluntarjoajan on hoitaa asianmukainen dokumentaatio. Ilman asianmukaista dokumentaatiota, ei voida todistetusti tulla siihen lopputulokseen, että soveltuvuuden arviointi on toteutettu lainsäädännön velvoittamalla tavalla.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA

6.1 Tutkielman johtopäätökset ja tutkimuskysymykseen vastaaminen

Tutkielman päätutkimuskysymyksenä on ”Miten sijoituspalvelulain 10 luvun menettelysäännökset, erityisesti sijoitusneuvontaa koskeva sääntely, toteuttavat lainsäätäjän asettamia tavoitteita ei-ammattimaisten asiakkaiden suojaamisessa, ja millaisia vaikutuksia tällä sääntelyllä on palveluntarjoajien, asiakkaiden ja markkinoiden toimintaan?

Sijoituspalvelulain 10 luvun menettelynormit muodostavat toimivan, toisiinsa kytkeytyvän suojaamiskokonaisuuden, joka pääosin toteuttaa lainsäätäjän tavoitteet ei-ammattimaisten asiakkaiden suojaamisessa vähentämällä tiedollista epäsymmetriaa ja ohjaamalla sijoitusneuvontaa kohti asiakkaan etua. Sääntelyn noudattaminen kuitenkin tuottaa kustannuksia palveluntarjoajille, jotka joissain tapauksissa joko suoraan tai epäsuorasti kohdistuvat asiakkaan maksettavaksi. Epäsuorista vaikutuksista voi tehdä johtopäätöksiä sen perusteella, jos ajatellaan asiaa palveluntarjoajan näkökulmasta. Palveluntarjoajan intressissä on tuottaa sijoitustuotteita, jotka tuottavat heille parhaan nettotuoton. Sijoituspalveluntarjoajiin kohdistuvan sääntelyn ollessa valtaosin pakottavaa, tämä voi johtaa tilanteeseen, joissa palveluntarjoaja yksinkertaistaa tuotevalikoimaansa, sillä siten olisi helpoin noudattaa sääntelyn velvoitteita. Tällä on kuitenkin vaikutusta sijoituspalveluntarjoajien asiakkaisiin. Tämä johtuu siitä, että ainakin teoriassa heidän valinnanvapautensa kaventuu. Tämä johtuu siitä, että mikäli sääntelyn ollessa liian monimutkaista ja kustannuksellista noudattaa, voi palveluntarjoaja joutua poistamaan tiettyjä tuotteita valikoimistaan, vaikka ne olisivat tuottoisia asiakkaille. Tämä ainakin teoriassa on asiakkaan edun vastaista.

Tutkielmassa käsiteltyjen sijoituspalvelulain 10 luvun säännökset tiedonantovelvollisuudesta ja soveltuvuuden arvioinnista olivat asiakkaan sijoittajansuojan kannalta tehokkaita. Menettelysäännösten ollessa kattavat, paranee asiakkaan kokema suojelu siten, että palveluntarjoajien velvollisuus asianmukaisuudesta tiedonantovelvollisuudesta ja soveltuvuuden arvioinnista korostuvat. Palveluntarjoajiin liittyvät kustannusvaikutukset eivät tutkielmassa esiin tulleiden havaintojen pohjalta

olleet neutraaleja. Pienempiin toimijoihin kohdistui suurempi kustannuspaine, sillä suuremmat toimijat kykenevät käyttämään hyödyksi skaalaetuja. Tällä on luonnollisesti vaikutusta kilpailuun. Mikäli pienemmät toimijat joutuvat sääntelyn pakottaessa poistua markkinoilta, kasaantuu markkinaosuus yhä pienemmälle joukolle. Tällä saattaa olla asiakkaan kannalta epäedullisia vaikutuksia, sillä palveluiden tarjonta standardisoituu. Palvelujen standardisoituminen voi myös tapahtua ilman edellä kuvattua tilannetta. Mikäli sijoituspalveluiden sääntely etenee liian yksityiskohtaiseksi, voi se johtaa palvelujen standardisoitumiseen. Tilanteessa, jossa eri sijoituspalvelujen tarjoajat joutuvat noudattamaan sääntelyä tavalla, joka kaventaa heidän mahdollisuuksiaan tehdä innovatiivisia päätöksiä, voi tämä johtaa siihen, ettei palveluntarjoajien tuotteita ja palveluita erota toisistaan. Tällä voi myös olla asiakkaan kannalta epäedullinen lopputulos.

Tutkielmassa käytiin myös läpi rahoitusmarkkinoiden sääntelyn negatiivisia ja positiivisia puolia. Yliregulaation nähtiin tuovan kustannuksia ja näin ollen nostavan pääoman hintaa. Tällä voi olla talouden kasvuun vaikutuksia. Alisääntelyllä kuitenkin voidaan päätyä tilanteeseen, jossa riskinotto kasvaa liialliseksi, kuten nähtiin vuoden 2008 finanssikriisin yhteydessä.

Lainsäätäjän tavoitteiden toteutuminen eli markkinoiden läpinäkyvyyden ja luottamuksen lisääminen pääosin toteutuu tutkielmassa esitettyjen havaintojen perusteella. MIFID II -direktiivi ja kansallinen sijoituspalvelulaki ovat sisällöltään samankaltaisia ja perustuvat samanlaisiin menettelysäännöksiin. Myös tutkielmassa esitettyjen viranomaisraporttien perusteella nähdään se, että sijoituspalveluntarjoajia valvotaan aktiivisesti ja tämä on omiaan lisäämään luottamusta markkinoilla. Myös tutkielmassa esitettyjen arvopaperilautakunnan tapausten perusteella nähtiin se, että sijoittajan kartoitus on olennaisimpia menettelyvelvoitteiden osa-alueita, joilla mahdollisissa kiistatilanteissa voidaan arvioida sitä, onko palveluntarjoaja toiminut lainsäädännön velvoittamalla tavalla.

6.2 Pohdintaa nykyisen sääntelyn tilasta

Sijoittamisella usein pyritään vaurastumaan tai ainakin suojautumaan inflaatiolta. On hyvä asia, että sijoittaminen on yleistynyt suomalaisten keskuudessa. Tutkielman aihe on sinänsä siis ajankohtainen. Tarkasteltaessa Suomen sijoituspalveluntarjontaa, painottuu suurimmat palveluntarjoajat usein luottolaitoksien tarjoamiin sijoituspalveluihin. Sijoituspalvelut, kuten muutkin liiketoimintapalvelut omaavat tavoitteen tuottaa voittoa. Tämä on kaiken liiketoiminnan perusidea. Ilman voittoa, ei ole järkevää tuottaa palvelua. Kun mietitään lainsäätäjän tavoitteita ja niiden toteutumista, on mielestäni aiheellista myös miettiä näiden tavoitteiden vaikutusta palveluntarjoajien ja asiakkaiden kokemukseen.

Sijoituspalvelulain 10 luvun 4 § mukaiset soveltuvuudenarviointivelvoitteet ovat asianmukaisia ja tärkeitä. Kuitenkin niiden sisältö, esimerkiksi tappionsietokyvyn selvittäminen on ongelmallinen. Riskinsietokyky on subjektiivinen ja eroaa laajasti ihmisten henkilökohtaisten ominaisuuksien, elämäntilanteen ja elämänkokemuksen perusteella. Voidaanko sijoituspalveluyritykseltä aidosti odottaa sitä, että riskinsietokyky pystytään täysin arvioimaan yhden tapaamisen aikana? Riskien ylikorostaminen on myös ongelmallista. Sijoituspalveluita kuluttava henkilö saattaa olla täysin tietämätön sijoittamisesta ja toivoo asiantuntijan neuvoja. Kun palveluntarjoajalla on velvollisuus varmistaa sekä asiakkaan tappionsietokyky että hänen ymmärryksensä sijoitustuotteista, seurauksena voi olla, ettei asiakkaalle voida suositella lainkaan sijoituksia. Usein kuitenkin asiakkaan riskinsietokykyä arvioidaan standardisoiduilla menetelmillä. Näitä voivat olla esimerkiksi sijoituskartoitukset, joissa mitataan kysymyksillä asiakkaan riskinsietokykyä. Tämä herättää kysymyksen siitä, ymmärtääkö asiakas vastausten merkityksen ja onko tarkoituksenmukaista, että sijoittamatta jättäminen olisi suositeltava lopputulos yksinomaan asiantuntijan tekemän tappionsietokykyanalyysin perusteella. Vaikka tämä linja on lainsäätäjän suojaamistavoitteiden mukaista, voi yksittäisiin kysymyksiin perustuen olla vaikeaa tehdä luotettavia johtopäätöksiä asiakkaan riskinsietokyvystä. Mikään ei tietenkään estä asiakasta sijoittamasta oma-aloitteisesti. Kuitenkin ihmisluonteeseen kuuluu muiden mielipiteiden kuunteleminen, ja usein kokemattomat asiakkaat aidosti kuuntelevat ja haluavat toimia, kuten asiantuntija

sanoo. Huolimatta siitä, että varovainen tulkinta voi joissakin tapauksissa johtaa sijoittamatta jättämiseen, tämän tutkielman tavoitteena on arvioida lainsäätäjän tavoitteiden toteutumista, ja tältä osin sääntelyn tavoitteet näyttävät toteutuvan.

6.3 Jatkotutkimusaiheita

Jatkotutkimuksen kannalta mielenkiintoista olisi tutkia sitä, vähentääkö sijoituspalveluiden lisääntyvä sääntely asiakkaille tarjottavaa tuotevalikoimaa. Lisäksi olisi mielenkiintoista tutkia, kuinka lainsäätäjä voisi mahdollistaa asiakkaan valinnanvapauden lisäämisen sijoitusneuvontatilanteissa. Esimerkiksi tilanteissa, joissa asiakas haluaa aidosti ottaa riskiä ja luopua vapaaehtoisesti palveluntarjoajan velvollisuudesta arvioida soveltuvuutta.