

LAPPEENRANNAN TEKNILLINEN YLIOPISTO
Kauppatieteellinen tiedekunta
Yritysjuridiikka

Saana Parmanne

**RAHOITUSVÄLINEIDEN MARKKINAT -DIREKTIIVIN (MiFID)
VAIKUTUKSET SIJOITUSPALVELUN TARJOAJAN
VELVOLLISUUKSIIN JA SIJOITTAJANSUOJAAN**

Tutkielman tarkastaja: Professori Matti I. Niemi
Ohjaaja ja 2. tarkastaja: Professori Seppo Villa

TIIVISTELMÄ

Tekijä:	Parmanne, Saana
Tutkielman nimi:	Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (MiFID) vaikutukset sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojaan
Tiedekunta:	Kauppatieteellinen tiedekunta
Pääaine:	Yritysjuridiikka
Vuosi:	2011
Pro gradu -tutkielma:	Lappeenrannan teknillinen yliopisto 127 sivua
Tarkastajat:	prof. Matti I. Niemi prof. Seppo Villa
Hakusanat:	menettelytapavelvoite, MiFID, rahoitusmarkkinat, sijoittajansuoja, sijoituspalvelu
Keywords:	conduct of business obligations, financial market, investment services, investor protection, MiFID

Tutkielmassa selvitetään rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin vaikutuksia sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojaan oikeusdogmaattisen metodin avulla. Tutkielmassa pyritään vastaamaan seuraaviin kysymyksiin: 1) Millainen merkitys MiFID-direktiivillä on Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden integraatiolle? 2) Mitä velvollisuuksia sijoituspalvelun tarjoajalla on MiFID-direktiivin implementoinnin jälkeen? 3) Millainen sijoittajansuoja on MiFID-direktiivin seurauksena? 4) Mitä mahdollisia puutteita sijoittajansuojassa on, ja miten säädäntöä tulisi kehittää?

MiFID-direktiivi edistää merkittävästi EU:n rahoitusmarkkinoiden integrointia. MiFID helpottaa pääomien ja sijoituspalvelujen liikkuvuutta jäsenvaltioiden rajojen yli. Sijoituspalvelun tarjoajan menettelytapavelvollisuudet ovat lisääntyneet, minkä johdosta sijoittajansuoja on parantunut. Etenkin direktiivin selonotto- ja tiedonantovelvollisuus aiheuttavat transaktiokustannuksia, mutta vähentävät toisaalta palvelun tarjoajan ja asiakkaan välistä neoklassista oikeustaloustieteellistä informaation epäsymmetriaa.

Selonottovelvollisuuden sääntelyä EU:ssa kehitettäessä tulee kansallisia menettelytapoja yhdenmukaistaa. Kun palvelun tarjoajat täyttävät tiedonantovelvollisuuttaan, ei-ammattimaiset asiakkaat saattavat joutua informaatiotulvaan, josta jotkut eivät kykene erottamaan merkityksellisiä tietoja. Menettelytapojen nykyinen paras toteutus -velvollisuus on tulkinnanvarainen. Sijoitusneuvontaa koskee päämies-agenttiteorian mukainen valvontaongelma, minkä takia palvelun tarjoajan ja sijoittajan intressit tulisi säädännön avulla saada nykyistä yhteneväisemmiksi.

MiFIDin säädökset eivät välttämättä johda ei-ammattimaisten asiakkaiden saaman informaation optimaaliseen allokointiin eivätkä informaatiokustannusten tehokkaaseen kohdistumiseen. Monimutkaisten rahoitusinstrumenttien käsitettä tulisi tarkentaa ja kyseisiä tuotteita tarjota ainoastaan ammattimaisille asiakkaille ja hyväksyttävälle vastapuolille. Sijoittajansuojaa lisäksi heterogeenisen ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmän jako informaatiotarpeeseen perustuviin alaryhmiin, jotta eri asiakasryhmille voitaisiin tarjota heidän tarvitsemansa palvelu nykyistäkin kohdentuvammin. Tulisi selvittää, pitäisikö varoitus pääoman menettämisestä merkitä niihin sijoitustuotteisiin, joita riski koskee. Yhteinen eurooppalainen valvontaorganisaatio ilmeisesti voimistaisi rahoitusmarkkinoiden transparensia, toimivuutta ja sijoittajansuojaa.

ABSTRACT

Author: Saana Parmanne
Title: Impact of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) on the obligations of investment service providers and investor protection
Faculty: LUT, School of Business
Major subject: **Business Law**
Year: 2011
Master's thesis: Lappeenranta University of Technology
 127 pages
Examiners: Prof. Matti I. Niemi
 Prof. Seppo Villa
Keywords: conduct of business obligations, financial market, investment services, investor protection, MiFID

This study examines the impact of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) on the obligations of an investment service provider and on investor protection. The research was conducted from the perspective of legal dogmatics. This thesis aims to respond to the following questions: 1) What is the importance of MiFID in the integration of financial markets in the European Union? 2) Which responsibilities does the investment service provider have after the implementation of MiFID? 3) What type of investor protection is created as a result of MiFID? 4) What possible weaknesses are there in the investor protection, and how can the regulation be developed?

MiFID significantly promotes the integration of the financial markets in the EU. It furthers the cross-border mobility of capital and investment services between EU member states. In addition, the conduct of business obligations of investment service providers have increased, which has resulted in improved investor protection. The obligation to provide information issued in the directive generates transaction costs, but in contrast decreases the neoclassical, legal and economic asymmetry of information. In the development of the EU regulation of the obligation to provide information, the conduct of business at the national level must be made uniform. When service providers fulfil their obligation to provide information, retail investors may be caught in a flood of information from which some may not be able to identify which parts, in fact, are important. The current best execution policy in the conduct of business is ambiguous. In accordance with the principal-agent theory, there is a supervision problem related to investment advice due to which the interests of the service provider and the client should be developed into a more uniform direction through regulation.

The provisions in MiFID may not necessarily lead to the optimal allocation of information received by retail investors or to the efficient allocation of information costs. The concept of complex financial instruments should be specified, and the products in question should only be offered to professional clients and eligible counterparties. Investor protection could be increased by dividing the heterogeneous group of retail investors into sub-groups based on their need for information. The sub-groups could thus be offered the service they need more efficiently than at present. It should be determined whether investment products that involve the risk of loss of capital should include a warning of such a risk. A joint European supervisory organisation would likely enhance the transparency, functionality and investor protection of the financial markets.

ALKUSANAT

Parhaat kiitokset Finanssivalvonnan markkinavalvonnan osastopäällikölle Jarmo Parkkoselle ajankohtaisesta ja mielenkiintoisesta opinnäytetyön tutkimusaiheesta.

Finanssialan Keskusliiton johtavan lakimiehen Jari Virran kattava ja huolellinen kommentointi paransi tutkielmaani oleellisesti, mistä hänelle monet kiitokset.

Lappeenrannan teknilliselle yliopistolle esitän suuret kiitokset saamastani kauppatieteellisestä koulutuksesta. Erityskiitokset yritys juridiikan professorille Matti I. Niemelle laadukkaasta opetuksesta ja professori Seppo Villalle kiinnostavien luentojen lisäksi innostavasta ohjauksesta pro gradu -tutkielmani suuntaviivojen kartoittamisessa.

Huolimatta saamistani arvokkaista neuvoista ja hyvistä kommentteista vastuu tutkielmani puutteista ja mahdollisista virheistä on kuitenkin yksin minun.

Lappeenrannan teknillisen yliopiston tukisäätiötä kiitän tutkielmalleni osoitetusta apurahasta.

Kiitokset opiskelukavereilleni ikimuistoista vuosista!

Perhettäni kiitän opintojeni arvostamisesta ja tukemisesta.

Helsingissä helmikuussa 2011

Saana Parmanne

RAHOITUSVÄLINEIDEN MARKKINAT -DIREKTIIVIN (MiFID) VAIKUTUKSET SIJOITUSPALVELUN TARJOAJAN VELVOLLISUUKSIIN JA SIJOITTAJANSUOJAAN

Sisällys

Tiivistelmä	ii
Abstract	iii
Alkusanat	iv
Sisällys	v
Lyhenteet	vii

1 JOHDANTO	8
1.1 Taustaa	9
1.2 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset	12
1.3 Tutkimusmetodologia	15
1.4 Tutkielman rakenne	17
2 MIFID-DIREKTIIVI RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTÄJÄNÄ	19
2.1 Euroopan rahoitusmarkkinoiden integraatio	19
2.2 Direktiivit lainsäädännön ohjausinstrumentteina	22
2.3 MiFID-direktiiviin johtanut kehitys	24
2.3.1 FSAP-toimintasuunnitelma	25
2.3.2 Lamfalussy-prosessi	26
2.3.3 Sijoituspalveludirektiivi	27
2.4 MiFID-direktiivin tavoitteet	28
2.4.1 Sääntely	29
2.4.2 Sääntelyn kohde	29
2.5 MiFID-direktiivin keskeinen sisältö	30
2.5.1 Sisämarkkinoiden integrointi	30
2.5.2 Kotivaltioperiaatteen mukainen toimiluvan myöntäminen ja markkinavalvonta	31
2.5.3 Monenkeskinen kaupankäynti	33
2.5.4 Sijoitusneuvonnan toimiluvanvaraisuus	35
2.5.5 Sijoittajansuojan lisääminen	37
2.6 Implementointi Suomessa	39
2.6.1 Keskeiset muutokset Suomen sääntelyyn	40
2.6.2 Arvopaperimarkkinalaki	41
2.6.3 Laki sijoituspalveluyrityksistä	41
3 SIJOITUSPALVELUN TARJOAJAN VELVOLLISUUDET	43
3.1 Menettelytavat asiakassuhteessa	43
3.1.1 Asiakasluokittelun vaikutukset menettelytapavelvollisuuksiin	45
3.1.2 Kirjallinen sopimus	50

3.1.3	Selonottovelvollisuus	51
3.1.4	Tiedonantovelvollisuus	58
3.1.5	Velvollisuudet toimeksiantojen hoitamisessa.....	61
3.1.6	Eturistiriitatilanteiden hallinta	64
3.1.7	Asiakasvarojen säilyttäminen ja muu käsittely.....	65
3.2	Kaupankäynnin läpinäkyvyyteen liittyvät velvollisuudet.....	65
3.2.1	Osakekauppojen tietojen julkistaminen	67
3.2.2	Rajahintatoimeksiantojen julkistaminen.....	67
3.2.3	Kauppojen sisäinen toteuttaminen.....	68
3.2.4	Kaupparaportointi	69
4	SIJOITTAJANSUOJAN JA KILPAILUN LISÄÄMISESTÄ SAADUT KOKEMUKSET	71
4.1	Kilpailu rahoitusmarkkinoilla	73
4.2	Sijoittajansuoja EU:n jäsenvaltioissa	74
4.3	Kustannusvaikutukset ja vaihtoehtoiset kauppapaikat	76
4.4	Sijoittajansuojan lisäämisen haasteita.....	79
4.4.1	Toimintojen läpinäkyvyyden ja parhaan toteutuksen tavoite.....	80
4.4.2	Tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden toimivuus	83
4.5	Rahoitusmarkkinoiden muutokset	87
4.5.1	Finanssikriisin vaikutukset	88
4.5.2	Teknologian kehittyminen.....	88
4.5.3	Globalisaation seuraukset	89
4.6	Markkinavalvonnan tehokkuuden lisääminen.....	92
4.7	Riitojen ratkaisujen tehostaminen	93
4.7.1	Asiakkaiden yhteydenotot Vakuutus- ja rahoitusneuvontaan	93
4.7.2	Arvopaperilautakunnan suositukset.....	95
4.8	Säädännön kehittämistarve.....	101
5	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	103
5.1	Sijoituspalvelun tarjoaminen.....	104
5.2	Sijoittajansuojan lisääminen	106
5.3	Säädännön kehittäminen.....	107
	LÄHTEET	111

LYHENTEET

AIM	Alternative Investment Market
AML	arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495
APL	Arvopaperilautakunta
CEBS	Committee of European Banking Supervisors, Euroopan pankki- valvojen komitea
CESR	Committee of European Securities Regulators, Euroopan arvo- paperimarkkinavalvojen komitea
CEIOPS	Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, Euroopan vakuutus- ja työeläkevalvontaviranomais- ten komitea
EKP	Euroopan keskuspankki
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
ESC	European Securities Committee, Euroopan arvopaperikomitea
ETA	Euroopan talousalue
FINE	Finanssialan sopimus pohjainen asiakasorganisaatio
Fiva	Finanssivalvonta
FSAP	Financial Services Action Plan, rahoituspalvelujen toimintasuun- nitelma
HE	hallituksen esitys
ISD	Investment Services Directive (93/22/ETY), sijoituspalveludirek- tiivi
KK	kirjallinen kysymys
LSE	London Stock Exchange
MiFID	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY. Ly- henne tulee sanoista Markets in Financial Instruments Directive, rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi
MTF	Multilateral Trading Facility, monenkeskinen kaupankäyntijärjes- telmä
NMS	National Market System
Rata	Rahoitustarkastus
SEC	Securities and Exchange Commission
VM	valtiovarainministeriö

1 JOHDANTO

Markkinataloudelle on ominaista itseohjautuvuus. Kysyntä ja tarjonta vaikuttavat talouden kaikissa osissa, ja vapaan hinnan muotoutumisen seurauksena saavutetaan tasapaino. Markkinamekanismin sisäinen toimivuus ei kuitenkaan yksin riitä. Esimerkiksi rahoituslaitosten vakavaraisuuden valvontaan tarvitaan julkisen vallan toimenpiteitä, kuten viimeksi havaittiin syksyllä 2008 alkaneen finanssikriisin yhteydessä.

Markkinatalouden toiminta perustuu erilaisiin sopimuksiin. Sopimusoikeuden kehitykseen on vaikuttanut ristiriita ehdottoman sopimusvapauden ja sopimuskohtuuden välillä. Vähitellen on painotettu yhä enemmän sopimuksen tasapuolisuutta molempien osapuolien kannalta. Sopimus on alettu ymmärtää osapuolten välisen yhteistoiminnan muotona, jolla on tietty tarkoitus, jonka saavuttamiseen osapuolet pyrkivät yhdessä (Kohonen 1997 s. 123). Lojaliteettiperiaatteen (esim. Pälsi 1997 s. 60) mukaan sopimusosapuolilla on velvollisuus ottaa huomioon myös toisen sopimusosapuolen etu. Sopijapuolet nähdään yhteistyökumppaneina, jotka pyrkivät molempia hyödyttävään lopputulokseen.

Nykyisin sopimusoikeuden eräillä osa-alueilla korostetaan yhä enemmän heikomman suojava. Heikompiin osapuoliin kuuluvat esimerkiksi vuokralainen, kuluttaja, työntekijä ja vakuutusnottaja. Rahoitusmarkkinat ja rahoitusinstrumentit ovat viime vuosikymmenten kuluessa monimutkaistuneet. Rahoitusmarkkinoilla on erityisesti pidetty tarpeellisena voimistaa eivaltimattimaisen asiakkaan sijoittajansuojava suhteessa sijoituspalvelun tarjoajaan. Sijoittajansuojava parantamalla voidaan vahvistaa sijoittajien luottamusta rahoitusmarkkinoihin.

Sijoittajansuojava kehittämällä voidaan sijoituspalvelun tarjoajan asiakkaalle luoda ennakoitavissa oleva sijoitusympäristö. Sijoittajansuojava ei kata mahdollisia sijoitustappioita, sillä ne kuuluvat sijoittamisen luonteeseen. Riskit sijoit-

tuksen arvon kehityksestä jäävät siten asiakkaan kannettaviksi. Kun sijoittajansuoja on hyvä, asiakkaat luottavat rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja uskaltavat tehdä sijoituksia. Silloin yritykset saavat markkinoilta rahoitusta investoinneilleen. Riittävä sijoittajansuoja on siten tärkeä kansantaloudelle. Rahoitusmarkkinoiden toiminta edellyttää luottamusta markkinoihin. Ilman luottamusta markkinat eivät kehity Euroopan unionin jäsenvaltioita ja niiden kansalaisia hyödyttävällä tavalla. Luottamusta markkinoihin voidaan tukea pitämällä lainsäädäntö ajan tasalla rahoitusmarkkinoilla, asiakaskunnassa ja sijoitustuotteissa tapahtuvien muutosten kanssa.

1.1 Taustaa

Rahoitusmarkkinoilla tarjottavissa palveluissa ja asiakaskunnassa on tapahtunut huomattavia muutoksia viime vuosien ja vuosikymmenien aikana. Vielä 1950-luvulla etenkin liikepankkien asiakkaita olivat yrityksiensä lisäksi lähinnä varakkaat yksityishenkilöt, jotka olivat keskivertokansalaista asiantuntevampia taloudellisissa asioissa (Hoppu 2004 s. 28, Wuolijoki 2009 s. 18). Arvopaperisäästämisen yleistyessä pankkien sijoitusasiakkaiden lukumäärä on viime vuosikymmeninä kasvanut.

Yksityishenkilöt eivät enää säästä pelkästään talletustileille, kuten tehtiin harvalukuisia sijoittajia lukuun ottamatta vielä 30 vuotta sitten, vaan pankkitalletusten lisäksi säästöjä kanavoidaan merkittävässä määrin sijoitusrahastoihin, osakkeisiin, joukkovelkakirjalainoihin ja vakuutusäästöihin. Samanaikaisesti tapahtunut sijoituspalveluiden monimutkaistuminen on yhteydessä talouden kansainvälistymiseen ja tietotekniikan kehitykseen. Suomen aikuisväestöstä noin 18 %:lla on säästöjä sijoitusrahastoissa ja 15 %:lla pörssiosakkeissa (Finanssialan Keskusliitto 2010). Eri instrumentteihin kohdistuvaa sijoittamista pidetään talouden tehokkuutta lisäävänä tekijänä (Wuolijoki 2009 s. 20). Monipuolistumisen lisäksi kotitalouksien rahoitusvarallisuus on kasvanut.

Euroopan unionissa sisämarkkinavapauksia käsittäviä yhteismarkkinoita luodaan erityisesti direktiivien avulla. Yhä useammat sijoittajat ovat alkaneet toimia monipuolisia palveluita ja välineitä tarjoavilla rahoitusmarkkinoilla. Tämän kehityksen vuoksi pidettiin tarpeellisena, että Euroopan unionin lainsäädäntöpuutteet kattaisivat pääosan sijoittajiin kohdistuvasta toiminnasta. Lojaliteettiperiaatteen tulkinta ja sen oikeudelliset vaikutukset EU:n eri jäsenvaltioissa saattoivat aiemmin poiketa toisistaan. Rahoitusmarkkinoiden lainsäädäntöä pyrittiin yhdenmukaistamaan sellaiseksi, että sijoittajilla olisi korkeatasoinen sijoittajansuoja ja sijoituspalveluyrityksillä olisi mahdollisuus tarjota palveluitaan kaikkialla Euroopan unionin alueella. Yhdenmukaistamisesta säädettiin 21.4.2004 antamalla Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EY (MiFID-direktiivi). Direktiivin suomennos on rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi. Jäsenvaltioiden tuli implementoida eli saattaa direktiivin kansallisesti voimaan 1. marraskuuta 2007 mennessä.

MiFID-direktiivi koskee sijoituspalveluita tarjoavia yrityksiä, kuten pankkeja ja pankkiiriliikkeitä, sekä niiden asiakkaita. Direktiivillä pyritään integroimaan eurooppalaiset arvopaperimarkkinat yhtenäistämällä sijoittajansuojaa, helpottamalla sijoituspalveluiden tarjoamista Euroopan unionin alueella sekä poistamalla kaupankäynnin esteitä. MiFID-direktiivillä pyritään luomaan harmonisoidut unionitason sääntelypuutteet sijoituspalveluyrityksille, sijoituspalveluja tarjoaville luottolaitoksille ja rahastoyhtiöille sekä rahoitusvälineiden markkinapaikoille. Markkinapaikkojen toimintaa säädellään MiFID-direktiivillä kattavasti. MiFID-direktiivin käyttöönottoa on pidetty 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen suurimpana finanssialan muutoksena Euroopassa (Saxby 2008). Monet muutoksista kohdistuvat erityisesti kaupankäynnin järjestämistapoihin.

Sopimusoikeudellisessa lainsäädännössä heikomman osapuolen suojaa alettiin korostaa 1900-luvun lopulla, minkä seurauksena säädöksissä on nykyisin runsaasti erilaisia tiedonanto-, selonotto- ja neuvontavelvollisuuksia. Euroopan unionin kuluttajaoikeudessa tiedonantovelvoitteilla on pitkään ollut keskeinen merkitys. Arvopaperimarkkinoilla sijoittajien suojeleminen on ollut sääntelyn

keskeisiä tavoitteita. Tiedonanto- ja neuvontavelvollisuudet eivät kuitenkaan palvele ainoastaan sijoittajansuojaa. Velvoitteet lisäävät elinkeinonharjoittajien välistä kilpailua, jos tiedonantovelvollisuus koskee esimerkiksi palvelujen hintoja. (Wuolijoki 2009 s. 19) MiFID-direktiivi on osa 1900-luvun lopulla alkaneen sopimusoikeudellisen suuntauksen mukaista heikompaa osapuolta suojaavaa ja kilpailua lisäävää säädäntöä.

MiFID-direktiivi lisää sijoittajansuojan sääntelyä ja näin muuttaa sijoituspalvelun tarjoajan ja asiakkaan välisiä suhteita ja velvoitteita. MiFID-direktiivissä sijoittajansuojaa pyritään lisäämään erityisesti arvopaperinvälittäjälle asetetuilla aiempaa säädäntöä yksityiskohtaisemmilla ja kattavammilla menettelytapavelvoitteilla sekä transparenssi- eli läpinäkyvyysvelvoitteilla. Direktiivi sääntelee esimerkiksi arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuutta ja sijoittajan tiedonsaantioikeuksia sekä tietojen antamisen oikeellisuuteen liittyviä velvoitteita.

Sijoitusneuvontaa koskee päämies-agentti-teorian mukainen ongelma. Päämies-agenttisuhteessa asiakkaana oleva päämies valtuuttaa sijoitusneuvojan eli agentin toimimaan puolestaan, vaikka kyse ei olekaan omaisuudenhoitosopimuksesta. Sijoitusneuvonnassa agentin toiminta vaikuttaa päämiehen varallisuuden kehittymiseen. Informaation epäsymmetrian takia päämies ei tiedä, miten hyvin agentti on täyttänyt tehtävänsä. Riskinä on, että agentti edistää omaa etuaan jättäen päämiehensä edun toisarvoiseksi. Informaation epäsymmetria voi kasvattaa liiketoimen valmistelun ja täytäntöönpanon kustannuksia eli transaktiokustannuksia, josta seuraa sijoittajan suurentunut tuottovaatimus. Päämies-agenttisuhteen ongelmallisuutta korostaa sijoitusneuvonnan luonne uskomushyödykkeenä (credence good, Emons 1997). Päämies-agentti-teorian ongelmaa pyritään vähentämään MiFID-direktiivillä tekemällä sijoitusneuvonnasta toimiluvanvarainen palvelu ja lisäämällä arvopaperinvälittäjän menettelytapavelvoitteita.

Heikomman osapuolen suojaaminen ei kuitenkaan ole MiFID-sääntelyn ainoa tarkoitus. Euroopan unioni pyrkii jäsenvaltioiden lainsäädäntöä yhtenäistävällä MiFID-direktiivillä myös rahoitusmarkkinoiden tehokkaaseen toimintaan.

Tavoitteena on, että sijoituspalvelun tarjoajat voivat tarjota palveluitaan rajojen yli kaikissa Euroopan unionin jäsenvaltioissa. Sääntely sijoituspalvelujen tarjoamisessa mahdollistaa kilpailun koko unionin alueella, mikä kehittää pääoman saatavuutta, sijoittajille tarjolla olevia rahoitusinstrumentteja sekä madaltaa hintoja. Näin ollen sijoituspalveluiden tarjoamisella on asiakasta ja sitä kautta jäsenvaltioiden kansantalouksia hyödyttäviä myönteisiä puolia. Jotta sijoittajat käyttäisivät EU:n muidenkin jäsenvaltioiden sijoituspalveluita kuin kotimaisten, heidän tulee pitää ulkomaisten sijoituspalveluiden ostamista turvallisena. Hyvä sijoittajansuoja on tärkeä, jotta sijoituspalvelujen hintakilpailtua kauppaa tapahtuisi yli jäsenvaltioiden rajojen. Sijoittajansuojan tulee MiFID-säädännön myötä olla asiakkaalle samankaltaista riippumatta siitä, minkä jäsenvaltion sijoituspalvelu on kyseessä.

Lissabonin strategia on Euroopan unionin kehittämissuunnitelma, jonka tarkoituksena on kehittää EU:sta maailman kilpailukykyisin talousalue. MiFID-säädännön avulla pyritään myötävaikuttamaan tavoitteen saavuttamiseen. Direktiivi tehostaa pääoman ja palveluiden vapaata liikkumista entisestään. MiFID-direktiiviä on pidetty eräänä merkityksellisimmistä Euroopan pääomamarkkinoiden aloitteista (D'Hondt & Giraud 2007). MiFID-direktiivillä on niin syvä ja pitkäaikainen vaikutus Euroopan finanssimarkkinoihin, että direktiivi on arvioitu suorastaan vallankumoukselliseksi (Casey & Lannoo 2009 s. 6–25). Rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta on tärkeää selvittää, miten MiFID-direktiivi vaikuttaa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojaan.

1.2 Tutkimusongelma, tavoitteet ja rajaukset

Sijoittajansuoja on merkityksellinen paitsi yksittäiselle sijoittajalle, myös yritysten likviditeetille ja siten koko kansantaloudelle. Talouden toiminnan kannalta tulee selvittää, onnistutaanko MiFID-direktiivillä saavuttamaan siinä asetettu tavoite sijoittajansuojan yhtenäistämisestä ja lisäämisestä.

Koska MiFID-direktiivi on annettu marraskuussa 2007, säädännön toimivuudesta ei vielä ole paljon kokemuksia tai tutkimustuloksia. Euroopan kansallisista valvontaviranomaisista koostuva arvopaperimarkkinavalvojien komitea (The Committee of European Securities Regulators, CESR) oli vuonna 2010 keräämässä käsityksiä direktiivin toimivuudesta (ns. MiFID-review). Suomessa keskeisiä teoksia, jotka käsittelevät muun ohella myös MiFID-direktiiviä, ovat Karjalaisen, Laurilan ja Parkkosen teos Arvopaperimarkkinalaki (2008), Kari Hopun teos Sijoituspalvelusopimukset (2009) sekä Sakari Wuolijoen väitöskirja Pankin neuvontavastuu (2009). Suomessa ei ole varsinaisesti tutkittu sitä, miten MiFID-direktiivi vaikuttaa sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojaan. Tämän tutkielman tarkoituksena on täydentää olemassa olevaa tutkimusta tarkastelemalla, millaista sijoituspalveluiden tarjoaminen ja sijoittajansuoja ovat MiFID-direktiivin implementoinnin jälkeen sekä tutkia nykymuotoisen sijoittajansuojan riittävyttä ja mahdollisia kehittämistarpeita.

Tässä tutkielmassa pyritään selvittämään nykyisen säädännön mahdollisia puutteita sijoittajansuojan kannalta ja pohditaan lainsäädännön kehittämistarvetta. Sijoittajansuojan muuttumista MiFID-direktiivin seurauksena tarkastellaan muun muassa päämies-agentti-teorian näkökulmasta. Lainsäädännön kehittämistä varten tutkielmassa selvitetään MiFID-direktiivin kustannustehokkuutta. Tutkimustulosten perusteella pohditaan, miten säädäntöä tulisi kehittää, jotta säädäntö ei aiheuttaisi suuria kustannuksia, mutta sijoittajansuoja olisi silti riittävä, sekä hahmotellaan jatkotutkimustarpeita.

Tutkielmassa pyritään vastaamaan seuraaviin kysymyksiin:

1. Millainen merkitys MiFID-direktiivillä on Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden integraatiolle?
2. Mitä velvollisuuksia sijoituspalvelun tarjoajalla on MiFID-direktiivin implementoinnin jälkeen?
3. Millainen sijoittajansuoja on MiFID-direktiivin seurauksena?
4. Mitä mahdollisia puutteita sijoittajansuojassa on, ja miten säädäntöä tulisi kehittää?

Sijoittajansuoja on monitahoinen käsite, joka voi liittyä paitsi sijoittamiseen, myös perinteiseen säästämiseen, kuten talletuksiin ja säästövakuutuksiin. Sijoittajansuoja voi liittyä myös muutoin asiakassuhteisiin esimerkiksi asiakassopimusten yhteydessä (Parkkonen 2010). Tässä tutkielmassa rajoitetaan tarkastelemaan sijoittajansuojaa MiFID-direktiivin sääntelyalan osalta. Näin ollen, vaikka sijoittajansuoja liittyykin keskeisesti esimerkiksi luotonantopalveluihin, maksujenvälityspalveluihin ja säästövakuutuksiin, ei tämä tutkielma käsittele niitä, sillä MiFID-direktiivi ei sääntele kyseisiä palveluita. Vaikka säädännön ohella sijoittajansuojaa muodostavat muun muassa velvollisuus noudattaa hyvää pankkitapaa sekä lojaliteettivelvollisuus, tässä tutkielmassa keskitytään erityisesti MiFID-direktiivin sääntelyalaa käsittävään sijoittajansuojaan.

Tutkielmassa tarkastellaan tutkimusaiheeseen keskeisesti liittyviä MiFID-direktiivin artikloja 1, 5–8, 13, 18, 19–33, 48 sekä 56–62. Työssä tutkitaan komission täytäntöönpanodirektiivin artikloja 28 ja 52 sekä komission täytäntöönpanoasetuksen artikloja 9–16, 21 ja 29. Tutkielman aiheeseen keskeisesti liittyvää MiFID-direktiivin säädäntöä on implementoitu arvopaperimarkkinalakiin, josta käsitellään lukuja 1, 3 a ja 4.

Tässä tutkielmassa käsitellään ainoastaan luonnollisia henkilöitä. MiFID-direktiivissä sijoittajat jaetaan kolmeen ryhmään: ei-ammattimaisiin asiakkaisiin, ammattimaisiin asiakkaisiin sekä hyväksyttäviin vastapuoliin. Hyväksyttäviin vastapuoliin voidaan luokitella yhteisöjä, suuryrityksiä, valtioita, kuntia ja niiden yksiköjä sekä keskuspankkeja. Eri asiakasryhmien tunnusmerkkejä sekä asiakasryhmiin kuulumisen kriteereitä tarkastellaan tutkielman luvussa 3.1.1. Tämän tutkielman kohteena ovat ei-ammattimaiset asiakkaat sekä sellaiset ammattimaiset asiakkaat, jotka ovat luonnollisia henkilöitä. Asiakasryhmistä hyväksyttävä vastapuoli rajataan kokonaan tutkielman ulkopuolelle. Jotta opinnäytetyöstä ei tulisi kohtuuttoman laaja, tutkielman ulkopuolelle rajataan omaisuudenhoito. Sillä tarkoitetaan sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 5 §:n mukaan rahoitusvälineiden hoitamista asiakkaan kanssa tehdyn sopimuksen nojalla siten, että päätösvalta sijoittamisesta on annettu kokonaan tai osittain toimeksiannon saajalle.

Suomalaisen rahoitusalan keskeisimmät valvontaviranomaiset, Rahoitustarkastus ja Vakuutusvalvontavirasto, yhdistettiin toisiinsa 1.1.2009 voimaan tulleella lailla. Uutta sekä pankki- että vakuutusalaan valvovaa viranomaista kutsutaan Finanssivalvonnaksi. Muutoksesta huolimatta tässä tutkielmassa käytetään paikoitellen asiayhteydestä riippuen myös Finanssivalvontaa edeltävän Rahoitustarkastuksen vanhaa nimitystä. Esimerkiksi niissä tapauksissa, joissa viitataan lainkohtaan tai hallituksen esitykseen, saatetaan käyttää Rahoitustarkastuksen nimeä. Tästä huolimatta aiempi Rahoitustarkastuksen tulkinta vastaa usein myös Finanssivalvonnan tulkintaa, koska valvontaviranomaisten yhdistäminen on ollut ensisijaisesti hallinnollinen toimi, jolla ei päämäärinä ole tavoiteltu valvontaviranomaisten aineellisoikeudellisten normien tai tulkintojen muuttamista (Wuolijoki 2009 s. 34–35). Pääsääntöisesti tässä tutkielmassa käytetään Finanssivalvonnan nimeä.

1.3 Tutkimusmetodologia

MiFID-direktiivin vaikutuksia sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojaan voisi selvittää oikeushistoriallisella metodilla tarkastellen sijoittajansuojan säädännön toimivuutta rahoitusmarkkinoilla ennen MiFID-direktiivin implementoimista sekä sen jälkeen. Toinen tapa tutkia aihetta olisi oikeusvertailevalla metodilla tarkastella MiFID-säädäntöä ja toteutettua MiFID-direktiivin implementointia sekä säädännön toimivuutta Suomessa ja verrata sitä toisessa tai toisissa jäsenvaltioissa tehtyyn implementointiin ja säädännön toimivuuteen. Tämä tutkimustapa tuottaisi kansainvälistä vertailutietoa siitä, miten MiFIDin implementoinnissa on Suomessa onnistuttu.

Koska MiFID-direktiivin mukainen säädäntö on ehtinyt olla voimassa vasta muutaman vuoden, tässä tutkielmassa on katsottu aiheelliseksi eritellä MiFID-direktiivin implementoinnin jälkeistä säädäntöä liittyen sijoituspalvelujen tarjontaan ja sijoittajansuojaan. Arvopaperinvälittäjän menettelytapavelvollisuudet ja markkinoiden transparenssiin liittyvät velvollisuudet vaikuttavat si-

joittajansuojaan keskeisesti, joten niitä systematisoidaan tässä tutkielmassa. Tällaiseen tarkasteluun tutkimusmetodiksi sopii tässä tutkielmassa käytettävä oikeusdogmaattinen eli lainopillinen metodi. Sen avulla selvitetään oikeus-säännösten sisältö ja niitä systematisoidaan. Tutkielmassa selvitetään, mil-lainen sijoittajansuoja nykyhetkellä on ja kuinka säädäntöä tulisi tarvittaessa kehittää. Lisäksi oikeustaloustieteellisen metodin avulla tutkitaan säädännön edelleen kehittämistä varten MiFID-säätelyn kustannustehokkuutta.

Oikeusdogmaattinen metodi on Suomessa yleisesti käytetty, joten metodia ei kuvata tässä tutkielmassa tarkemmin. Oikeustaloustiedettä sovelletaan maassamme oikeusdogmaattista metodia harvemmin, minkä vuoksi seuraava- vassa tarkastellaan oikeustaloustieteellistä metodia.

Oikeustaloustiede on suomenkielinen nimitys amerikkalaiselle tutkimussuun- taukselle tai koulukunnalle, joka käyttää itsestään nimitystä law and economics. Metodi luotaa oikeuden ja talouden vuorovaikutussuhdetta, ja menetelmässä kyse on ensisijaisesti tehokkuusanalyysistä. Suuntaukselle on ominaista lainsäädännön taloudellinen analyysi eli sääntelyvaihtoehtojen ja ratkaisukäytäntöjen taloudellisten vaikutusten arvioiminen sekä siihen perus- tuvat kannanotot eri vaihtoehtojen hyvistä ja huonoista puolista sekä keski- näisestä paremmuudesta (Timonen 1998 s. 100, Määttä 1999 s. 9). Suo- messa oikeustaloustiede on nuorta ja ensimmäiset varsinaiset suomenkieli- set oppikirjat aiheesta ilmestyivät vasta 1990-luvun puolivälin jälkeen. Oikeustaloustieteessä kiinnostus kohdistuu voimassa olevaan oikeusjärjes- tykseen ja analyysi tapahtuu mikrotaloustieteen piirissä kehitetyin apuväli- nein. Mikrotaloustieteessä tarkastellaan yksittäisten talousyksiköiden, kuten kuluttajien ja yritysten, käyttäytymistä. Oikeustaloustieteen avulla pyritään voimavarojen tehokkaaseen allokaatioon eli kohdentumiseen.

Oikeustaloustiede voidaan jaotella lainopilliseen lähestymistapaan, regulaa- tioteoreettiseen lähestymistapaan sekä oikeustaloushistorialliseen lähesty- mistapaan. Oikeustaloustieteen lainopilliselle lähestymistavalle on ominaista, että lain tulkinnassa käytetään hyväksi talousteoreettista argumentointia ja joskus myös empiirisiä taloustieteellisiä tutkimustuloksia (Määttä 1999 s. 10–

16). Tässä tutkielmassa käytetään oikeustaloustieteen lainopillisen lähestymistavan lisäksi regulaatioteorian normatiivista lähestymistapaa, jossa analysoidaan sitä, minkälaista oikeudellisen sääntelyn tulisi olla, jotta se mahdollisimman tarkoituksenmukaisesti täyttäisi sääntelylle asetetut tavoitteet. Suuntauksen avulla voidaan selvittää, saavutetaanko tavoitteet pienimminkin mahdollisin kustannuksin.

Sijoituspalvelun tarjoajan ja sijoittajan välisiin suhteisiin liittyy sekä neoklassisen että institutionaalisen oikeustaloustieteen piirteitä. MiFID-direktiivissä sijoittajansuojan vahvistaminen kytkeytyy neoklassisen suuntauksen symmetrisen informaatiopohjan taustaoletukseen. Sijoituspalveluyritysten sopimussuhteista aiheutuvat transaktiokustannukset taas kuuluvat institutionaaliseen oikeustaloustieteeseen. Pyrkimys neoklassiseen täydelliseen informaatiopohjaan ja transaktiokustannusten minimointi saattavat olla ristiriidassa keskenään. Toisaalta avoimuusvaatimukset lisäävät sijoittajien luottamusta markkinoihin ja ovat osa sijoittajansuojaa, ja näin ollen voidaan väittää, että ristiriitaa ei siten ole markkinoiden luotettavan turvaamisen ja sijoittajansuojan välillä.

Aineistona tutkielmassa käytetään direktiivejä, lakeja ja asetuksia, hallituksen esityksiä, Finanssivalvonnan antamia standardeja sekä kansallisista valvontaviranomaisista koostuvan Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean (CESR) lausuntoja. Tutkielmassa käytettävä oikeuskirjallisuus koostuu pääasiassa teoksista, jotka käsittelevät kauppaoikeutta, sopimusoikeutta sekä kansainvälisestä oikeudesta erityisesti eurooppaoikeutta. Lisäksi tutkielmassa hyödynnetään oikeustapauksia, asiantuntijakirjoituksia ja kansainvälisiä tutkimustuloksia.

1.4 Tutkielman rakenne

Tutkielman toisessa luvussa käsitellään käynnissä olevan rahoitusmarkkinoiden yhdentämisen merkitystä ja nykytilaa sekä MiFID-direktiivin osuutta in-

tegroinnissa. Täten taustoitetaan MiFID-direktiivin lähtökohdat ja konteksti MiFID-säädännön merkityksen hahmottamista varten. Lisäksi direktiivien ominaisuuksia jäsenvaltioiden lainsäädännön ohjausinstrumentteina tarkastellaan. Tämän jälkeen käsitellään MiFID-direktiiviin johtanutta kehitystä, MiFID-direktiivin keskeistä sisältöä sekä implementointia Suomen säädäntöön.

Kolmannessa luvussa tarkastellaan sijoituspalvelun tarjoajalle asetettuja menettelytapavelvoitteita sekä kaupankäynnin transparensiin liittyviä velvoitteita. Tarkastelussa tulevat esiin myös sijoittajan oikeudet ja velvollisuudet. Koska MiFID-direktiivin implementointi on tapahtunut osittain jäsenvaltioiden viranomaisten valtiokohtaisilla määräyksillä ja ohjeilla, ei usean jäsenvaltion sijoituspalveluiden tarjoajille asetettujen velvollisuuksien tutkiminen ole laajuutensa takia mahdollista tämän pro gradu -tutkielman puitteissa. Siten tutkielmassa keskitytään Suomessa voimassa olevaan säädäntöön.

Neljännessä luvussa selvitetään MiFID-säädännön mukaisesta sijoittajansuojasta, kilpailun lisäämisestä ja kustannustehokkuudesta saatuja kokemuksia.

Tutkielman viidennessä luvussa kootaan tutkielman päähavainnot yhteen, esitellään johtopäätökset ja hahmotellaan jatkotutkimusaiheita.

2 MiFID-DIREKTIIVI RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTÄJÄNÄ

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on allokoida pääomia ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille mahdollisimman tehokkaasti. Niin julkinen valta, kotitaloudet kuin yrityksetkin ovat varojen kanavoinnissa joko nettoluotonottajia tai luotonantajia. Rahoituksen tarjoajat eli sijoittajat tavoittelevat varallisuudelleen tuottoa, ja rahoituksen tarvitsijat pyrkivät saamaan tulevia tuloja käyttöönsä jo etukäteen. Rahoitusmarkkinat ovat monia muita markkinoita tehokkaammat, sillä informaatiota on vaikeuksitta runsaasti saatavilla, toimijoita on paljon ja rahoituspäätöksiä on helppo tehdä ja peruuttaa (Puttonen 2001 s. 96–97). Mitä enemmän markkinoilla on ostajia ja myyjiä ja mitä vilkkaampaa vaihto on, sitä tehokkaammat markkinat todennäköisesti ovat (esim. Leppiniemi 2002 s. 61–62). MiFID-direktiivi poistaa esteitä kansainväliseltä arvopaperikaupalta, mahdollistaa toimijoiden määrän kasvun ja lisää siten rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta.

2.1 Euroopan rahoitusmarkkinoiden integraatio

Yhdentyneet rahoitusmarkkinat määritellään usein markkinoiksi, joilla tietyn talousalueen rahoituspalveluiden tuottajilla ja käyttäjillä ei ole esteitä tarjota ja hankkia rahoituspalveluita yli alueen maantieteellisten rajojen. Täydellisesti yhdentyneillä rahoitusmarkkinoilla samanlaisilla rahoitusinstrumenteilla tulisi olla sama hinta (Vauhkonen & Pylkkönen 2004 s. 72). Yhdentyneet arvopaperimarkkinat voidaan Euroopan keskuspankin mukaan määritellä tilanteeksi, jossa mitkään tekijät eivät saata talouden toimijoita sijainnin perusteella eriarvoiseen asemaan sen suhteen, miten ne hankkivat pääomia ja tekevät sijoituksia (EKP 2003 s. 53). Suppeamman määritelmän mukaan yhdentymisellä tarkoitetaan tilannetta, jossa tuotteen aiemmin eriytyneistä markkinoista muodostuu yksi markkina-alue, jonka sisällä tuotteella on sama hinta (Cabral *et al.* 2002). Markkinat ovat täysin yhdentyneet, kun yhden hinnan laki toteu-

tuu. Integroimalla eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita tehostetaan pääoman allokoointia ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille.

Rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen ei kuitenkaan ole itsetarkoitus, vaan sen avulla pyritään lisäämään Euroopan talouskasvua. Pankkitoimialalla pyrkimyksenä on yhdentymistä edistävien toimenpiteiden avulla parantaa rajat ylittävän pankkikilpailun edellytyksiä. Kilpailun voimistumisen oletetaan näkyvän aiempaa parempana pankkipalveluna ja palveluiden halvempina hintoina, jotka hyödyttävät palveluiden käyttäjiä eli yrityksiä ja kotitalouksia (Vauhkonen & Pylkkönen 2004 s. 72). Tehdessään pankkipalveluista aiempaa parempia ja halvempia kilpailu luo edellytyksiä talouskasvulle.

On esitetty arvioita (esim. Giannetti *et al.* 2002) ja tutkimustuloksia (esim. Jokivuolle & Korhonen 2004) siitä, että vahvistamalla rahoitusmarkkinoiden ja -palveluiden yhdentymistä EU:lla on mahdollisuus saavuttaa huomattavia etuja ripeänä talouskasvuna. Lissabonin strategian mukaan Euroopan talousalueen kilpailukykyä parantavat rahoitusmarkkinoiden integraation laajeneminen ja syveneminen, joiden kasvu- ja työllisyysvaikutukset ovat huomattavia. Viime kädessä vaikutukset ilmenevät siten, että kotitaloudet ja yritykset saavat rahoitusta ja rahoituspalveluita selvästi nykyistä halvemmalla ja että tuotteet ovat monipuolisia, moderneja ja luotettavia (Koskenkylä 2004 s. 10–11). Sekä kuluttajat että yritykset hyötyvät Lissabonin strategialla tavoiteltavasta talouskasvusta.

Rahoitusmarkkinoiden integraation käynnistäjiä ovat olleet ensi sijassa informaatiotekniikan kehittyminen ja sääntelyn purkaminen eli deregulaatio. Vaapaat pääomanliikkeet ja palvelut maasta toiseen ovat EU:n integraatiopolitiikan keskeisiä pilareita. Ne yhdessä uuden tekniikan kanssa ovat johtaneet rahoitusmarkkinoiden nopeaan kansainvälistymiseen. Tekniikan kehitys ja deregulaatio ovat mahdollistaneet uusien rahoitustuotteiden jatkuvan kehittelyn, joita ovat esimerkiksi monenlaiset johdannaiset, arvopaperistamiset ja luottoriskien siirtokeinot (Koskenkylä & Koskinen 2004 s. 170–172). Teknistä kehitystä ja deregulaatiota on seurannut rahoitusinstrumenttien huomattava monimutkaistuminen.

Markkinavoimien ja teknisen kehityksen lisäksi yhteinen raha, euro, jouduttaa integraatiota. Myös viranomaisilla on keskeinen merkitys integraation edistämässä sekä vakauden ja luottamuksen säilyttämisessä. Euroopan komissio on ollut aktiivinen rahoitusmarkkinoiden integraation syventämisessä. Myös Euroopan keskuspankki ja koko keskuspankkijärjestelmä ovat pyrkineet vaikuttamaan rahoitusmarkkinoiden sisämarkkinoiden syntyyn ja kehittymiseen (Maunu 2005 s. 151). Pyrkimyksenä on ollut poistaa sisämarkkinoiden esteitä yhtenäistämällä jäsenvaltioiden lainsäädäntöä.

Arvopaperimarkkinoiden integraatio on edennyt Euroopassa eri tahtiin finanssimarkkinoiden eri osa-alueilla. Rahamarkkinoilla, eli rahoituslaitosten likviditeettiä parantavan lyhytaikaisen rahoituksen markkinoilla, integraatio on edennyt pisimmälle. Erityisesti vakuudettomat rahamarkkinat ovat jo täysin integroituneet. Kansalliset rahamarkkinat ovat samalla laajentuneet koko euroalueen laajuisiksi. Arvopaperimarkkinoilla rahoitusmarkkinoiden integroituminen on havaittavissa etenkin pörssien yhteistyön lisääntymisenä sekä pörssifuusioina. Sijoittajat ovat lisäksi ryhtyneet allokoimaan sijoituksiaan kotimarkkinoiden sijasta laajemmin koko euroalueelle. Tämä on näkynyt selkeimmin rahastojen sijoitusten suuntautumisena euroalueelle. (Pylkkönen 2004 s. 45) Vaikka rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt varsin eri tahtia eri sektoreilla, valtioiden välinen rahoituspalveluiden kauppa on kaiken kaikkiaan kasvanut kiihtyvällä vauhdilla (Koskenkylä & Koskinen 2004 s. 170–172). Rahoitusmarkkinoiden integraatio kehittyy lainsäädännön mahdollistamien edellytysten puitteissa.

Sääntely vaikuttaa ratkaisevasti rahoitusmarkkinoiden onnistumiseen. Mikäli asianmukainen sääntely puuttuu, sijoittajat eivät uskaltavu markkinoille. Sääntely ei kuitenkaan saa olla liiallista, jonka seurauksena yrityksille ja sijoittajille tulisi maksettavaksi ylimääräisiä kuluja, mikä hillitsee sijoittamista. Riittämättömän ja liiallisen sääntelyn välillä on ohut raja (Franks *et al.* 2003 s. 2). Sääntelemällä finanssimarkkinoita sopivasti suojellaan sijoittajia riittävästi ilman tarpeettomia kustannuksia. Ripeä talouskasvu sekä Lissabonin huipukokouksen tavoitteiden saavuttaminen edellyttävät toimivia rahoituspalve-

luita sekä tehokasta pääoman saatavuutta (Jokivuolle & Korhonen 2004 s. 14). Euroopan rahoitusmarkkinoiden integraation sääntelyssä direktiivit ovat käyttökelpoisia instrumentteja.

2.2 Direktiivit lainsäädännön ohjausinstrumentteina

Eurooppalaisia päämääriä ovat taloudellisen toiminnan sopusointuinen kehitys, ympäristöä kunnioittava talouskasvu, talouden suuri suorituskyky, hyvä työllisyystilanne ja sosiaalinen suojele. Lisäksi eurooppalaisiin päämääriin kuuluvat elintason parantuminen sekä taloudellinen ja sosiaalinen yhteenkuuluvuus ja solidaarisuus jäsenvaltioiden välillä. Keinoja näiden päämäärien saavuttamiseksi ovat sisämarkkinoiden toteutus sekä talous- ja rahaliitto. (Raitio 2005 s. 4) Eurooppalaiset päämäärät ohjaavat unionin säädäntöä asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi.

Eurooppalaisten rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden sääntely- ja lainsäädäntöprosessin juuret ulottuvat vuoden 1957 Rooman sopimukseen, jossa asetettiin tavoitteeksi tavaroiden, palvelujen sekä työvoiman yhteismarkkinoiden ohella myös yhteiset pääomamarkkinat. Sisämarkkinoilla ei ole sisäisiä rajoja, vaan tavarat, henkilöt, palvelut ja pääoma voivat liikkua vapaasti yhteisön alueella ja niillä on sijoittautumisoikeus (Euroopan yhteisön perustamissopimus 3 artikla kohta 1 c ja 14 artikla kohta 2). Vapaan sijoittautumisoikeuden avulla dereguloidaan valtiollisten oikeusjärjestelmien luomia rajoituksia taloudelliselle toiminnalle. Sijoittautumisoikeus edistää vapaata kilpailua ja kansallisten markkinoiden integroitumista (Kiikeri 2002 s. 5). Alkuperäisen tarkoituksensa mukaisesti direktiivejä käytetään erityisesti luotaessa taloudellisia perusvapauksia eli sisämarkkinavapauksia käsittäviä yhteismarkkinoita.

Sisämarkkinavapauksiin kuuluvien pääomien ja palvelujen vapaan liikkuvuuden välinen rajanveto on vaikeaa, sillä pääomien siirtoon liittyy usein myös palvelun, kuten esimerkiksi luotonannon, tarjoaminen. Käytännössä pääomien ja palveluiden erolla on kuitenkin suuri merkitys. Pääomanliikkeitä koske-

vien rajoitusten kieltö koskee EY 56 artiklan 1 kohdan mukaan myös pääomanliikkeitä jäsenvaltioiden ja kolmansien maiden välillä, kun taas palveluiden vapaata liikkuvuutta koskevien säännösten henkilöllinen soveltamisala rajoittuu unionin sisälle (Huttunen 2007 s. 143). Pääomia voi siten liikutella palveluita vapaammin valtioiden rajojen yli.

EU:ssa direktiivit, asetukset ja päätökset kuuluvat sekundäärinormistoon, jonka tarkoitus on konkretisoida primaarioikeuden, esimerkiksi perustamissopimusten, periaatteita ja politiikkoja (Raitio 2006 s. 15). Direktiiveillä ohjataan jäsenvaltioita yhdenmukaistamaan säädäntöään. Direktiivit ovat jäsenvaltioiden säädännön lähentämismääräyksiä, eikä niitä ole tarkoitettu muuttamaan suoraan jäsenvaltioiden lakeja. Direktiiveissä ilmaistaan tavoite, joka tulee saavuttaa kansallisin toimin. Jäsenvaltioille jätetään valittaviksi muodot ja keinot tavoitteen saavuttamiseksi. Toisin kuin EU:n asetukset, direktiivit eivät ole riittäviä itsenäisesti, vaan ne täytyy implementoida eli kansallisesti toimeenpanna. Luonnolliset henkilöt ovat sidottuja direktiivin säädöksiin vasta sen jälkeen, kun direktiivi on implementoitu kansalliseen säädäntöön (esim. Prechal 2005 s. 55). EU:n asetukset sen sijaan ovat suoraan sovellettavia eli niitä ei tarvitse säätää kansallisiksi laeiksi. Asetukset velvoittavat heti, kun ne on annettu.

Sijoituspalveludirektiiviin verrattuna MiFID-direktiivi voimisti kansallisten säädösten harmonisointia ja tehosti kotivaltion valvontavelvollisuutta. Euroopan unionissa ei ollut yhteistä kattavaa arvopaperikaupan säätelyjärjestelmää ennen MiFID-direktiiviä. Syynä säätelyn puuttumiseen on pidetty sitä, että jäsenmaat epäröivät kansallisen pörssitoimintansa avaamista eurooppalaiselle kilpailulle ja pitivät eri maissa kehittyneiden toimintamallien yhdenmukaistamista vaikeana (Shipp 2008). MiFID-direktiivi on tarkoitettu sääntelemään Euroopan unionin rahoitusmarkkinoita yhteisten sisämarkkinoiden saavuttamiseksi.

2.3 MiFID-direktiiviin johtanut kehitys

MiFID-säädäntöön johtaneen kehityksen alkuna on pidetty vuotta 1992, jolloin Maastrichtissa 7. helmikuuta allekirjoitettu sopimus Euroopan unionista merkitsi eurooppalaisen talous- ja rahaliiton syntyä. Jo ennen MiFID-direktiivin voimaantuloa arvopaperiala on ollut tarkasti säännelty ja viranomaisten valvoma. Katsauksen MiFID-direktiiviä edeltäneisiin pankkitoimialan tärkeimpiin direktiiveihin ovat esittäneet esimerkiksi Vauhkonen & Pylkkönen (2004). Arvopapereiden tarjoamista ja niistä tiedottamista, sijoitusrahastoja sekä sijoitusneuvontaa ovat säännelleet lukuisat lait, asetukset, standardit ja suositukset (Harju & Syyrilä 2001, Mäntysaari 2001, Parkkonen 2007).

Yhteismarkkinoiden luominen sekä niiden auki pitäminen muodostavat EU:n kilpailuoikeuden keskeisen tavoitteen. Yhteismarkkinat eivät avaudu, jos markkinoita perinteisesti hallitsevat kansalliset markkinajohtajat estävät muista maista olevien yritysten pääsyn niiden kansallisille markkinoille (Kuoppamäki 2007 s. 203). MiFID-direktiivi avaa Euroopan rahoitusmarkkinoita kilpailulle ja yhdenmukaistaa jäsenvaltioiden rahoitusvälineiden kauppaa koskevaa sääntelyä.

Monet direktiivit ovat syntyneet hitaasti ja erilaisten kompromissien tuloksena. Siksi direktiivit ovat väljiä ja antavat kansalliselle toimeenpanolle edelleen joustavuutta. Seurauksena on ollut, että direktiivien implementoinnin jälkeenkin kansallisen tason arvopaperimarkkinoiden sääntely on varsin heterogeenistä, mikä hidastaa arvopaperimarkkinoiden integraatiota. Ennen MiFID-direktiivin antamista vuonna 2004 arvopaperimarkkinoiden integraation kannalta pidettiin tärkeänä, että kansallisen tason lainsäädäntöä kyettäisiin laajasti yhtenäistämään (Pylkkönen 2004 s. 67). Rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä komission keskeisiä aloitteita ovat olleet rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman (Financial Services Action Plan, FSAP) läpivienti sekä lainsäädäntöprosessia tehostavan niin sanotun Lamfalussy-prosessin aloittaminen. Sekä FSAP-toimintasuunnitelma että Lamfalussy-prosessi ovat

edistäneet sisämarkkinoiden integrointia 2000-luvulla. MiFID-direktiivi kuuluu FSAP-toimintasuunnitelmaan ja on Lamfalussy-prosessin mukainen direktiivi.

2.3.1 FSAP-toimintasuunnitelma

Eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden tehokkuus vähenee, jos finanssialan sääntely jäsenvaltioissa on keskenään kovin erilaista. Jotta Euroopan rahoitus-alaa voitaisiin integroida, EU:ssa on uudistettu pankki- ja vakuutus-toimintaa sekä arvopaperimarkkinoita direktiivein. Kyseiset direktiivit kuuluvat rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaan (FSAP). Sen tärkein strateginen tavoite on edistää integraatiota rahoitussektorilla ja näin tehostaa EU:n rahoitusmarkkinoiden toimintaa (Koskenkylä & Koskinen 2004 s. 176). Eurooppalaiselle arvopaperikaupalle on toimintasuunnitelman täytäntöönpanon myötä luotu pitkälle harmonisoidut lainsäädännölliset puitteet (Majuri 2007 s. 120). FSAP-toimintasuunnitelmaan sisältyvillä direktiiveillä säännellään muun muassa rahoitusalan kansainvälistä toimintaa, rahanpesua, pääomamarkkinoiden läpinäkyvyyttä, sijoittajansuojaa ja valvontaa. Finanssipalvelujen sääntelemiseksi on 2000-luvulla annettu 27 direktiiviä (Kalemli-Ozcan *et al.* 2010), joista yksi on rahoitusinstrumentteja ja -markkinoita käsittelevä MiFID-direktiivi.

Muita FSAP-toimintasuunnitelmaan kuuluvia finanssipalveluita keskeisesti säänteleviä direktiivejä ovat MiFID-direktiivin ohella muun muassa markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipulaatioista), esitedirektiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta) ja avoimuusdirektiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta). Kuten MiFID-direktiiviä, myös monia muita FSAP-toimintasuunnitelmaan kuuluvia direktiivejä ollaan uudistamassa.

2.3.2 Lamfalussy-prosessi

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman ohella toinen tärkeä suunnitelma rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden integraation syventämiseksi on Lamfalussy-prosessi, jonka alkuperäinen tavoite oli luoda yhtenäiset pääomamarkkinat Eurooppaan (Pylkkönen 2004 s. 45). MiFID-direktiivi on kehitetty Lamfalussy-lainsäädäntöprosessin mukaisesti. Prosessin tavoitteena on tehostaa ja nopeuttaa EU:n sääntelyn valmistelua ja soveltamista rahoitusmarkkinakäytännöissä, vahvistaa niihin liittyviä viranomaisjärjestelyjä sekä edistää sääntelyn ja valvonnan yhdenmukaisuutta. Sääntelyn ja valvonnan kehittäminen tapahtuu nelitasoisen lähestymistavan avulla, joka perustuu Euroopan neuvoston maaliskuussa 2001 hyväksymään paroni Lamfalussy'n johtaman asiantuntijakomitean raporttiin Euroopan arvopaperimarkkinoiden sääntelystä. Suurimmat sääntelylinjat tehdään ensimmäisellä tasolla, ja sen tavoitteita ja poliitikoita tukevat muut tasot.

MiFID-sääntelykokonaisuudessa niin sanotun Lamfalussy-mallin ensimmäinen eli ylin taso säädettiin parlamentin ja neuvoston antamalla MiFID-direktiivillä (2004/39/EY).

Toisella tasolla komissio antaa teknisiä täytäntöönpanosääntöjä käyttäen apunaan Euroopan arvopaperikomiteaa (ESC) ja kansallisista valvontaviranomaisista koostuvaa arvopaperimarkkinavalvojen komiteaa (CESR). MiFID-direktiiviä täydentävät Lamfalussy-mallin toisen tason täytäntöönpanosäädökset, joita ovat komission antama täytäntöönpanoasetus (EY 1287/2006) ja komission täytäntöönpanodirektiivi (2006/73/EY). Ne sisältävät suurimman osan sijoituspalveluita tarjoavien yritysten menettelytapavelvoitteista suhteessa asiakkaisiin.

Kolmannen tason MiFID-sääntelykokonaisuudessa muodostavat kansallisia rahoitusmarkkinoita valvovien viranomaisten yhteistyöelimen (Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea, CESR) ohjeet toisen tason normien tulokinnasta. Kolmas taso perustuu kansallisten valvontaviranomaisten yhteis-

työhön ja CESR:n ohjeisiin, suosituksiin ja standardeihin (Hoppu 2009 s. 31). Suomessa Finanssivalvonta ohjaa kolmannella tasolla rahoitusmarkkinoita standardeillaan. Lamfalussy-mallissa Finanssivalvonnan antamien normien merkitys korostuu kansallisena oikeuslähteenä, sillä yksityiskohtaiset ja käytännössä merkityksellisemmät säännökset ovat usein näissä (Wuolijoki 2009 s. 164).

Neljännän tason muodostaa komission valvonta EU-normien täytäntöönpanosta ja noudattamisesta jäsenvaltioissa. Uudet valvonnan komiteat (CEBS, CESR ja CEIOPS) osallistuvat sääntelyn valmisteluun ja pyrkivät edistämään sääntelyn tehokasta toimeenpanoa kansallisella tasolla (Koskenkylä 2004 s. 12). Sääntelyprosessin jaottelu eri tasoihin selkeyttää ja nopeuttaa uuden säädännön valmistelua.

Lamfalussy-prosessin on katsottu toimineen suhteellisen hyvin, ja se osoittautunut melko tehokkaaksi tavaksi tuottaa runsaasti yksityiskohtaista normiaineistoa (Wuolijoki 2009 s. 164, Pylkkönen 2004 s. 67). Tehokkuus on Wuolijoen mukaan osittain ilmeisesti perustunut siihen, että päätöksentekomenettely ensimmäistä tasoa alemmilla norminannon tasoilla on kevyempää kuin ensimmäisen tason direktiivissä, joka säädetään yhteispäätösmenettelyssä. Pankkiala on suhtautunut Lamfalussy-malliin pääosin myönteisesti (Wuolijoki 2009 s. 164). Pylkkönen kuitenkin toteaa (2004 s. 67), että vaikka Lamfalussy-prosessi on edistysaskel lainsäädäntötyön tehostamisessa, sitä on kritisoitu raskaaksi ja hitaaksi.

2.3.3 Sijoituspalveludirektiivi

MiFID-direktiiviin johtaneeseen prosessiin on vaikuttanut keskeisesti komission marraskuussa 2000 tekemä päätös uudistaa vuonna 1993 annettu direktiivi sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla 93/22/ETY (Davies *et al.* 2007). Sijoituspalveludirektiivi aloitti Euroopan sijoituspalveluiden yhtenäistämisen, jota MiFID-direktiivi kehittää edelleen (Aubry & McKee 2007). Sijoituspalveludirektiivin tarkoituksena oli vahvistaa edellytykset, joiden täytyessä toimiluvan saaneet sijoituspalveluyritykset ja pankit voivat tarjota palveluja tai perus-

taa sivuliikkeitä muissa jäsenvaltioissa. Sijoituspalveluyritysten ja pankkien kotijäsenvaltiot myönsivät toimiluvat ja harjoittivat valvontaa. Sijoituspalveludirektiivillä pyrittiin siten yhdenmukaistamaan sijoituspalveluyritysten toimiluvan myöntäminen ja näiden yritysten toiminnalle asetettavat vaatimukset, mukaan luettuna menettelytapasäännökset. (MiFID johdanto 1. kohta) Sijoituspalveludirektiivin antamisen jälkeen rahoitusmarkkinat ovat muuttuneet paljon, mikä on luonut tarvetta uudelle sääntelylle.

2.4 MiFID-direktiivin tavoitteet

Sen jälkeen kun sijoituspalveludirektiivi vuonna 1993 annettiin, ovat yhä useammat sijoittajat alkaneet toimia rahoitusmarkkinoilla. Sijoittajille on tarjolla entistä moninaisempi ja runsaampi palvelujen ja rahoitusvälineiden valikoima. Tämän kehityksen vuoksi katsottiin, että yhteisön lainsäädäntöpuitteiden tulee laajasti kattaa sijoittajiin kohdistuva toiminta. Tämän saavuttamiseksi pidettiin tarpeellisena säätää yhdenmukaistamisesta, jotta sijoittajille voitaisiin tarjota korkeatasoinen suoja ja sijoituspalveluyrityksille mahdollisuus palvelujen tarjoamiseen kotijäsenvaltion harjoittaman valvonnan nojalla kaikkialla yhteisössä. (MiFID johdanto 2. kohta) Koska rahoitusmarkkinat olivat muuttuneet huomattavasti vuodesta 1993, sijoituspalveludirektiivi kumottiin ja korvattiin kokonaan uudella direktiivillä, MiFIDillä.

MiFID-direktiivillä on pyritty yhdenmukaistamaan sijoituspalveluja tarjoavien luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten organisatorisia ja sijoittajansuojaa koskevia menettelytapoja (esim. Kaal 2009). MiFID-direktiivillä on luotu yksityiskohtaiset säännöt eurooppalaisissa pörseissä, vaihtoehtoisissa kaupankäyntijärjestelmissä sekä toimijoiden sisäisissä järjestelmissä tapahtuvalle järjestäytyneelle arvopaperikaupalle (Majuri 2007 s. 120). Sääntely MiFID-direktiivissä on merkittävästi sijoituspalveludirektiiviä kattavampaa ja yksityiskohtaisempaa.

2.4.1 Sääntely

MiFID-direktiivi on aiheuttanut suuria muutoksia Euroopan unionin jäsenvaltioiden kansalliseen lainsäädäntöön (Haines 2007). Direktiivi harmonisoi kaikkiaan kolmenkymmenen Euroopan talousalueen valtion rahoituspalveluita koskevaa lainsäädäntöä, sillä EU:n jäsenvaltioiden lisäksi MiFID yhdenmukaistaa säädäntöä myös Islannissa, Norjassa ja Liechtensteinissa.

MiFID-direktiiviä täydentää aiemmin mainittu komission täytäntöönpanosääntely. MiFID-direktiivin täytäntöönpanemiseksi on annettu komission direktiivi 2006/73/EY ”Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta” (jäljempänä komission täytäntöönpanodirektiivi). MiFID-direktiiviä täydentää myös komission asetus (EY) No 1287/2006 ”Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta tietojen kirjaamista koskevien sijoituspalveluyritysten velvoitteiden, liiketoimista ilmoittamisen, markkinoiden avoimuuden, rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen sekä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta” (jäljempänä komission täytäntöönpanoasetus).

Komission täytäntöönpanodirektiivi ohjaa valvottavan toiminnan järjestämistä sekä menettelytapasääntöjä. Siinä säädetään sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämisen vaatimuksista, toiminnan harjoittamisen edellytyksistä sekä määritellään MiFID-direktiivin käsitteitä. Komission täytäntöönpanoasetuksessa säädetään pääosin kaupparaportoinnista sekä osakekaupan transparenssista eli läpinäkyvyydestä.

2.4.2 Sääntelyn kohde

MiFID-direktiiviä sovelletaan sijoituspalveluyrityksiin ja säänneltyihin markkinoihin sekä sellaisiin luottolaitoksiin ja rahastoyhtiöihin, jotka tarjoavat sijoituspalveluita tai harjoittavat sijoitustoimintaa (MiFID 1 artikla, 1–2 kohdat). Soveltamisala on pääpiirteissään sama kuin MiFID-direktiiviä edeltäneessä sijoituspalveludirektiivissä, mutta MiFID sisältää uusia periaatteita ja sen koh-

teena on uusia sijoituspalveluita ja rahoitusvälineitä. MiFID laajentaa luvanvaraisten sijoituspalveluiden luetteloa. Sijoituspalveludirektiiviin verrattuna sijoituspalvelun uusia muotoja ovat sijoitusneuvonta ja monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpito.

Sijoituspalveluiden lisäksi MiFID-direktiivillä laajennetaan rahoitusvälineiden luetteloa vastaamaan markkinoiden kehitystä. Toisin kuin MiFID-direktiiviä edeltäneessä sijoituspalveludirektiivissä, MiFIDin sääntelemiin rahoitusinstrumenttien soveltamisalaan on liitetty hyödykejohdannaiset. MiFIDissä säädetään joustavista perusteista, joilla rahoitusväline voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi.

Laajennuksesta huolimatta kaikki rahoitustuotteet eivät kuulu MiFID-sääntelyn piiriin. MiFID koskee osakkeita, joukkovelkakirjalainoja, johdannaisia ja sijoitusrahastojen rahasto-osuuksia. Kauppaa voidaan käydä esimerkiksi pörssissä tai muulla säännellyllä markkinalla jo listatulla rahoitusvälineellä, mutta kaupankäynnin kohteeksi voidaan ottaa myös listaamattomien yritysten liikkeeseen laskemia arvopapereita. MiFID-direktiivi ei sääntele talletuksia, lainoja eikä vakuustuotteita.

2.5 MiFID-direktiivin keskeinen sisältö

MiFID-direktiivi on laadittu edistämään integroituja, kilpailevia ja transparentteja eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita (Giovanni 2009). Seuraavassa käsitellään MiFID-direktiivin keskeistä sisältöä.

2.5.1 Sisämarkkinoiden integrointi

MiFID-direktiivin keskeisenä tavoitteena on Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdentäminen poistamalla sijoituspalvelun tarjoamisen esteitä ja yhdenmuukaistamalla jäsenvaltioiden markkinapaikkasääntelyä. Tavoitteena on sääntelyjärjestelmä, joka mahdollistaa kauppojen toteuttamisen arvopaperi- ja joh-

dannaispörssien ohella myös muilla markkinapaikoilla ja kokonaan markkinapaikkojen ulkopuolella, esimerkiksi arvopaperinvälittäjien hoitamana kauppohen sisäisenä toteutuksena. Kauppojen sisäinen toteuttaminen tarkoittaa sitä, että sijoituspalveluyritys järjestelmällisesti pyrkii toteuttamaan kauppohen säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ulkopuolella asettumalla itse kaupan vastapuoleksi. Markkinoiden luotettavaa ja tehokasta toimintaa edesautetaan kotivaltioperiaatteen mukaisella toimiluvanvaraisuudella sekä markkina- ja valvonnalla ja markkina- ja valvojen yhteistyöllä.

2.5.2 Kotivaltioperiaatteen mukainen toimiluvan myöntäminen ja markkina- ja valvonta

Jo 1970- ja 1980-luvuilla annetut luottolaitosdirektiivit noudattivat yhden toimiluvan ja kotivaltion periaatetta, jonka mukaan kotimaan viranomaisen myöntämä toimilupa oikeuttaa perustamaan sivukonttorin toiseen jäsenvaltioon tai tarjoamaan siellä palveluja toimipistettä perustamattakin (esim. Rudanko 1995 s. 82). Myös MiFID-direktiivi perustuu yhden toimiluvan periaatteeseen.

MiFID-direktiivissä sijoituspalveluyritykseltä edellyttävää toimilupaa käsitellään artikloissa 5–8. Viidennen artiklan ensimmäisen kohdan mukaan jäsenvaltioiden on edellytettävä, että sijoituspalvelujen tarjoaminen tai sijoitustoiminnan harjoittaminen ammattimaisesti säännöllisenä ammatti- tai liiketoimintana on etukäteen luvanvaraista. Toimiluvan myöntämisedellytyksiä ja -menettelyä säädetään MiFID-direktiivin artikloissa 5–17. Toimiluvan myöntää 48 artiklan mukaisesti nimetty kotijäsenvaltion toimivaltainen viranomainen. Saadakseen toimiluvan sijoituspalveluyritykselle asetetaan taloudellisia sekä toimintaan liittyviä vaatimuksia, jotka on Suomessa implementoitu lakiin sijoituspalveluyrityksistä. Luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta annetun direktiivin 2000/12/EY mukaisesti toimiluvan saaneet luottolaitokset eivät tarvitse toista MiFID-direktiivin mukaista toimilupaa tarjotakseen sijoituspalveluita.

MiFID-direktiivissä yhden toimiluvan periaatteesta säädetään 6 artiklan 3 kohdassa. Yhdessä jäsenvaltiossa toimiluvan saanut sijoituspalveluyritys saa oikeuden tarjota sijoituspalveluita koko unionin alueella ilman erillisiä toimilupaanomuksia muista jäsenvaltioista. Sijoituspalvelun tarjoamista suunnittelevan tulee hakea toimilupa oman kotivaltionsa toimivaltaiselta viranomaiselta, joka Suomessa on Finanssivalvonta. Kun sijoituspalveluita saa tarjota yhden toimiluvan perusteella kolmessakymmenessä valtiossa, on sijoituspalveluiden valvonta tärkeää palvelun Euroopan laajuisen laadun ja luotettavuuden varmistamiseksi.

Kansalliset valvontaviranomaiset valvovat sijoituspalveluiden tarjontaa kotimaassaan ja puuttuvat tarvittaessa yritysten toimintaan. Ulkomaisia toimijoita valvoo pääsääntöisesti niiden kotivaltion toimivaltainen viranomainen. Euroopan unionin jäsenvaltioiden markkinavalvojat toimivat toistensa kanssa yhteistyössä ja raportoivat toisilleen. Jäsenvaltioiden toimivaltaisten viranomaisten yhteistyövelvoitteesta säädetään MiFID-direktiivin artikloissa 56–62. MiFID-direktiivillä tehostetaan kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välistä tiedonvaihtoa ja keskinäistä avunanto- ja yhteistyövelvoitteita. Yksittäisen jäsenvaltion viranomaisen voi kuitenkin olla vaikea valvoa monissa maissa tapahtuvaa toimintaa. Mediassa onkin ollut keskustelua ylikansallisen markkinavalvojan tarpeellisuudesta. Se valvoisi yritysten sijoituspalveluiden tarjontaa Euroopan unionissa sen sijaan, että sitä valvoo nykysäädännön mukaan jokaisen valtion toimivaltainen viranomainen.

Suomessa arvopaperien markkinointia koskevissa asioissa kuluttaja-asiamiehellä ja nykyisellä Finanssivalvonnalla on rinnakkainen toimivalta. Kuluttaja-asiamiehellä on siten mahdollisuus valvoa, että kulutushyödykkeiden markkinointia koskevia säännöksiä ja muuta sijoitusomaisuutta koskevia periaatteita noudatetaan myös kuluttajiin kohdistuvassa arvopaperien markkinoinnissa (Ämmälä 2006 s. 47). Suomalaista sijoittajansuojaa edistää Finanssivalvonnan ja kuluttaja-asiamiehen rinnakkainen toimivalta arvopaperien markkinoinnin valvonnassa.

Merkittävä muutos verrattuna MiFID-direktiiviä edeltäneeseen sijoituspalveludirektiiviin on se, että MiFID-säädännössä sijoituspalveluyrityksen on sovellettava ainoastaan kotivaltionsa menettelytapasääntöjä tarjotessaan sijoituspalveluja asiakkaille jossakin Euroopan talousalueen valtiossa (HE 43/2007 s. 17). MiFID-sääntelyn myötä sijoituspalvelujen tarjoaminen jäsenvaltioiden rajojen yli on yritysten näkökulmasta helpottunut. Tästä huolimatta sijoittajaa suojaava säädäntö on vahvistunut menettelytapasääntöjen harmonisoinnin myötä. MiFID-säädännössä sijoituspalveluyritysten ja asiakkaiden asemaan sekä mahdollisuuksiin on vaikuttanut myös monenkeskinen kaupankäynti.

2.5.3 Monenkeskinen kaupankäynti

MiFID-direktiivillä säädetään kokonaan uudesta sijoituspalvelusta, monenkeskisen kaupankäynnin ylläpitämisestä (Multilateral Trading Facility, MTF). Suomessa MiFID-direktiivin seurauksena arvopaperimarkkinalakiin tehtiin kokonaan uusi 3 a luku käsittelemään monenkeskistä kaupankäyntiä.

Monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä voidaan pörssin ulkopuolella-kin saattaa yhteen ostajien ja myyjien osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehoituksia niin, että tuloksena on sitova arvopaperikauppa. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä ylläpitää kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista erityistä listaa, jota kutsutaan AML 1 luvun 4 §:n 7 kohdan mukaan meklarilistaksi. Meklarilistoja ovat esimerkiksi OMX:n FirstNorth ja Lontoon pörssin (London Stock Exchange, LSE) Alternative Investment Market (AIM).

Monenkeskinen kaupankäynti kuvaa MiFID-direktiivissä huomioon otettua maailman finanssimarkkinoiden suuntausta, jonka mukaan kaupankäynti on yhä enemmän siirtymässä maiden virallisten pörssien ulkopuolelle (Lee 2009). Jäsenvaltiot eivät enää saa soveltaa niin sanottua pörssipakkoa eli vaatia arvopaperikauppoja toteutettavaksi pörssissä, vaan sijoituspalveluyritykset voivat toteuttaa kauppoja pörssien ulkopuolella vaihtoehtoisissa kaupankäyntijärjestelmissä tai sisäisenä toteutuksena, minkä tarkoituksena on lisätä kilpailua.

Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäminen on sijoituspalvelu, jonka sääntelyn tavoitteena on mahdollistaa säännellyille markkinoille – lähinnä arvopaperipörsseille – vaihtoehtoisten, kevyemmin säänneltyjen markkinapaikkojen syntyminen ja kehittyminen. Uusien markkinapaikkojen yhtenä tarkoituksena on hallituksen esityksen (43/2007 s. 17) mukaan tarjota esimerkiksi pienten ja keski suurten yritysten liikkeeseen laskemille arvopapereille kaupankäyntipaikka, joka antaa kyseisille yrityksille aikaisempaa laajemmat mahdollisuudet pääoman hankintaan ja sen myötä toiminnan kehittämiseen ja kasvuun. Näin ollen MiFID-direktiivin mukainen kaupankäyntijärjestelmä lisää pienten kasvuyritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta markkinoilta. MTF:issä kauppaa voi käydä eurooppalaisilla osakkeilla yhdellä markkinapaikalla, joka on kaupallisesti kytkeytynyt muihin markkinapaikkoihin. Likvidillä osakkeella kaupankäyminen on mahdollista monissa markkinapaikoissa samanaikaisesti.

Vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien sääntely Euroopan unionin oikeudessa oli epäselvä ennen MiFID-direktiiviä. MiFID-sääntelyllä pyritään siihen, että vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät edustaisivat samanlaista järjestäytyneen kaupankäynnin muotoa kuin säännellyt markkinat (VM:n muistio 2006, s. 30). MiFID-direktiivi on huomattavasti muuttanut jälkimarkkinoiden olosuhteita Euroopassa. Muutosten johdosta pörssit ovat kokeneet asemansa uhatuksi (esim. CESR 2009a). Suuri muutos markkinoihin on ollut monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien (MTF) vaikutus. Ne lisäävät kilpailun edellytyksiä ETA-valtioissa.

MiFID-direktiivin avulla Euroopan unioni pyrkii vähentämään sijoituspalveluiden tarjoamisen keskittymistä ja mahdollistamaan hajautetun toiminnan (esim. Davies 2008). Likviditeetin hajaantumisesta aiheutuvien haittojen välttämiseksi ja tasapuolisten kilpailuolosuhteiden luomiseksi direktiivissä asetetaan säännellyille markkinoille, monenkeskisille kaupankäyntijärjestelmille ja kauppajien sisäisille toteuttajille osakekaupankäynnin avoimuutta ja kauppätietojen julkistamista koskevat velvoitteet (Arvopaperinvälittäjien yhdistys 2008 s. 7) Transparensisääntely on keskeistä sisämarkkinoiden muodosta-

misen yhteydessä. Monenkeskisen kaupankäynnin ohella toinen MiFID-direktiivillä säädettävä uusi sijoituspalvelu on sijoitusneuvonta.

2.5.4 Sijoitusneuvonnan toimiluvanvaraisuus

Sijoituspalveluyritykset voivat tarjota MiFID-direktiivin sääntelyalaan kuuluviin tuotteisiin liittyviä palveluita, kuten omaisuudenhoitoa, sijoitusneuvontaa sekä rahoitusvälineiden välitystä ja kauppojen toteutusta (CESR 2008a). Näistä palveluista sijoitusneuvonta on MiFID-direktiivissä ensi kertaa toimiluvanvaraista. Ennen MiFID-direktiivin implementointia sijoitusneuvonnan harjoittaminen ei edellyttänyt toimilupaa eikä toiminta ollut muutenkaan EU-tasolla säänneltyä.

Sijoitusneuvonnan käsitteen määrittely on tärkeää muun muassa siksi, että tietyt menettelytapaveloitteet koskevat sijoitusneuvontaa ja sijoitusneuvonta edellyttää MiFID-direktiivin mukaan toimilupaa, eikä kaikilla konsultti- ja muilla yrityksillä välttämättä ole halua hakea toimilupaa (Wuolijoki 2009 s. 170–171). Sijoitusneuvonnalla tarkoitetaan sijoituspalveluyrityksistä annetun lain 5 §:n mukaan yksilöllisen suosituksen antamista asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi.

Asiakkaalle annettu suositus voi olla sijoitusneuvontaa vain sillä edellytyksellä, että suositus on yksilöllinen. Useille sijoittajille samanlaisina annetut yleisluontoiset suositukset eivät siis ole sijoitusneuvontaa. Yleisluontoisia suosituksia saattaa sisältyä esimerkiksi pankin markkinointiaineistoon tai sijoitus-tutkimuksiin. Avoimilla Internet-sivuilla esitettävä suositus ei voi olla yksilöllinen, ellei kyseistä suositusta muokata juuri tietylle käyttäjälle sopivaksi. Yksilöllisyyskriteeriä kuvataan hallituksen esityksessä (HE 43/2007 s. 44) siten, että suosituksen on oltava tietylle henkilölle kohdistettu.

Sijoitusneuvonnan käsitettä täsmennetään komission täytäntöönpanodirektiivin 52 artiklassa. Artiklan mukaan suositus on esitettävä kyseiselle henkilölle soveltuvana tai sen on oltava sellainen, että siinä on otettu huomioon kyseisen henkilön yksilölliset olosuhteet. Siinä on suositeltava tietyn rahoitusväli-

neen myymistä, ostamista, merkitsemistä, vaihtamista, lunastamista, hallussapitoa tai tällaiseen rahoitusvälineeseen liittyvän merkintäsitoumuksen antamista, taikka tietyn rahoitusvälineen antaman, rahoitusvälineen osto-, myynti-, merkitsemis-, vaihtamis-, tai lunastusoikeuden käyttämistä tai käyttämättä jättämistä.

Komission täytäntöönpanodirektiivin 52 artiklan mukaan suositus ei ole yksilöllinen, jos se on annettu vain jakelukanavien kautta tai yleisöä varten. Artiklan 52 teksti ei sisälly suomalaiseen lakiin eikä Finanssivalvonnan määräyksiin. Hallituksen esityksessä viitataan kuitenkin kyseiseen artiklaan ja kuvataan artiklan sisältö (HE 43/2007 s. 43–44). Hallituksen esityksen teksti sekä direktiivin tulkintavaikutus, joka on riippumaton kansallisista implementointitoimista, johtavat siihen, että komission täytäntöönpanodirektiivin 52 artiklaa sovelletaan myös Suomessa sijoitusneuvonnan käsitettä tulkittaessa (Wuolijoki 2009 s. 170). Näin ollen myöskään Suomessa suositus ei ole sijoitusneuvontaa, jos se on annettu vain jakelukanavien kautta tai yleisöä varten.

Kaikilta sijoituspalveluyrityksiltä edellytetään uudessa laissa sijoituspalveluyrityksistä (26.10.2007/922) osakeyhtiömuotoa, ja tästä syystä luonnollinen henkilö ei voi toimia sijoitusneuvojana laissa tarkoitetulla tavalla (HE 43/2007 s. 24). Luonnollinen henkilö voi kuitenkin toimia sijoituspalveluyrityksen asiamiehenä ja siinä ominaisuudessa antaa sijoitusneuvontaa.

Eurooppalaiset kokevat tarvitsevansa tutkimuksen mukaan sijoitusneuvontaa (Fidelity 2010a). Sijoitusneuvonta säädettiin toimiluvanvaraiseksi, koska sijoittajat ovat yhä enemmän riippuvaisia yksilöllisistä suosituksista (MiFID johdanto 3. kohta). Sijoitusneuvonnan toimiluvanvaraisuudella pyritään lisäämään sijoitusneuvonnan laatua ja vastuullisuutta. Toimiluvan edellyttämällä tavoitellaan asiakkaalle turvallista sijoitusneuvontaa, joka myötävaikuttaa sijoittajansuojan vahvistumiseen ja siten rahoitusmarkkinoiden toimivuuteen. Koska sijoitusneuvontaa tarjotaan sijoituspalveluna myös muille kuin ammattimaisille sijoittajille, toiminnassa korostuu vaatimus riittävän sijoittajansuojan toteutumisesta. Sijoitusneuvojan on selvitettävä etukäteen asiakkaan sijoi-

tuskokemus, sijoitustavoitteet ja muita seikkoja, jotta asiakkaalle voidaan antaa nimenomaan hänelle sopiva sijoitusneuvo.

Sijoitusneuvontaa antavalla on säädännössä asetettuja velvollisuuksia asiakastaan kohtaan. Sijoitusneuvojan velvollisuudet voidaan johtaa neuvontapalveluiden taustalla olevasta periaatteesta, jonka mukaan neuvontapalvelujen tarjoajan on annettava asiakkaalle tämän päätöksentekoaan varten tarvitsemat tiedot (Mäntysaari 2001 s. 48). Kun yritys antaa sijoitusneuvontaa, sen on varmistuttava siitä, että neuvo soveltuu asiakkaalle. MiFID-direktiivi edellyttää niin sanotun soveltuvuustestin tekemistä, jossa yritys esittää sijoittajalle kysymyksiä saadakseen käsityksen siitä, minkä tyyppiset sijoitukset asiakkaalle soveltuvat. Osana soveltuvuustestiä esitetään kysymyksiä sijoitustavoitteista, taloudellisesta tilanteesta sekä rahoitusalan tuntemuksesta ja kokemuksesta (CESR 2008a). Asiakkaan vastausten on tarkoitus auttaa sijoitusneuvojaa antamaan juuri kyseiselle asiakkaalle sopivaa sijoitusneuvontaa.

Jos asiakas käy kauppaa ilman yrityksen antamaa sijoitusneuvontaa, asiakkaan oletetaan ottavan suuremman vastuun päätöksistään. Mikäli sijoittaja haluaa yrityksen vain noudattavan osto- ja myyntiohjeita, yritys käyttää eritasoisia suojoitoimia. Suojoitoimilla tarkoitetaan niin sanottua asianmukaisuustestiä eli yrityksen selonottovelvollisuutta asiakkaan sijoituskokemuksesta. Testillä pyritään suojaamaan niitä, jotka eivät tiedä tai ymmärrä liiketoimeen liittyviä vaikutuksia ja riskejä. Sijoituspalvelua tarjoavan yrityksen ei tarvitse käyttää asianmukaisuustestiä sellaisiin toimeksiantoihin, jotka toteutetaan ilman sijoitusneuvontaa (CESR 2008a). Palvelua voidaan tällöin kuvata toimeksiantojen toteuttamiseksi.

2.5.5 Sijoittajansuojan lisääminen

Sijoittajansuojalla tavoitellaan sijoituksen ennakoitavuutta asiakkaan kannalta. Sijoittaja on sopimussuhteessa usein heikompi osapuoli. Heikomman suojalla tavoitellaan tasapuolisuuden toteutumista ja heikommassa asemassa olevien osapuolien tarpeiden huomioon ottamista (Wuolijoki 2009 s. 102). Sijoittajansuojan vahvistamisella pyritään oikeudellisen tasavertaisuuden li-

säämiseen suojaamalla heikompaa osapuolta muun muassa tiedonantovelvollisuuksilla (esim. Rudanko 1998 s. 80–81). MiFID-direktiivin mukaisessa asiakasluokittelussa heikoin asiakasryhmä ovat ei-ammattimaiset asiakkaat. Siksi direktiivissä sääntely heitä kohtaan on kattavampaa kuin muita asiakasryhmiä kohtaan.

Sijoittajansuoja on käsitteenä lähellä kuluttajansuojaa (Rudanko 1998 s. 61) ja sijoittajansuoja katsotaan usein osaksi kuluttajansuojaa, etenkin kun kyse on piensijoittajista. Yleisesti sijoittajansuoja voi liittyä laajasti säästämissä toimintaan, kuten talletuksiin ja säästövakuutuksiin, mutta se voi liittyä myös muutoin asiakassuhteisiin esimerkiksi asiakassopimusten yhteydessä (Parkkonen 2010). Vaikka sijoittajansuoja onkin käsitteenä lähellä kuluttajansuojaa, sijoittajansuoja kuitenkin poikkeaa merkittävästi kulutushyödykkeen ostajan suojasta.

Kulutushyödykkeen ostajan suoja kattaa sen, että kulutushyödyke toimii siten kuin sen on tarkoitettu toimivan. Kulutushyödykkeistä poiketen sijoitustoimintaan liittyy aina sijoitusriski. Sen puitteissa on hyväksyttävä, että sijoitustoiminta saattaa tuottaa tappioita. Sijoittajansuoja ei kata sijoitustappioita. Sen sijaan sijoittajansuoja sääntelee sitä, että sijoittajan kannettavaksi ei tule sijoitusriskin lisäksi muita riskejä, kuten riskiä sijoituspalvelun tarjoajan luotettavuudesta tai vakavaraisuudesta. (Parkkonen 2010) Vastuu sijoituspäätöksistä kuuluu sijoittajalle itselleen, mutta ammattitaitoisen välittäjän on katsottu lisäävän sijoittajansuojaa (Rahnasto 2002 s. 83). Koska sijoitusriski jää asiakkaan kannettavaksi, sijoittajan on tärkeää ymmärtää rahoitusinstrumenttinsa riskejä ja muita ominaisuuksia.

Sijoittajansuojan tavoitteisiin kuuluu myös, että palvelun tarjoajien menettelytavat ovat asianmukaisia ja finanssimarkkinoiden infrastruktuuri toimii luotettavasti. Sijoittajalla tulee olla käytettävissään olennaiset ja riittävät tiedot perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Sijoittajansuojaa edesauttavat oikeusjärjestelmä riitatilanteiden ratkaisemiseksi sekä väärinkäyttöihin puuttuminen. Viranomaisvalvonta edesauttaa sijoittajansuojan sääntelyn noudattamista. Finanssivalvonta, tilintarkastusjärjestelmä ja itsesääntely li-

säävät sijoitustoiminnan turvallisuutta. (Parkkonen 2010) Sääntelyn ja valvonnan lisäksi sijoittajansuojaa muodostavat erilaiset turvaverkot, kuten yleinen oikeusjärjestelmä ja erityiset turvajärjestelyt.

Erityisiin turvajärjestelyihin kuuluvat esimerkiksi sijoittajien korvausrahasto sekä talletussuoja, joka ei liity MiFID-direktiiviin. Suomessa talletussuojalla turvataan tallettajien saamiset 100 000 euroon saakka asiakasta kohti pankin ollessa maksukyvytön. Sijoittajien korvausrahasto ei suojaa omaisuuden arvon vähenemiseltä kurssimuutoksen tai huonon sijoitusneuvon seurauksena, mutta se suojaa ei-ammattimaisia asiakkaita sijoituksen menettämiseltä, jos sijoituspalveluyritys tai luottolaitos ei pysty suoriutumaan velvoitteistaan esimerkiksi konkurssin takia.

Suojamekanismien kohteena ovat sekä yksittäisen sijoittajan suoja että järjestelmän toimintaedellytykset, sen vakaus ja luottamus laajemminkin. Sijoittajansuoja muodostuu siten monen eri tekijän yhdistelmästä.

Vahvistamalla sijoittajansuojaa voidaan lisätä sijoitushalukkuutta ja siten parantaa yritysten ulkoisen rahoituksen saatavuutta (Hyytinen & Takalo 2003). MiFID-direktiivin seurauksena sijoittaja voi tuntea olonsa luottavaiseksi siitä riippumatta, missä Euroopan talousalueen valtiossa hän toimii tai minkä maalaisen yrityksen sijoituspalveluja hän käyttää (White 2007). Lisätäkseen kuluttajien tietämystä sijoittamisesta Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea on laatinut kuluttajia varten oppaan MiFIDin vaikutuksista sijoitustoimintaan (CESR 2008a). Kyseinen opas on julkaistu myös suomeksi Rahoitustarkastuksen suomentamana (CESR 2008b). Seuraavassa tarkastellaan sijoittajansuojaa integroivan MiFID-sääntelyn kansallista voimaansaattamista.

2.6 Implementointi Suomessa

MiFID-direktiivin ja komission täytäntöönpanodirektiivin implementoinnin yhteydessä tehtiin muutoksia Suomen sääntelyyn. Suurimmat lainsäädäntöön

tehdyt muutokset liittyivät markkinapaikkojen ja sijoituspalvelutoiminnan sääntelyyn.

2.6.1 Keskeiset muutokset Suomen sääntelyyn

MiFID-direktiivin implementoinnin yhteydessä arvopaperimarkkinalain (495/1989) laajojen tarkistusten ja uuden lain sijoituspalveluyrityksistä (2007/922) lisäksi muutoksia tehtiin myös muihin lakeihin, joita olivat laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termeineillä (772/1988), sijoitusrahas- tolaki (48/1999), laki luottolaitostoinnasta (121/2007), laki ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa (580/1996), laki ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa (1608/1993), laki ulkomaisen rahastoyhtiön toiminnasta Suomessa (225/2004), laki arvo-osuusjärjestelmästä (826/1991), laki Rahoitustarkastuk- sen valvontamaksusta (1294/2004), rahoitusvakuuslaki (11/2004), laki eräistä arvopaperi- ja valuuttakaupan sekä selvitysjärjestelmän ehdoista (1084/1999) ja rikoslaki (39/1889). (HE 43/2007 s. 8) Lisäksi muutoksia tehtiin lakiin Ra- hoitustarkastuksesta (587/2003). Tämä laki on sittemmin kumottu ja voimas- sa on laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878. Lakien lisäksi muutettiin eräitä valtiovarainministeriön asetuksia.

MiFID-direktiivin implementoinnin yhteydessä muutettuja valtiovarainministe- riön asetuksia ovat valtiovarainministeriön asetus sijoituspalveluyrityksen toimilupahakemukseen liitettävistä selvityksistä (658/2003), valtiovarainminis- teriön asetus luottolaitoksen toimilupahakemukseen liitettävistä selvityksistä (659/2003), valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön toimilupahakemukseen liitettävistä selvityksistä (234/2004) ja valtiovarainmi- nisteriön asetus arvopaperin ottamista pörssilistalle koskevista vaatimuksista (840/2006). (HE 43/2007 s. 8)

Osa MiFID-direktiivin implementoinnista tehtiin Suomessa valtiovarainminis- teriön päätöksillä ja Rahoitustarkastuksen standardeilla. Arvopaperimarkkina- lain ja sijoituspalveluyrityksiä koskevan lain muutokset olivat suuria.

2.6.2 Arvopaperimarkkinalaki

Keskeisimmät arvopaperimarkkinalain muutokset koskevat markkinapaikkojen toimintaa. Arvopaperimarkkinalain 4 luku sääntelee arvopaperikauppaa ja sijoituspalvelun tarjoamista. Ennen MiFID-direktiiviä arvopaperimarkkinalaisissa säänneltiin ainoastaan arvopaperipörssissä käytävää kaupankäyntiä, mutta direktiivin myötä pörssissä käytävän kaupan lisäksi arvopaperimarkkinalain uudessa luvussa 3 a säännellään monenkeskistä kaupankäyntiä. Arvopaperimarkkinalakiin lisättiin säännökset osakekaupan toteuttamisesta markkinapaikkojen ulkopuolella arvopaperinvälittäjän järjestämänä sisäisenä toteutuksena.

Uuden sääntelyn myötä arvopaperipörssit ja arvopaperinvälittäjät voivat aikaisempaa joustavammin perustaa perinteiselle pörssikaupankäynnille vaihtoehtoisia markkinapaikkoja ja kilpailla keskenään. Kilpailun lisääminen voi johtaa kaupankäynnin hajaantumiseen nykyistä useampiin kilpaileviin markkinapaikkoihin, minkä vuoksi arvopaperimarkkinalakiin säädettiin aikaisempaa kattavampia säännöksiä arvopaperinvälittäjän velvollisuudesta raportoida rahoitusvälineillä tekemänsä kaupat entiselle Rahoitustarkastukselle (HE 43/2007 s.1–2).

2.6.3 Laki sijoituspalveluyrityksistä

Koska MiFID-direktiivin implementoinnin yhteydessä sijoituspalveluyritysten toimintaan keskeisesti vaikuttaviin säännöksiin jouduttiin tekemään runsaasti muutoksia, sijoituspalveluyrityksistä annettu laki (579/1996) korvattiin kokonaan uudella samannimisellä lailla (2007/922). Merkittävimmät muutokset liittyvät uusiin sijoituspalveluihin ja rahoitusvälineen käsitteeseen. Uusina sijoituspalveluina sääntelyyn piiriin tulivat sijoitusneuvonta ja monenkeskisen kaupankäynnin järjestäminen. Rahoitusvälineen käsite saatettiin vastaamaan MiFID-direktiiviä, joten rahoitusvälineisiin kuuluvat myös johdannaisopimukset, joiden kohde-etuutena on hyödyke.

MiFID-direktiivin implementoinnin yhteydessä muutoksia jäsenvaltioiden sääntöön ovat aiheuttaneet arvopaperinvälittäjän uudistuneet menettelytapa-

velvoitteet. Ne vaikuttavat oleellisesti sijoituspalvelujen tarjontaan ja sijoittajansuojaan. Tutkielman seuraavassa luvussa tarkastellaan MiFID-direktiivin implementoinnista johtuvia sijoituspalvelun tarjoajan velvoitteita.

3 SIJOITUSPALVELUN TARJOAJAN VELVOLLISUUDET

MiFID-direktiivillä ja sen nojalla annettavilla komission täytäntöönpanosäännöksillä yhdenmukaistetaan sijoituspalveluyritysten menettelytapavelvoitteet asiakassuhteissa. MiFID-säädäntö korostaa alan toimijoiden vastuuta jäsenmaiden vastuun sijaan (Lee 2009). Jäsenvaltioiden toimivaltaiset viranomaiset valvovat kuitenkin sijoituspalveluyrityksiä ja puuttuvat tarvittaessa toimintaan.

Tässä luvussa tarkastellaan, millaisia menettelytapavelvoitteita sijoituspalvelun tarjoajalla on asiakkaita kohtaan MiFID-direktiivin implementoinnin jälkeen. Sijoittajansuojaan vaikuttaa MiFID-säännösten ohella myös muun muassa velvollisuus noudattaa hyvää pankkitapaa (Wuolijoki 2003 s. 37) sekä lojaliteettivelvollisuus. Lojaliteettivelvollisuus merkitsee sitä, että sopimusosapuoli ei saa toimia pelkästään itsensä kannalta parhaaksi katsomallaan tavalla, vaan tämän on otettava huomioon myös sopimuskumppanin asema (Wuolijoki 2003 s. 23). Arvopaperinvälittäjän toimintaa koskee sääntely ennen sijoituspalvelun tarjoamista, sijoituspalvelun tarjoamisen aikana sekä tarjoamisen jälkeen.

3.1 Menettelytavat asiakassuhteessa

Ennen sopimukseen ryhtymistä asiakkaan on vaikea tietää, kuinka sijoituspalvelu tullaan toteuttamaan. Sijoittajien suojaamiseksi sijoituspalvelun tarjoajalle on asetettu menettelytapavelvoitteita. Vaikka sijoituspalvelun laatua sellaisenaan on hankala mitata, kuitenkin voidaan selvittää, onko palvelun tarjoaja täyttänyt vaaditut menettelytapavelvoitteet.

Sijoittajiin kohdistuvan toiminnan säänteleminen ja sijoittajansuojan normittaminen ovat tärkeitä johtuen sijoittamisen ja sijoitusinstrumenttien monita-

hoisista ja mahdollisesti vaikeasti ymmärrettävistä ominaisuuksista. Sijoitusneuvontaa voidaan pitää ominaisuuksiensa takia uskomushyödykkeenä (Emons 1997). Tarjotun sijoituspalvelun laatua on vaikea havaita ennen kuin palvelua käytetään ja jälkikäteenkin laadun havaitseminen voi olla puutteellista.

Uskomus- ja kokemushyödykkeen ongelmaa kutsutaan myös informaatio-ongelmaksi, sillä palvelun tuottajan ja käyttäjän välillä on informaation epäsymmetria. Asiakas ei useinkaan tiedä tarkasti, mitä hän tarvitsee eikä hänellä ole riittävää tietoa hinnoista ja laadusta. Palvelun tarjoajalla on voimakas vaikutus palvelun kysyntään ja asiakkaaseen. Sijoituspalvelun tarjoaja on velvollinen tasapainottamaan itsensä ja asiakkaan välillä vallitsevaa informaation epätasaisuutta antamalla sijoittajalle tietoja sekä neuvomalla asiakasta (Wuolijoki 2009 s. 20). Myös muihin sijoittajalle tarjottaviin palveluihin kuin sijoitusneuvontaan voi liittyä informaation epäsymmetriaa.

Informaation epäsymmetria tuottaa sopimuksen valmistelussa ja täytäntöönpanossa transaktiokustannuksia. Informaation epäsymmetrisyys voi johtaa negatiiviseen valikoitumiseen ja siten markkinahäiriöihin. Tuloksena voi olla pääomien kanavoituminen epätarkoituksenmukaisella tavalla. Mitä puutteellisempaa informaatiota sijoittajalla on käytössään, sitä enemmän sijoittamiseen liittyy epävarmuutta. Tämä heijastuu suurempana tuottovaatimuksena, sillä sijoittajan riski on kasvanut. Suuri tuottovaatimus siirtyy yrityksille suurempina rahoituskustannuksina (Turtiainen 2004 s. 111, Wuolijoki 2009 s. 231). Informaation epäsymmetriaa pyritään vähentämään menettelytapavelvoitteista erityisesti tiedonantovelvollisuudella.

MiFID-direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä arvopaperimarkkinalakiin tehtiin menettelytapavelvoitteita koskevia muutoksia. Ennen 1.11.2007 voimaan tullutta lakia arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 923/2007 lain 4 luvun 1 §:ssä säädettiin, että arvopaperien kaupassa ja sijoituspalvelun tarjoamisessa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista menettelyä. Pykälää on MiFID-direktiivin implementoinnin yhteydessä muutettu niin, ettei myöskään sijoitus-

palveluyrityksistä annetussa laissa tarkoitetun oheispalvelun tarjoamisessa saa käyttää hyvän tavan vastaista menettelyä.

Velvollisuus hyvän tavan noudattamisesta sisältää sijoitus- ja oheispalvelujen tarjoamisen kohdalla vaatimuksen, jonka mukaan palvelun tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan etujen mukaisesti (VM:n muistio 2006, s. 102). Hyvään tapaan kuuluu asianmukaisen tiedon antaminen asiakkaalle ajoissa siten, että tällä on riittävästi aikaa tiedon lukemiseen ja ymmärtämiseen ennen sijoituspäätöksen tekemistä. AML 4 luvun 1 §:n toisessa momentissa kielletään sijoituspalvelun ja oheispalvelun markkinointi antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Lainkohdassa säädetään, että markkinoinnista tulee käydä ilmi sen kaupallinen tarkoitus. Säännös edellyttää myös, että markkinointiaineiston vastaanottaja voi tarvittaessa selvittää, minkä yrityksen markkinointiaineistosta on kyse (HE 43/2007 s. 91).

3.1.1 Asiakasluokittelun vaikutukset menettelytapavelvollisuuksiin

Sijoituspalvelujen tarjoamiseen liittyvän asiakasluokittelun perusajatuksena on, että sijoittajat luokitellaan tarvitsemansa lainsäädännöllisen sijoittajansuojan perusteella eri ryhmiin (Wuolijoki 2009 s. 166). MiFID-direktiiviä edeltänyt sijoituspalveludirektiivi (93/22/ETY) luokitteli sijoittajat kahteen ryhmään: ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakkaisiin. Kyseisten ryhmien lisäksi MiFID-direktiivillä perustettiin kolmas asiakasryhmä, hyväksyttävä vastapuoli, jota käsitellään myöhemmin. MiFID-direktiivin artikloissa 27–33 säädetään sijoittajien luokittelusta ja eri asiakasryhmille jaettavasta informaatiosta.

MiFID-direktiivin asiakasluokittelu vaikuttaa menettelytapojen soveltamiseen eli esimerkiksi siihen, mitä tietoja sijoittajalle tulee antaa ja kuinka laajasti sijoittajan sijoituskokemus ja -tietämys tulee selvittää. Luokittelun perusteella ei-ammattimaiselle asiakkaalle, ammattimaiselle asiakkaalle sekä hyväksyttävälle vastapuolelle sovelletaan erilaisia menettelytapasääntöjä, ja eri asia-

kasryhmät saavat siten erilaista, kunkin ryhmän tarpeesta riippuvaa informaatiota ja sijoittajansuojaa.

Sijoittajaryhmien heterogeenisuudesta johtuvaa asiakasluokittelun ääripäinä voidaan pitää suurta ja ammattitaitoista instituutiosijoittajaa, kuten eläkeyhtiötä, ja toisena ääripäänä vailla aikaisempaa sijoituskokemusta olevaa yksityishenkilöä, joka ei tunne rahoitusmarkkinoita. Näiden sijoittajien tarve suojalle on erilainen. Tavallinen kansalainen tarvitsee kokemattomuutensa ja tietämättömyytensä takia erityisen paljon suojaa, jotta hän voisi tehdä rationaalisia sijoituspäätöksiä. Eläkeyhtiön sijoitusammattilaiset eivät kaipaa vastaavaa suojaa. Itse asiassa suojanormit pääasiassa vain haittaisivat heidän toimintaansa, sillä ne jäykistäisivät eläkeyhtiön kaavamaisiin menettelytapoihin sekä edellyttäisivät tarpeettomia selonotto- ja tiedonantovelvoitteita, jotka aiheuttaisivat turhia kuluja. (Hoppu 2009 s. 67) Suurimmilla institutionaalisilla sijoittajilla, kuten esimerkiksi juuri eläkeyhtiöillä, on niin hyvä arvopaperimarkkinoiden asiantuntemus, ettei niiden ole katsottu tarvitsevan erityistä lainsäädännön suojaa (Wuolijoki 2009 s. 166).

MiFID-direktiivillä pyritään varmistamaan, että ne sijoittajat, jotka tarvitsevat päätöksentekoonsa apua, saavat sitä, mutta niiden toimintavapautta, jotka eivät apua tarvitse tai halua, ei rajoiteta (Klöhn 2009). Sijoittajaryhmistä ei-ammattimaiset asiakkaat saavat eniten sijoittajansuojaa. Vähiten suojaa annetaan hyväksyttävälle vastapuolelle. Lähes kaikki yksityishenkilöt kuuluvat ei-ammattimaisiin sijoittajiin. Yksityishenkilöt eivät voi olla hyväksyttäviä vastapuolia. Suomen lainsäädännössä eri sijoittajaryhmille tapahtuvaa arvopaperikauppaa ja sijoituspalveluiden tarjoamista säännellään arvopaperimarkkinalain luvussa neljä.

Arvopaperimarkkinalain neljännen luvun erottelu eri sijoittajaryhmien välillä tapahtuu siten, että osa säännöksistä koskee vain ei-ammattimaisia asiakkaita ja osa ammattimaisia asiakkaita. Vain muutamat AML 4 luvun säännöt koskevat hyväksyttäviä vastapuolia. Arvopaperinvälittäjä on velvollinen luokittelemaan sijoittajan AML:n kriteerien mukaan ennen asiakassuhteen solmimista. Luokittelulla syntyvät ryhmät eivät kuitenkaan ole homogeenisia. Esi-

merkiksi ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmään kuuluu sekä oikeushenkilöitä että luonnollisia henkilöitä. Saman sijoittajaryhmän eri oikeushenkilöillä saattaa olla erilainen tuntemus sijoitustoiminnasta, mikä tulee ottaa huomioon sopimusoikeudellisia velvoitteita arvioitaessa. Eri asiakasryhmien tunnusmerkit on implementoitu arvopaperimarkkinalain ensimmäiseen lukuun.

Asiakasryhmistä ei-ammattimaiset ja ammattimaiset asiakkaat määritellään arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 4 §:ssä. Jaottelu on toteutettu lakiteknisesti siten, että AML:ssa määritellään, ketkä ovat ammattimaisia asiakkaita. Ei-ammattimaiset asiakkaat ovat niitä, joita ei AML:ssa ole määritelty ammattimaisiksi asiakkaiksi. Sijoittajien luokittelu ja asiakkaan asemasta sopiminen on implementoitu arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 4 a pykälään. Hyväksyttävän vastapuolen määritelmä ja liiketoimet niiden kanssa on implementoitu ensimmäisen luvun 4 b §:ään.

Sijoittajien jakamisella ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin on merkitystä paitsi arvopaperinvälittäjän velvollisuuksien, myös sijoituksen menettämiseltä suojaavan korvausrahaston kannalta. Sijoittajien korvaussuoja-rahaston piiriin kuuluvat ainoastaan ei-ammattimaiset asiakkaat. Sijoittajaluokitus vaikuttaa arvopaperinvälittäjän velvoitteisiin ennen sopimuksen tekoa ja sopimussuhteen aikana. Luokittelu vaikuttaa myös sijoittajan selonotto- ja huolellisuusvelvollisuuteen. Mitä enemmän asiakas tuntee sijoitustoimintaa, sitä huolellisempaa toimintaa häneltä voidaan odottaa. Siten asiakasluokittelu on merkityksellinen arvioitaessa, onko sijoituspalvelun tarjoaja menetellyt oikein.

Ei-ammattimainen asiakas

Valtaosa yksityishenkilöistä kuuluu ei-ammattimaisten asiakkaiden ryhmään. Yksityishenkilöt voidaan jakaa sijoitustoiminnan tuntemisen perusteella kolmeen ryhmään; sijoitustoiminnan asiantuntijoihin, ”suureen yleisöön” sekä riskikuluttajiin (Hoppu 2009 s. 68). Sijoitustoiminnan asiantuntijoilta voidaan edellyttää tietynasteista tuntemusta sijoitustoiminnasta ja arvopaperialan käytännöistä. Suurella yleisöllä ei puolestaan ole tällaista esitietämystä sijoitustoiminnasta. Riskikuluttajat ovat henkilöitä, joiden suojan tarve arvopaperi-

markkinoilla on korostetun suuri. Tällaisia kohderyhmiä voivat olla esimerkiksi nuoret ja vanhukset.

Ammattimainen asiakas

Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan henkilöä, jolla on riittävästi kokemusta, tietämystä ja asiantuntemusta itsenäisten sijoituspäätösten tekemiseen sekä niistä aiheutuvien riskien arvioimiseen (HE 43/2007 s. 68). Ammattimaisten asiakkaiden ryhmään kuuluu sekä oikeushenkilöitä että yksityishenkilöitä. Ammattimaisia asiakkaita ovat joidenkin yksityishenkilöiden lisäksi muun muassa pankit, julkisyhteisöt, eläkerahastot ja suuryhtiöt (CESR 2008a). Ryhmään kuuluvat määrittellään arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n momentissa neljä. Määrittely sisältää kuusi kohtaa. Niistä kohtien 1–5 yhteisöt ovat ammattimaisia asiakkaita suoraan lain perusteella. Yksityisiä sijoittajia koskee ainoastaan kuudes kohta.

Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n 4 momentin kohdassa 6 säädetään, että arvopaperinvälittäjällä on mahdollista kohdella muuta kuin 1–5 kohdassa tarkoitettua asiakasta tämän pyynnöstä ammattimaisena asiakkaana. Edellytyksenä sijoittajan oman pyynnön lisäksi on se, että arvopaperinvälittäjä on arvioinut asiakkaalla olevan valmiudet tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää niihin liittyvät riskit (HE 43/2007 s. 69). Lisäksi asiakkaan tulee täyttää vähintään kaksi seuraavista vaatimuksista:

- asiakas on toteuttanut hakemusta edeltävinä neljänä vuosineljänneksenä keskimäärin vähintään 10 arvopaperikauppaa
- asiakkaan sijoitussalkun arvo on yli 500 000 euroa
- asiakas työskentelee tai on työskennellyt vähintään yhden vuoden ajan rahoitusalaalla tehtävissä, jotka vaativat tietämystä arvopaperisijoittamisesta.

Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n 4 momentin kuudes kohta edellyttää siis kolmen vaatimuksen täyttymistä, jotta asiakasta voidaan pitää ammattimaisena asiakkaana. Vaatimuksiin kuuluvat asiakkaan oma pyyntö, arvopaperinvälittäjän arvio asiakkaan valmiuksista sekä kaksi edellä mainituista

kolmesta ehdosta, jotka on lueteltu AML 1 luvun 4 §:n 4 momentin kohdassa 6.

Hyväksyttävä vastapuoli

MiFID-direktiivin sääntelemästä kolmesta asiakasryhmästä hyväksyttävällä vastapuolella on vähiten sijoittajansuojaa. Asiakas voi olla hyväksyttävä vastapuoli ainoastaan silloin, kun sijoituspalveluna tarjotaan toimeksiantojen toteuttamista, välittämistä taikka kaupankäyntiä omaan lukuun. Esimerkiksi omaisuudenhoitajan asiakas ei voi olla hyväksyttävä vastapuoli. Hyväksyttäviä vastapuolia ovat rahoitusmarkkinoilla toimivat yhteisöt, joilla on toimilupa tai joiden toimintaa rahoitusmarkkinoilla koskee lakiin perustuva sääntely. Tämän lisäksi hyväksyttäviä vastapuolia ovat laissa luetellut julkisoikeudelliset instituutiot ja keskuspankit sekä tietyt rahoitusalan kansainväliset yhteisöt.

Hyväksyttäviin vastapuoliin kuuluvat arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:n 4 momentin kohdissa 1, 3 ja 4 määrittelyt ammattimaiset asiakkaat, kuten arvopaperinvälittäjät, valtiot, niiden velkaa hoitavat toimielimet ja niiden alueelliset hallintoyksiköt sekä Euroopan keskuspankki ja muut keskuspankit. Ammattimaisista sijoittajista ensimmäisen luvun 4 §:n 4 momentin 2 kohdassa tarkoitettu suuri tai keskisuuri yritys on hyväksyttävä vastapuoli vain suostumuksellaan, ei automaattisesti. Sijoituspalvelun tarjoaja luokittelee sijoittajan kuulumaan johonkin kolmesta asiakasryhmästä, jonka jälkeen asiakasryhmän vaihtaminen on tietyissä tapauksissa mahdollista.

Asiakasryhmän vaihtaminen

Asiakasryhmää voidaan vaihtaa, mikäli edellytykset muuhun asiakasryhmään täyttyvät. Sijoituspalvelun tarjoajan asiakkaiden luokittelusta on kirjoittanut muun muassa Manninen (2008). Sijoittajalla voi olla sama asiakasryhmä kaikissa sijoituspalveluissa. Asiakasryhmä voi myös olla erilainen eri palvelujen suhteen. Esimerkiksi samaa sijoittajaa voidaan osakkeiden osalta kohdella ammattimaisena ja johdannaisten osalta ei-ammattimaisena asiakkaana. Asiakasta tulee informoida kunkin sijoituspalvelun osalta siitä, mihin asiakasryhmään hänet luokitellaan.

Sijoituspalvelun tarjoajan on ilmoitettava sijoittajalle tämän oikeudesta pyytää asiakasluokittelun muuttamista AML 1 luvun 4 a §:n toisen momentin mukaan. Samassa yhteydessä asiakkaalle tulee esittää selvitys siitä, miten luokittelun muuttaminen vaikuttaa asiakkaan asemaan ja häneen kohdistuvaan suojaan (komission täytäntöönpanodirektiivi 28 artikla 2 kohta). Tiedot asiakkaan oikeudesta pyytää luokittelun muuttamista ja selvitys luokittelun muuttamisen vaikutuksista on annettava kirjallisesti tai muulla pysyvällä tavalla niin, että sijoittaja voi säilyttää, tallentaa ja toisintaa tiedot muuttumattomina.

Vaihtoehtona tietojen antamiselle kirjallisesti tai muulla pysyvällä tavalla on tietojen pitäminen palvelun tarjoajan Internet-sivuilla edellyttäen, että tietojen antaminen on asianmukaista ja asiakas on valinnut tiedon toimittamisen tällä tavalla (HE 43/2007 s. 70). Asiakasluokittelun vaihtaminen on ajankohtaista esimerkiksi silloin, kun henkilö harkitsee ammattimaiseksi asiakkaaksi ryhtymistä hankkiakseen tuotteita, jotka eivät ole ei-ammattimaisen asiakkaan saatavilla, tai jos hän haluaa sellaisen yrityksen asiakkaaksi, joka tarjoaa palveluja vain ammattimaisille asiakkaille.

3.1.2 Kirjallinen sopimus

Sijoituspalvelun tarjoamisesta on tehtävä kirjallinen sopimus, josta ilmenee osapuolten oikeudet ja velvollisuudet sekä muut sopimuksen ehdot (AML 4:2 § 1 mom.). Sopimus voidaan tehdä sähköisesti siten kuin tietoyhteiskunnan palvelujen tarjoamisesta annetussa lain (458/2002) 12 §:ssä säädetään. Kyseisen 12 pykälän mukaan vaatimuksen sopimuksen kirjallisesta tekemisestä täyttää myös sellainen sähköinen sopimus, jonka sisältöä ei voida yksipuolisesti muuttaa ja joka säilyy osapuolten saatavilla. Sopimuksessa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista tai asiakkaan kannalta kohtuutonta ehtoa (AML 4:2 § 2 mom.). Kirjalliset sopimukset ovat sekä arvopaperinvälittäjän että sijoittajan edun mukaisia, sillä niiden perusteella voidaan määritellä osapuolten oikeudet ja velvollisuudet.

Kaikkia tahdonilmaisuja ei kuitenkaan tarvitse antaa kirjallisina. AML 4 luvun 2 §:n säädös mahdollistaa esimerkiksi puitesopimuksen laatimisen, jossa määritellään sopimuksen pääasiallinen sisältö. Tämän jälkeen yksittäiset toimeksiannot voidaan antaa sopimuksessa sovitulla tavalla, kuten puhelimitse tai Internetin välityksellä. Kirjallista sopimusta ei ole myöskään velvollisuutta tehdä AML 4 luvun 2 §:n ensimmäisen momentin mukaan silloin, kun sijoituspalveluna tarjotaan yksinomaan sijoitusneuvontaa, eikä silloin, kun sijoituspalvelua tarjotaan ammattimaiselle asiakkaalle.

3.1.3 Selonottovelvollisuus

Arvopaperinvälittäjän on tarjottavan sijoituspalvelun luonne huomioon ottaen tunnettava asiakkaansa (AML 4:3 §). Taustalla on ajatus, jonka mukaan välittäjän on tunnettava asiakkaansa ja tämän sijoitustoimintaa koskevat tavoitteet voidakseen palvella asiakasta tämän edun mukaisesti (know your customer -periaate) (Karjalainen *et al.* 2008 s. 255). Asiakkaan tunteminen on tärkeää varsinkin silloin, kun välittäjä antaa asiakkaalle yksilöllistä sijoitusneuvontaa tai hoitaa omaisuudenhoitosopimuksen nojalla itsenäisesti asiakkaan sijoitusvarallisuutta. Selonottovelvollisuus ja seuraavassa alaluvussa 3.1.4 käsiteltävä tiedonantovelvollisuus täydentävät toisiaan sijoittajansuojan muodostamisessa.

Arvopaperinvälittäjälle asetettu laajakaan tiedonantovelvollisuus ei kaikissa tilanteissa riitä turvaamaan sijoittajan asemaa. Rahoitusalan tuotteet ovat niin monimutkaisia, että varsinkaan yksityissijoittajat eivät aina pysty hyödyntämään saamaansa tietoa, koska saatujen tietojen käyttäminen edellyttää erityistuntemusta arvopaperimarkkinoilla tarjottavien tuotteiden ominaisuuksista ja arvopaperimarkkinoiden toiminnasta. Tämä ongelma on pyritty ratkaisemaan asettamalla laissa arvopaperinvälittäjälle selonottovelvoitteita asiakkaan suhteen.

Mitä vähemmän asiakas tietää sijoittamisesta ja mitä kokemattomampi hän on, sitä kattavampi selonottovelvollisuutta suorittavan arvopaperinvälittäjän tiedonkeruun ja sen prosessoinnin tulee olla (Oehler & Kohlert 2009). Arvo-

paperinvälittäjän tulee selvittää asiakkaan tietämys sijoitustuotteista ja arvioida asiakkaan puolesta, mitkä tuotteet tälle sopivat ja mitkä eivät. Tällä tavalla arvopaperinvälittäjän ammattitaito valjastetaan asiakkaan käyttöön (Hoppu 2009 s. 174).

Selonottovelvollisuuden laajuus riippuu siitä, mitä sijoituspalvelua tarjotaan. Velvollisuudesta säädetään erikseen sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon osalta (AML 4:3 § 1 mom.) ja erikseen muiden sijoituspalveluiden osalta (AML 4:3 § 2–3 mom.). AML 4 luvun 3 §:n ensimmäisen momentin mukaan arvopaperinvälittäjän, joka tarjoaa sijoituspalveluna sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, on hankittava ennen sijoituspalvelun tarjoamista riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai arvopaperia koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta välittäjä voi suositella asiakkaalle soveltuvia arvopapereita ja palveluita. Säännös perustuu MiFID-direktiivin 19 artiklan 4 kohtaan. Lisäksi tulee selvittää asiakkaan riskinsietokyky.

AML 4 luvun 3 pykälän 2 momentissa säädetään arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuudesta, kun välittäjä tarjoaa asiakkaalle muuta kuin sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, esimerkiksi arvopaperinvälityspalvelua. Tällaista velvollisuutta ei ollut ennen MiFID-direktiivin implementoinnin yhteydessä 1.11.2007 voimaan tullutta lakia arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 923/2007. Säännöksen mukaan arvopaperinvälittäjän on ennen tällaisen sijoituspalvelun tarjoamista pyydettävä asiakkaalta tiedot tämän kyseistä arvopaperia, muuta rahoitusvälinettä tai sijoituspalvelua koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä voidakseen arvioida, onko rahoitusväline tai palvelu asiakkaalle soveltuva.

Kyseistä arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:n 2 momentin menettelyä tietojen hankkimisesta ja soveltuvuuden arvioinnista ei kuitenkaan tarvitse noudattaa kaikissa tilanteissa. Asiasta säädetään kolmannessa momentissa. Sen mukaan toisen momentin selonottovelvollisuutta ei ole, jos 1) arvopaperinvälittäjä tarjoaa sijoituspalveluna joko toimeksiantojen toteuttamista tai niiden välittämistä, 2) palvelua tarjotaan asiakkaan aloitteesta, 3) välittäjä on

ilmoittanut asiakkaalle, ettei se palvelua tarjotessaan ole velvollinen arvioimaan palvelun tai arvopaperin soveltuvuutta asiakkaalle tai 4) palvelu liittyy momentissa tarkoitettuihin niin kutsuttuihin yksinkertaisiin arvopapereihin, jotka mainitaan MiFID-direktiivin artiklassa 19.

Vaikka selonottovelvollisuudesta säädetään MiFID-direktiivissä, siinä ei kuitenkaan ole yksityiskohtaista sääntelyä siitä, miten ja mitä tietoja sijoittajasta tulee kerätä selonottovelvollisuutta täytettäessä (Oehler & Kohlert 2009). Kansalliset valvontaviranomaiset ovat antaneet ohjeita kerättävistä tiedoista ja niiden hankkimistavoista. Suomessa Finanssivalvonta on standardeissaan antanut kriteereitä selonottovelvollisuuden täyttämiseksi.

Koska selonottovelvollisuuden konkreettista täyttämistapaa ei ole MiFID-säädännössä määritelty, sijoituspalveluiden tarjoajien tavat hoitaa selonottovelvollisuus vaihtelevat. Suorittaessaan selonottovelvollisuutta sijoitusneuvojat kysyvät tyypillisesti yleisiä kysymyksiä asiakkaan sijoitustietämyksestä. Kysymykset voivat olla epätarkkoja ja kvalitatiivisia, kuten: ”Ovatko osakkeet sinulle tuttuja?”. Tapa esittää kysymys vaikuttaa vastaukseen, esimerkiksi: ”Osakkeethan ovat sinulle tietenkin tuttuja, eikö niin?”. Asiakkaiden vastauksiin vaikuttaa myös se, kuinka yksityiskohtaisesti sijoitusvaihtoehdot ja niiden mahdollisuudet sekä riskit kuvataan. Asiakkaan käsitykseen omasta sijoitusalan tietämyksestään vaikuttaa lisäksi se, millaisia sijoituskokemuksia asiakkaalla on ollut. Sijoittajat, joilla ei ole ollut huonoja sijoituskokemuksia, yliarvioivat herkemmin sijoitustietämyksensä kuin sijoittajat, joilla on ollut huonoja sijoituskokemuksia. (Oehler & Kohlert 2009) Asiakkaan arvioidessa väärin sijoitusalan tietämyksensä tai kokemuksensa on vaarana, että asiakas ei saa yksilölliseen tilanteeseensa parhaiten soveltuvaa sijoituspalvelua.

Kun palvelun tarjoaja on saanut tiedot asiakkaan sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä ja sen perusteella arvioinut, mitkä sijoitustuotteet asiakkaalle sopivat, tulee palvelun tarjoajan siirtyä selonottovelvollisuuden seuraavaan vaiheeseen. Siinä palvelun tarjoaja arvioi saamansa tiedon ja tekee sen perusteella asiakkaan tilanteeseen sopivan sijoitussuosituksen. Arvopaperinvälittäjällä on velvollisuus huolehtia henkilökuntansa koulutuksesta ja ammatti-

taidon kehittämisestä niin, että henkilökunnalla on riittävät tiedot ja taidot asiakkaiden tilanteen arviointiin (Hoppu 2009 s. 174). Tämä lisää sijoittajan suoja, sillä sijoittajat voivat perustellusti olettaa saavansa ammattitaitoista, yksilölliseen tilanteeseensa sopivaa sijoituspalvelua.

Säännökset arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuuksista tarkoittavat tosiasiassa myös asiakkaan neuvontavelvollisuutta. Kun arvopaperinvälittäjälle on asetettu velvollisuus selvittää oma-aloitteisesti asiakkaan tilanne, sisältää tämä myös velvollisuuden neuvoa asiakasta, vaikka tästä ei nimenomaista säännöstä lainsäädännössä kaikissa tilanteissa olekaan (Hoppu 2009 s. 174–175). Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuus on siis yhteydessä tiedonantovelvollisuuteen. Yleensä ei ole mielekästä asettaa neuvontapalvelujen tarjoajalle ilman erityistä syytä selonottovelvollisuutta, joka ei ole yhteydessä tiedonantovelvollisuuteen (Mäntysaari 2001 s. 37–38).

Sellainen tilanne, että arvopaperinvälittäjän tulisi ottaa selko asiakkaan sijoitusalan tietämyksestä, mutta välittäjällä ei olisi oma-aloitteista neuvontavelvollisuutta asiakkaan suhteen, olisi arvopaperimarkkinalainsäädännön tavoitteiden vastainen. Tämän takia selonottovelvollisuus sisältää arvopaperinvälittäjän oma-aloitteisen neuvontavelvollisuuden asiakasta kohtaan ilman, että asiakas esittää erillisen pyynnön neuvonnasta (Hoppu 2009 s. 175). Mäntysaari (2001 s. 38) kuitenkin huomauttaa, että joskus on olemassa erityinen syy selonottovelvollisuuteen ilman siihen liittyvää tiedonantovelvollisuutta. Arvopaperinvälittäjä saattaa tarvita tietoja esimerkiksi rahanpesun tai terrorismin rahoittamisen estämiseen.

Finanssivalvonnan standardi RA2.1 käsittelee epäilyttävien arvopaperikauppojen ja muiden liiketoimien ilmoittamista Finanssivalvonnalle. Yleensä selonottovelvollisuus liittyy kuitenkin arvopaperin välitystoimeksiannon suorittamiseen sijoittajan kannalta parhaalla tavalla. Seuraavassa tarkastellaan, millaisia määräyksiä ja ohjeita Suomen valvontaviranomainen Finanssivalvonta on antanut tavoista täyttää selonottovelvollisuus.

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet

Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 §:n 4 momentin mukaan Rahoitustarkastus antaa arvopaperimarkkinalakia tarkemmat määräykset asiakkailta pyydettävistä tiedoista ja tietojen pyytämisessä noudatettavista menettelytavoista. Tarkemmat määräykset annetaan pääosin Fivan standardissa 2.1 Rahoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat, jäljempänä myös menettelytapastandardi. Standardin luvussa 7.3.1 Sijoitusneuvonta ja omaisuudenhoito täsmennetään muun muassa sitä, mitä tietoja arvopaperinvälittäjän on hankittava asiakkaan taloudellisesta asemasta, sijoituskokemuksista ja tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista.

Menettelytapastandardin mukaan selonottovelvollisuuden tarkoituksena on, että välittäjä hankkii sijoittajalta ne tiedot, joiden perusteella välittäjä voi kohtuudella varmistua siitä, että sijoitusneuvon kohteena oleva tai omaisuudenhoitopalveluun liittyvä liiketoimi vastaa asiakkaan sijoitustavoitteita, asiakas pystyy kantamaan taloudellisesti liiketoimeen liittyvät asiakkaan sijoitustavoitteiden mukaiset sijoitusriskit ja asiakkaalla on tarvittava sijoituskokemus ja/tai -tietämys suositeltuun liiketoimeen tai sijoitussalkkunsa hoitoon liittyvien riskien ymmärtämiseksi.

Arvopaperinvälittäjän ei kuitenkaan tarvitse selvittää asiakkaan sijoituskokemusta ja -tietämystä sellaisista rahoitusvälineistä ja palveluista, joiden osalta asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi. Jos arvopaperinvälittäjä tarjoaa sijoituspalveluna sijoitusneuvontaa ammattimaiselle asiakkaalle, välittäjä voi olettaa, että asiakas pystyy kantamaan taloudellisesti suositeltuun liiketoimeen liittyvät, asiakkaan sijoitustavoitteiden mukaiset sijoitusriskit. Tämä koskee kuitenkin vain tilanteita, joissa asiakas on luokiteltu arvopaperimarkkinalaissa suoraan lain nojalla ammattimaiseksi asiakkaaksi. (Fivan standardi 2.1, luvun 7 kappaleet 55 ja 56) Sellaisissa tilanteissa, joissa asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi hänen omasta pyynnöstään, säännöstä ei sovelleta. Siten kyseinen säännös ei voi koskea yksityishenkilöä.

Menettelytapastandardin 57 kappaleessa säädetään, että arvopaperinvälittäjän pyytämien asiakkaan taloudellista asemaa koskevien tietojen tulee sisältää soveltuvin osin tiedot asiakkaan säännöllisen tulon lähteistä ja määrästä, tiedot asiakkaan omaisuudesta, kuten likvideistä varoista, sijoituksista ja kiinteistöistä, sekä tiedot asiakkaan säännöllisistä taloudellisista sitoumuksista. Kappaleen 58 mukaan asiakkaan sijoitustavoitteita koskevien tietojen on sisällettävä soveltuvin osin tiedot asiakkaan sijoitushorisontista, riskinottohalukkuudesta ja riskiprofiilista sekä tiedot sijoituksen tarkoituksesta.

Asiakkaan sijoituskokemusta ja -tietämystä koskevien tietojen tulee sisältää menettelytapastandardin kappaleen 59 mukaan, ottaen huomioon asiakkaan asiantuntemus, tarjottavan sijoituspalvelun luonne ja laajuus sekä rahoitusvälineen tai liiketoimen laji, mukaan lukien niiden monimutkaisuus ja niihin liittyvät riskit, seuraavat asiat: asiakkaan entuudestaan tuntemat palvelu-, liiketoimi- ja rahoitusvälinetyypit, asiakkaan rahoitusvälineitä koskevien liiketoimien luonne, volyyymi ja toteutusvälit sekä asiakkaan koulutustaso sekä ammatti tai tarvittaessa aikaisempi ammatti.

Mikäli arvopaperinvälittäjä ei saa asiakkaalta riittäviä tietoja, välittäjä ei saa suositella asiakkaalle kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä (Fivan standardi 2.1 luku 7 kappale 60). Soveltamisohjeeksi kappaleessa 61 annetaan, että jos asiakas ei anna edellä tarkoitettuja arvopaperinvälittäjän pyytämiä tietoja, välittäjän on arvioitava, miten tämä vaikuttaa välittäjän mahdollisuuteen tarjota asiakkaalle omaisuudenhoitopalvelua tai antaa asiakkaalle sijoitusneuvo. Välittäjä ei kappaleen 62 mukaan saa kannustaa asiakasta olemaan antamatta tietoja.

Asiakkaaseen kohdistuva kannustaminen olemaan antamatta tietoja voi Hopun (2009 s. 177) mukaan ilmetä suorana kehotuksena olemaan antamatta tietoja, mutta myös epäsuorasti esimerkiksi tietojen merkityksen vähättelynä tai ilmoittamalla, että palvelu voidaan toteuttaa annetuista tiedoista riippumatta. Arvopaperimarkkinalaissa lähtökohtana on, että arvopaperinvälittäjän tulee aktiivisesti pyrkiä saamaan sijoittajalta selvittävät tiedot. Vasta silloin,

jos asiakas omasta aloitteestaan kieltäytyy tietojen antamisesta, arvopaperinvälittäjä tekee arvion menettelyn vaikutuksista asiakassuhteeseen.

Jos arvopaperinvälittäjä katsoo saamansa tiedon perusteella, että arvopaperi tai palvelu ei ole sijoittajalle soveltuva, välittäjän on ilmoitettava tästä asiakkaalle. Mikäli sijoittaja kieltäytyy antamasta tietoja tai antaa riittämättömät tiedot, arvopaperinvälittäjän on ilmoitettava, ettei välittäjä voi arvioida arvopaperin tai palvelun soveltuvuutta asiakkaalle. Säännös perustuu MiFID-direktiivin 19 artiklan 5 kohtaan. Vaikka arvopaperinvälittäjä olisi ilmoittanut sijoittajalle, että rahoitusväline tai palvelu ei ole sijoittajalle soveltuva, mutta asiakas tästä huolimatta haluaa toteuttaa kyseisen liiketoimen, säännös ei estä välittäjää sitä toteuttamasta. Tämä koskee myös tilannetta, jossa asiakas kieltäytyy antamasta pyydettyjä tietoja (Karjalainen *et al.* 2008 s. 258). Arvopaperinvälittäjä voi menettelytapastandardin kappaleen 63 mukaan luottaa asiakkaan antamiin tietoihin, paitsi jos välittäjä tietää, tai välittäjän pitäisi tietää, että asiakkaan antamat tiedot ovat selvästi vanhentuneita, virheellisiä tai puutteellisia. Välittäjän on lisäksi noudatettava kappaleen 64 mukaisesti asiakkaan tuntemisesta annettua standardia 2.4.

Nykyistä MiFID-säädännön velvollisuutta kerätä tietoa yksittäisestä sijoittajasta ei aina ole pidetty riittävän kattavana eikä yksityiskohtaisena ollakseen perustana yksilölliselle sijoitusneuvonnalle (Oehler & Kohlert 2009). Toisaalta tietojen hankkiminen asiakkaan sijoitusalan tietämyksestä on jo nykymuodossaan aikaa vievää ja resursseja vaativaa palvelun tarjoajalle. Kattavampi tietojen hankkiminen tulisi sijoittajille kalliiksi, sillä he kuitenkin ovat arvopapereiden välityspalvelujen maksajia. On myös vaikea objektiivisesti määritellä, milloin tietojen kerääminen on nopeasti kehittyvillä rahoitusvälinemarkkinoilla tarjotusta palvelusta AML 4 luvun 3 §:n mukaisesti ”riittävää”. Sijoituspalveluiden turvallisuuteen vaikuttaa selonottovelvollisuuden ohella suuresti muun muassa se, mitä tietoja sijoittajalle tulee antaa.

3.1.4 Tiedonantovelvollisuus

Ennen MiFID-direktiivin implementointia arvopaperimarkkina-alueissa oli arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuutta koskeva yleinen säännös, jonka mukaan välittäjän on annettava asiakkaalle sijoituspalvelusta ja sen kohteena olevista arvopapereista ne tiedot, joilla saattaa olla olennaista vaikutusta sijoittajan päätöksentekoon. Tiedonantovelvollisuus perustui silloin yleiseen normiin. Arvopaperinvälittäjän yleinen tiedonantovelvollisuus muuttui MiFID-direktiivin myötä yksityiskohtaisemmaksi. Tiedonantovelvollisuuden täyttymistä arvioidaan asiakkaan näkökulmasta. Laajaa tiedonantovelvollisuutta pidetään pääasiallisena sijoittajia suojaavana seikkana (Husták 2009).

Kaikkien sijoituspalvelun tarjoamisen yhteydessä annettavien tietojen osalta on voimassa arvopaperimarkkinalain 4 luvun 1 §:n toisen momentin periaate, jonka mukaan sijoituspalvelua ja oheispalvelua ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Markkinoinnin käsite on laaja ja kattaa sijoituspalvelun tarjoamiseen liittyvän tietojen antamisen niin kirjallisessa muodossa kuin henkilökohtaisen myyntityön yhteydessä. Tätä totuudellisuusvaatimusta täydentää kielto käyttää hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä arvopaperien kaupassa sekä sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa.

Vaikka annettujen tietojen ei voitaisi osoittaa olevan totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia, voidaan tiedonantovelvoitteen täyttämistä pitää sopimattomana annettujen tietojen ollessa jollain tavalla epäselviä tai niiden aiheuttaessa väärinkäsityksiä kohderyhmän keskuudessa (Hoppu 2009 s. 161). Markkinointioikeudessa käsitellyissä tapauksissa on pitäydytty periaatteessa, jonka mukaan menettelyä pidetään sopimattomana, kun annettujen tietojen totuudenvastaisuutta tai harhaanjohtavuutta ei ole voitu osoittaa, mutta markkinointi on kuitenkin kohderyhmän kannalta arveluttavaa. Lisäksi markkinoinnin peruseriaatteisiin kuuluu sääntö, jonka mukaan sellainen markkinointi on sopimatonta, jossa markkinoija ei pysty näyttämään esitettyjä väitteitä toteen. Tämän mukainen on markkinatuomioistuimen päätös 1992:4. Arvopaperinvälittäjällä on velvollisuus pystyä tarvittaessa näyttämään toteen

antamiensa tietojen paikkansapitävyys. Säännöllä pyritään suojaamaan heikompa osapuolta.

Arvopaperinvälittäjälle asetetulla tiedonantovelvollisuudella suojataan asiakasta siten, että arvopaperinvälittäjän on annettava asiakkaalle tiedot eräistä oikeussuhteeseen vaikuttavista seikoista. Tiedonantovelvollisuudella pyritään siihen, että asiakkaat voivat kohtuullisesti ymmärtää tarjottavan sijoituspalvelun ja rahoitusvälinetyypin ominaispiirteet ja riskit voidakseen tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä. Tiedonantovelvollisuuden rikkomista on esimerkiksi jättäminen kertomatta, että asiakkaan taloudellinen vastuunkantokyky ja sijoituskokemus eivät ole riittäviä asiakkaan kaavailemiin sijoitustoimiin (Mäntysaari 2001 s. 48). Arvopaperinvälittäjä velvoitetaan siis kertomaan sijoittajalle sellaisiakin arvioita, jotka eivät ehkä ole asiakkaan toivomia.

Täyttäessään tiedonantovelvollisuuttaan sijoituspalvelun tarjoajan tulee ottaa huomioon asiakkaan yksilöllinen tilanne. Mitä vähemmän asiakas tietää sijoittamisesta ja mitä vähemmän hänellä on sijoituskokemusta, sitä enemmän tietoja tulee asiakkaalle antaa. Mitä yksilöllisempää ja kattavampaa annettava informaatio on, sitä enemmän siihen liittyy transaktio- ja vaihtoehtoisuuskannuksia. Nämä saattavat kannustaa sijoitusneuvojaa toimimaan opportunistisesti esimerkiksi vähättelemällä faktoja ja riskejä (Oehler & Kohlert 2009). Asiakas ei itse ole velvollinen selvittämään arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuuden alaan kuuluvia asioita oma-aloitteisesti, eikä arvopaperinvälittäjä yleensä voi vedota vastuutaan rajoittavasti siihen, ettei asiakas ole ottanut asioista itsenäisesti selvää.

Asiakkaalle tiedonantovelvollisuuden puitteissa annettavat tiedot voidaan esittää vakiomuotoisina (MiFID 19 artikla 3 kohta). Standardoitujen tietojen lisäksi arvopaperinvälittäjällä saattaa olla myös tapauskohtaiseen tilannearviointiin perustuvia tiedonantovelvoitteita, joten vakiomuotoinen tiedottaminen ei aina riitä. Tiedonantovelvollisuuden sisällöstä säädetään arvopaperimarkkinalain 4 luvun 4 §:n ohella sitä täydentävässä Finanssivalvonnan antamassa menettelytapastandardissa.

Tiedonantovelvollisuus on kolmivaiheista ei-ammattimaista asiakasta kohtaan. Asiakkaalle tulee antaa säädöksissä mainitut tiedot ennen sijoituspalvelusopimuksen tekemistä. Toiseksi tulee antaa eräitä tietoja ennen sijoituspalvelun tai oheispalvelun antamista. Kolmanneksi ei-ammattimaiselle asiakkaalle pitää antaa riittävät tiedot tälle annetusta palvelusta eli raportoitava asiakkaalle sijoituspalvelun toteuttamisen jälkeen. Lisäksi arvopaperinvälittäjän on ilmoitettava asiakkaalle annettujen tietojen olennaisista muutoksista. (Hoppu 2009 s. 163) Arvopaperinvälittäjää koskee näin ollen tiedonantovelvollisuus ei-ammattimaista asiakasta kohtaan jo ennen asiakkaaksi ryhtymistä ja tiedonantovelvollisuus kestää koko ei-ammattimaisen asiakkaan sijoituspalvelun käyttämisen ajan.

Kolmivaiheisen tiedonannon ensimmäisessä vaiheessa ennen sijoituspalvelusopimuksen tekemistä annettavista tiedoista säädetään arvopaperimarkkinain 4 luvun 4 pykälässä. Sen ensimmäisen momentin mukaan ei-ammattimaiselle asiakkaalle pitää antaa hyvissä ajoin ennen sijoituspalvelua tai oheispalvelua koskevan sopimuksen tekemistä sopimuksen ehdot sekä riittävät tiedot arvopaperinvälittäjästä ja tarjottavasta palvelusta. Pykälän toisen momentin mukaan ei-ammattimaiselle asiakkaalle tulee antaa hyvissä ajoin ennen sijoituspalvelun tai oheispalvelun tarjoamista riittävät tiedot arvopaperinvälittäjästä ja sen tarjoamista palveluista; palvelun kohteena olevista arvopapereista ja niihin liittyvistä riskeistä; sijoitusstrategioista, jos niitä on ehdotettu, ja niiden riskeistä; siitä, missä toimeksiantoja toteutetaan; asiakasvarojen säilyttämisestä sekä palveluun liittyvistä kuluista ja palkkioista.

Näiden toisessa momentissa tarkoitettujen tietojen olennaisista muutoksista arvopaperinvälittäjän tulee ilmoittaa ei-ammattimaiselle asiakkaalle hyvissä ajoin (AML 4:4 § 3 mom.) Tiedot tulee antaa asiakkaalle pysyvällä tavalla. Asiakkaan suostumuksesta tiedot voidaan antaa arvopaperinvälittäjän Internet-verkkosivuilla. Arvopaperimarkkinain 4 luvun 4 §:n edellyttämät tiedot tulee antaa asiakkaalle siten, että asiakkaalla on kohtuullisesti aikaa perehtyä tietoihin ja ymmärtää tarjottavan sijoituspalvelun ominaispiirteet (HE 43/2007 s. 93). Arviossa voidaan ottaa huomioon esimerkiksi se, kuinka yksinkertainen sijoituspalvelun kohteena oleva arvopaperi tai muu rahoitusväline on,

sekä se, onko asiakas aikaisemmin käyttänyt vastaavaa sijoituspalvelua tai hankkinut vastaavia rahoitusvälineitä (Karjalainen *et al.* 2008 s. 263). Yksittäisen asiakkaan sijoituskokemukset ja -tiedot tulee ottaa huomioon tiedonantovelvollisuuden laajuutta määriteltäessä.

Menettelytapastandardin mukaan arvopaperinvälittäjä huolehtii annettujen tietojen asianmukaisuudesta, jonka täyttymistä arvioidaan kohderyhmän näkökulmasta. Annettujen tietojen tulee olla paikkansapitäviä, eivätkä ne saa korostaa sijoituspalvelusta tai rahoitusvälineestä saatavaa etua ilman selkeää ilmoitusta riskistä. Tietoihin liittyviä keskeisiä seikkoja, väitteitä ja varoituksia ei saa peitellä tai vähätellä. Tiedonanto muuttuu helposti harhaanjohtavaksi, jos rahoitusvälineestä saatavaa etua korostetaan, mutta riski tuodaan esiin peitellysti (Hoppu 2009 s. 162). Tiedonantovelvollisuudessa pyritään antamaan asiakkaalle oleelliset ja riittävät tiedot perustellun sijoituspäätöksen tekemiseen.

Välittäjän suppeaa tiedonantovelvollisuutta ammattimaista asiakasta kohtaan käsitellään menettelytapastandardin osiossa 7.2.4. Sijoituspalvelun tarjoajan tulee kappaleen 51 mukaan antaa ammattimaiselle asiakkaalle yleiskuvaus palvelun kohteena olevien rahoitusvälineiden luonteesta ja niihin liittyvistä tyypillisistä riskeistä, jos se on tarpeen ottaen huomioon asiakkaan sijoituskokemus. Sijoittajan varojen säilyttämiseen liittyvistä asioista tulee myös tiedottaa.

3.1.5 Velvollisuudet toimeksiantojen hoitamisessa

Arvopaperinvälittäjällä on velvollisuus AML 4 luvun 5 §:n mukaan toteuttaa asiakkaiden toimeksiannot huolellisesti. Pykälä perustuu MiFID-direktiivin 21 artiklaan ja sitä täydentävään komission täytäntöönpanodirektiiviin. Säännöksen keskeisenä tavoitteena on turvata asiakkaalle arvopapereiden tai muiden rahoitusvälineiden kaupassa paras mahdollinen lopputulos. Koska välittäjä toimii asiakkaansa asiamiehenä eli agenttina, on välittäjän toimittava päämiehensä edun mukaisesti ja asetettava asiakkaan etu ensisijaiseksi toimintaa ohjaavaksi periaatteeksi. Hallituksen esityksen mukaan arvopaperinvälit-

täjän huolellisuusvelvollisuutta arvioidaan objektiivisesti (HE 157/1988 s. 39). Näin ollen arvioidaan tapauskohtaisesti, millä tavoin huolellinen ja asiantunteva välittäjä olisi toteuttanut toimeksiannon kulloisessakin tilanteessa. Arvopaperinvälittäjä vastaa sekä asiantuntemuksestaan että toimeksiannon suorittamisen moitteettomuudesta (Karjalainen *et al.* 2008 s. 266).

Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 §:n 1 momentin mukaan arvopaperinvälittäjän on toteutettava kohtuulliset toimenpiteet, joilla saavutetaan asiakkaalle paras mahdollinen tulos ottaen huomioon toimeksiannon toteuttamisen kannalta olennaiset seikat. Näitä olennaisia seikkoja ovat arvopaperin tai muun rahoitusvälineen hinta, toimeksiannon toteuttamisesta aiheutuvat kustannukset, toimeksiannon toteutumisen nopeus ja toimeksiannon toteutumisen ja selvityksen todennäköisyys, toimeksiannon koko ja luonne sekä muut toimeksiannon toteuttamisen kannalta olennaiset seikat (HE 43/2007 s. 95, MiFID 21 artikla 1 kohta). Arvopaperinvälittäjän tulee jatkuvasti arvioida mahdollisuuksiaan parhaan mahdollisen tuloksen saavuttamiseen.

MiFID-direktiivin implementoinnin myötä arvopaperinvälittäjän tulee aktiivisesti ottaa huomioon kaupankäynnin rakenteissa tapahtuvat muutokset. Välittäjän pitää säännöllisesti arvioida, pysyykö välittäjä saavuttamaan asiakkaidensa kannalta parhaan mahdollisen tuloksen niissä arvopaperipörssissä ja muissa kaupankäyntipaikoissa, joissa välittäjä toteuttaa asiakkaiden kaupoja, vai tulisiko välittäjän ryhtyä käymään kauppaa uusilla kaupankäyntipaikoilla. Lisäksi palvelun tarjoajan tulee arvioida tarvetta valintaperusteiden painotuksen muuttamiselle sekä muita muutosmahdollisuuksia, kuten uusia instrumenttiluokkia, saavuttaakseen parhaan mahdollisen tuloksen. (Karjalainen *et al.* 2008 s. 266–267) Toimeksiannon huolelliseen toteuttamiseen liittyviä kysymyksiä käsitellään CESR:n (2007) julkaisemassa asiakirjassa Best Execution under MiFID.

Sijoittajan etujen täyttämiseen pyritään kirjallisten parasta toteutusta koskevien toimintaperiaatteiden mukaisesti. Arvopaperinvälittäjällä tulee olla toimeksiantojen toteuttamista koskevat toimintaperiaatteet menettelytavoista (order execution policy), jotka sisältävät tiedot niistä kaupankäyntipaikoista, joissa

arvopaperinvälittäjä toteuttaa toimeksiantoja, sekä kaupankäyntipaikan valintaan vaikuttaneet tekijät (AML 4:5 § 2 mom.). Tiedot toimintaperiaatteista on esitettävä kunkin arvopaperi- tai muun rahoitusvälinetyypin osalta. Toimintaperiaatteiden tulee sisältää ne kaupankäyntipaikat, joissa arvopaperinvälittäjän on mahdollista saavuttaa asiakkaiden toimeksiantojen toteuttamisen kannalta säännönmukaisesti paras mahdollinen tulos (HE 43/2007 s. 95). MiFID-direktiivi edellyttää, että palvelun tarjoajat voivat osoittaa, että he ovat suorittaneet toimeksiannon sijoittajan etujen vaatimalla tavalla (Hunter 2007). Paras toteutus -vaatimus ei kuitenkaan velvoita toteuttamaan yksittäistä toimeksiantoa absoluuttisesti parhaaseen hintaan.

Arvopaperinvälittäjän on seurattava toimintaperiaatteiden asianmukaisuutta. Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 §:n 3 momentin mukaan välittäjän on annettava asiakkaalle riittävät tiedot toimintaperiaatteista ennen sijoituspalvelun tarjoamista. Palvelun tarjoajan on myös ilmoitettava toimintaperiaatteiden olennaisista muutoksista asiakkailleen. Jos toimeksianto voidaan toimintaperiaatteiden mukaan toteuttaa julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin tai niitä muussa valtiossa vastaavan kaupankäynnin ulkopuolella, on siihen saatava asiakkaan nimenomainen suostumus pykälän 5 momentin 4 mukaan.

Parhaan toteutuksen velvollisuus koskee sijoittajan toimeksiannon toteuttajaa sekä omaisuudenhoitajaa, joka toteuttaa itse sijoituspäätöksen, rahastovainhoitajat mukaan luettuina. Suppeampana velvollisuus koskee asiakkaan toimeksiannon edelleen välittäjää. Asiakkaalle tulee antaa riittävät tiedot toimintaperiaatteista. Ei-ammattimaiselle asiakkaalle tulee antaa tiedot kaupapaikkojen valintaan vaikuttavista tekijöistä, luettelo kauppapaikoista, joissa kaupat pääsääntöisesti toteutetaan sekä varoitus siitä, että asiakkaan erityinen ohje voi haitata parhaan mahdollisen tuloksen saavuttamista. Palvelun tarjoajan tulee tiedottaa toimintaperiaatteiden olennaisista muutoksista asiakkaalle. Arvopaperimarkkinalain lisäksi Finanssivalvonnan antamassa menettelytapastandardin luvussa 7.5 säännellään toimeksiantojen huolellista toteuttamista.

3.1.6 Eturistiriitatilanteiden hallinta

Sijoituspalveluyrityksen ja asiakkaan välisessä toiminnassa voi syntyä eturistiriitoja. Casey ja Lannoo (2009 s. 104–108) mainitsevat erilaisia sijoittajan ja yrityksen välisiä potentiaalisia konfliktitilanteita. Eturistiriitoja saattaa syntyä sijoitus- ja oheispalvelun tarjoamisen yhteydessä esimerkiksi arvopaperinvälittäjän ja asiakkaan tai arvopaperinvälittäjän henkilökunnan ja asiakkaan välillä. Eturistiriitoja voi tulla myös arvopaperinvälittäjän eri asiakkaiden välillä (MiFID 18 artikla 1 kohta). Eturistiriitoja hallitsemalla arvopaperinvälittäjä kykenee hoitamaan asiakkaan toimeksiantoja niin, että ainoastaan asiakkaan etu ohjaa välittäjän toimintaa (Karjalainen *et al.* 2008 s. 275). MiFID-direktiivi sääntelee yksityiskohtaisesti arvopaperinvälittäjän eturistiriitojen hallintaa.

MiFID-direktiivissä eturistiriitojen hallintaa käsitellään 18 artiklassa. MiFID-direktiivin implementoinnin yhteydessä eturistiriitatilanteiden normiohjaus uudistettiin ja sitä säännellään nykyisin arvopaperimarkkinalain 4 luvun 12 §:ssä. Uutena sääntönä on se, että pykälän ensimmäisen momentin mukaan arvopaperinvälittäjän on toteutettava kohtuulliset toimenpiteet eturistiriitatilanteiden tunnistamiseksi ja ehkäisemiseksi ja niiden syntyessä kohdeltava asiakasta hyvän tavan mukaisesti. Eturistiriitojen tunnistaminen ja ehkäiseminen edellyttävät muun muassa tehokkaita ja riittäviä organisatorisia ja hallinnollisia toimenpiteitä (HE 43/2007 s. 99). Ennen MiFID-direktiivin implementointia voimassa olleessa arvopaperimarkkinalaissa arvopaperinvälittäjän tuli ainoastaan välttää eturistiriitatilanteita ja niiden syntyessä oli kohdeltava asiakasta hyvän tavan mukaisesti. Säännöstä ei ollut siitä, että arvopaperinvälittäjän tulisi toteuttaa kohtuulliset toimenpiteet eturistiriitojen välttämiseksi. Näin ollen sääntely on kiristynyt sijoittajansuojan lisäämistä tavoiteltaessa.

Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 12 §:n 2 momentissa säädetään arvopaperinvälittäjän velvollisuudesta ilmoittaa asiakkaalle eturistiriidasta, mikäli 1 momentin toimenpiteet eivät ehkäise eturistiriidan syntymistä riittävästi. Ennen kuin arvopaperinvälittäjä voi suorittaa liiketoimen asiakkaan lukuun, välittäjän on annettava tiedot eturistiriidasta asiakkaalle momentissa tarkoitetulla pysyvällä tavalla.

3.1.7 Asiakasvarojen säilyttäminen ja muu käsittely

Arvopaperinvälittäjän velvollisuuksista asiakkaan rahavarojen ja muun omaisuuden säilyttämisessä säädetään arvopaperimarkkinalain 4 luvun 14 §:ssä. Tavoitteena on asiakasvarojen erillään pidolla turvata asiakkaan asema tilanteessa, jossa arvopaperinvälittäjä tai muu varoja säilyttävä taho joutuu konkurssiin. Arvopaperinvälittäjän on järjestettävä sen haltuun luovutettujen asiakasvarojen säilytys, käsittely ja selvitys luotettavalla tavalla siten, ettei vaaraa ole asiakasvarojen sekoittumisesta arvopaperinvälittäjän omiin tai arvopaperinvälittäjän toisen asiakkaan varoihin.

Asiakkaan arvopaperit on säilytettävä AML 4 luvun 14 §:n 3 momentin mukaan Rahoitustarkastuksen, tai sitä muussa valtiossa vastaavan toimivaltaisen viranomaisen, valvoman yhteisön hallussa, jos mahdollista. Rahoitustarkastus määrittelee tarkemmat määräykset asiakasvarojen säilyttämisestä. Asiakkaan arvopaperien panttaamisesta ja luovuttamisesta säädetään AML 4 luvun 15 §:ssä. Sen mukaan arvopaperinvälittäjä ei saa omaan eikä toisen asiakkaan lukuun pantata tai luovuttaa toiselle asiakkaalle kuuluvaa arvopaperia ilman kyseisen asiakkaan etukäteen antamaa suostumusta.

Menettelytapavelvoitteiden ohella sijoituspalvelun tarjoajalle asetetaan velvoitteita, joilla pyritään kaupankäynnin transparenssiin eli läpinäkyvyyteen. Velvoitteet liittyvät arvopaperikauppojen tietojen julkistamiseen, rajahintatoimeksiantojen julkistamiseen, kauppojen sisäiseen toteuttamiseen sekä kauppaparaportointiin. Näitä velvoitteita käsitellään seuraavassa alaluvussa.

3.2 Kaupankäynnin läpinäkyvyyteen liittyvät velvollisuudet

MiFID-säädännössä korostetaan toiminnan läpinäkyvyyttä ja informaation dokumentointia. MiFIDin luoma avoin järjestelmä vähentää pörssien mahdollisuutta manipuloida raportointiaan omaksi hyödykseen (Gadinis 2008). Kau-

pankännin läpinäkyvyyden sääntely edistää sijoittajansuojaa. MiFIDissä säädetään läpinäkyvyyteen liittyvistä velvoitteista, joita palvelun tarjoajien tulee noudattaa.

MiFID-direktiivi asettaa palvelun tarjoajalle läpinäkyvyyttä koskevia kolmenlaisia velvoitteita: kauppaa edeltävän läpinäkyvyyden, kaupan jälkeisen läpinäkyvyyden ja edellä käsitellyn parhaimman toteutustavan (Giraud 2009). Läpinäkyvyyden vaatimuksiin kuuluu, että toimijan on dokumentoitava ainakin osto- ja myyntihinnat, volyymit niillä hinnoilla sekä kaupantekohetki (esim. Polato & Floreani 2006). Näiden lisäksi tulee dokumentoida myös tiedot asiakkaasta, tuotteesta sekä kaupan yhteydessä annetusta neuvonnasta (Kaiser 2008). Palvelun tarjoajalle on tärkeää, että asiakas voi luottaa tietojen virheettömyyteen ja turvalliseen säilytykseen.

MiFID-direktiivillä ja komission täytäntöönpanoasetuksella luodaan läpinäkyvyssäntely sellaisille osakkeille, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Tavoitteena on sijoittajien tiedonsaanti niistä tarjouksista ja toteutuneista kaupoista, jotka tapahtuvat säännellyillä markkinoilla, monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä, kauppojen sisäisten toteuttajien järjestelmissä tai näiden järjestelmien ulkopuolella niin sanottuina ”over the counter” -kauppoina (HE 43/2007 s. 21). MiFID-direktiivin myötä kaupankäyntipaikkoja on aikaisempaa enemmän, mikä korostaa transparenssisääntelyn tärkeyttä.

Kattava läpinäkyvyssäntely johtuu siitä, että MiFID-direktiivin myötä luovutaan keskittämisperiaatteesta ja sallitaan kilpailu kauppojen toteuttamisessa eri markkinapaikkojen ja arvopaperinvälittäjien välillä. Uudessa toimintaympäristössä kaupankäynti saattaa hajautua moniin eri kaupankäyntijärjestelmiin. MiFID-direktiivin läpinäkyvyssäntelyllä pyritään vähentämään hajautumisesta aiheutuvia haittoja markkinoiden likviditeetille ja luomaan edellytykset toistensa kanssa kilpaileville markkinoille, joiden hintainformaatiota sijoittajat ja arvopaperinvälittäjät pystyvät vertaamaan (HE 43/2007 s. 21). Kaupankäynnin läpinäkyvyyttä koskevista uusista velvoitteista säädetään

arvopaperimarkkinalain 4 luvun 8, 10 ja 11 §:ssä. Luvun 11 § käsittelee läpinäkyvyyttä edistävää osakekauppojen tietojen julkistamista.

3.2.1 Osakekauppojen tietojen julkistaminen

Arvopaperinvälittäjän tulee julkistaa tiedot säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita koskevista kaupoista silloin, kun kaupat tehdään markkinapaikan ulkopuolella. Sääntö perustuu MiFID-direktiivin 28 artiklaan, ja se on implementoitu AML 4 luvun 11 §:ään. Säännöksessä on kysymys niin kutsutusta kaupan jälkeisestä läpinäkyvyydestä. Jos siis arvopaperinvälittäjä tekee kauppvoja omaan tai asiakkaan lukuun julkisen kaupankäynnin, monenkeskisen kaupankäynnin tai niitä muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin ulkopuolella, hän on velvollinen julkistamaan mahdollisimman reaaliaikaisia tietoja kaupasta. Jos osake ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena säännellyillä markkinoilla, julkaisuvelvollisuutta ei ole.

3.2.2 Rajahintatoimeksiantojen julkistaminen

MiFID-direktiivin seurauksena palvelun tarjoajan tulee tietyissä tilanteissa julkistaa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevaa osaketta koskeva asiakkaan rajahintatoimeksianto. Säännös on implementoitu arvopaperimarkkinalain 4 luvun 8 §:ään. Arvopaperinvälittäjällä on velvollisuus 8 pykälän 1 momentin mukaan julkistaa asiakkaan rajahintatoimeksianto, jos arvopaperinvälittäjä ei voi markkinaolosuhteiden vuoksi välittömästi toteuttaa asiakkaan toimeksiantoa ostaa tai myydä julkisen kaupankäynnin, tai sitä muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin, kohteena olevaa osaketta asiakkaan määräämään rajahintaan tai asiakkaalle parempaan hintaan.

Toimeksiannon mahdollisimman pikaiseksi toteuttamiseksi toimeksianto on julkistettava tavalla, jolla se on helposti muiden markkinaosapuolien saatavilla. Säännös perustuu MiFID-direktiivin 22 artiklan 2 kohtaan, ja sen tavoitteena on saattaa kaikki osakkeita koskevat osto- ja myynti-intressit viipymättä

muiden markkinaosapuolten tietoon (Karjalainen *et al.* 2009 s. 287). Arvopaperinvälittäjällä ei kuitenkaan ole julkistamisvelvollisuutta, jos asiakas antaa julkistamisesta poikkeavan ohjeen. Rajahintatoimeksiantojen julkistamisvelvollisuudella pyritään siihen, että toimeksiantojen läpinäkyvyyden seurauksena markkinaosapuolilla olisi käytettävissään oleelliset tiedot omia sijoituspäätöksiään varten. Arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyden varmistamiseksi MiFID-direktiivissä säädetään myös kauppojen sisäistä toteuttamista.

3.2.3 Kauppojen sisäinen toteuttaminen

Kauppojen sisäisellä toteuttamisella tarkoitetaan MiFID-direktiivissä sitä, että sijoituspalveluyritys toteuttaa arvopaperikaupan markkinapaikan ulkopuolella käymällä kauppaa omaan lukuun asettumalla itse ostajan tai myyjän vastapuoleksi (HE 43/2007 s. 20). Kauppojen sisäisen toteutuksen määritelmä on implementoitu arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:ään ja kauppojen sisäisen toteuttajan velvollisuudet ovat lain 4 luvun 10 §:ssä. Sisäinen toteuttaja on AML 1 luvun 4 §:n mukaan arvopaperinvälittäjä, joka suunnitelmallisesti, usein toistuvasti ja järjestelmällisesti käy kauppaa omaan lukuunsa toteuttamalla asiakkaiden toimeksiantoja säänneltyjen markkinoiden ja monenkeskisen kaupankäynnin ulkopuolella. Sääntely koskee vain sellaista arvopaperinvälittäjää, joka toimii sisäisenä toteuttajana osakkeilla, jotka ovat kaupankäynnin kohteena MiFID-direktiivin mukaisilla säännellyillä markkinoilla (Karjalainen *et al.* 2009 s. 289). Direktiivissä ja komission täytäntöönpanoasetuksessa säädetään edellytyksistä, joiden perusteella sijoituspalveluyritystä voidaan pitää kauppojen sisäisenä toteuttajana.

Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 10 §:n 1 momentin mukaan arvopaperinvälittäjän tulee ilmoittaa ennakkoon Rahoitustarkastukselle, kun välittäjä aikoo aloittaa tai lopettaa toiminnan kauppojen sisäisenä toteuttajana. Hallituksen esityksen (43/2007 s. 97) mukaan ilmoitusvelvollisuus on tarpeen, jotta Rahoitustarkastus voisi täyttää komission täytäntöönpanoasetuksen 21 artiklan 4 kohdassa asetetun veloitteen varmistua siitä, että suomalaisista sisäisistä toteuttajista pidetään julkista luetteloa.

3.2.4 Kaupparaportointi

MiFID-direktiivillä luodaan kattava kaupparaportointijärjestelmä, jolla pyritään mahdollistamaan kaupankäynnin tehokas valvonta koko Euroopan unionin alueella. Direktiivissä säädetään kaupparaportointia koskevista yleisperiaatteista. Tarkempia määräyksiä annetaan komission täytäntöönpanosäännöksissä. Kaupankäynnin läpinäkyvyyttä korostaessaan MiFID-säädäntö muutti merkittävästi arvopapereilla ja muilla rahoitusvälineillä tehtyjä kauppvoja koskevaa arvopaperinvälittäjän raportointivelvollisuutta.

Aiemmin Suomessa arvopaperinvälittäjät raportoivat arvopapereilla tehdyt kaupat pörssille ja Arvopaperikeskukselle, mutta MiFID-direktiivin implementoinnin myötä kaupat on 1.11.2007 lukien raportoitu Ratalle, nykyiselle Fivalle. Direktiivin artiklassa 25 ja komission täytäntöönpanoasetuksen artikloissa 9–16 asetetaan velvollisuus raportoida säännellyillä markkinoilla listatuilla rahoitusvälineillä tehdyt liiketoimet päivittäin kotivaltion valvontaviranomaiselle.

Kaupparaportointia koskevan MiFID-säädännön seurauksena suomalainen arvopaperinvälittäjä ja ulkomaisen arvopaperinvälittäjän Suomessa sijaitseva sivuliike ovat velvollisia raportoimaan kaikki julkisen kaupankäynnin kohteina olevilla arvopapereilla toteuttamansa liiketoimet Rahoitustarkastukselle viipymättä ja viimeistään seuraavana pankkipäivänä (AML 4:18 § 1 mom.). MiFID-direktiivin 32 artiklan 7 kohdan mukaan sivuliikkeeseen sovelletaan isäntävaltion kaupparaportointisäännöksiä.

Arvopaperinvälittäjän on raportoitava samalla tavalla liiketoimet sellaisilla arvopapereilla, jotka ovat julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteina Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa. AML 4:18 §:n 2 momentin mukaan raportointivelvollisuus ei kuitenkaan koske suomalaisen arvopaperinvälittäjän ulkomailta sijaitsevan sivuliikkeen sellaisia kauppvoja, jotka toteutetaan muualla kuin Suomessa. Helsingin Pörssin etävälittäjät sekä muut rajan yli Suomeen sijoituspalvelua tarjoavat raportoivat oman koti-

maansa valvojalle. Kaupparaportointia säännellään lisäksi Fivan standardissa RA5.1.

Kaupparaportoinnin tarkoituksena on turvata arvopaperimarkkinoiden viranomaisvalvonnan edellytykset. Raportointivelvollisuus antaa Finanssivalvonnalle mahdollisuuden valvoa kaupankäynnin asianmukaista kulkua, kuten sisäpiiritiedon mahdollista kiellettyä käyttöä ja kurssin vääristämistä. ETA-valtioiden valvontaviranomaisten välille rakennettu tietojenvaihtomenettely parantaa valvonnan edellytyksiä, kun Fiva saa tätä kautta tiedon esimerkiksi Helsingin pörssissä listatuilla osakkeilla muissa maissa tehdyistä kaupoista.

4 SIJOITTAJANSUOJAN JA KILPAILUN LISÄÄMISESTÄ SAADUT KOKEMUKSET

MiFID-direktiivin vaikutukset finanssimarkkinoihin merkitsevät muutoksia sijoittajan asemaan. Edellisessä luvussa selvitettiin, millaisia menettelytapalveluitteita arvopaperinvälittäjällä on asiakasta kohtaan MiFID-direktiivin implementoinnin seurauksena ja kuinka menettelytapalveluilla pyritään vahvistamaan sijoittajansuojaa. Tässä luvussa tarkastellaan, millaisia kokemuksia sijoittajansuojasta on implementoinnin jälkeen. Luvussa arvioidaan sijoittajansuojaa oikeustaloustieteellisellä metodilla.

Casey ja Lannoo (2009 s. 8–10) ovat arvioineet MiFID-direktiivin aiheuttavan Euroopan finanssimarkkinoilla kymmenen suurta muutosta. Heidän mukaansa toiminta tulee muun muassa keskittymään nykyistä suurempiin kansainvälisesti toimiviin yrityksiin, tietokoneiden algoritmeihin perustuva kaupanteko yleistyy, volyymit kasvavat, kaupankäytikustannukset pienenevät ja hintoja sekä kaupankäyntiä koskevan markkinatiedon tarve korostuu. Heidän luettelamistaan odotettavissa olevista keskeisistä muutoksista yksikään ei suoraan kohdistu sijoittajansuojaan tai palvelun tarjoajan ja sijoittajan välisiin suhteisiin.

Mason (2007) on korostanut MiFIDin merkitsevän sijoittajansuojan oleellista voimistumista erityisesti liittyen asiakkaan toimeksiantojen parhaaseen toteuttamiseen ja eturistiriitojen hallintaan. Toisaalta MiFID-direktiivin säädöksistä tärkeimpänä on pidetty (White 2007) 21 artiklaa, jonka mukaan sijoituspalveluyritysten tulee toteuttaa kaikki kohtuulliset toimet päästäkseen toimeksiantoja toteuttaessaan asiakkaidensa kannalta parhaimpaan mahdolliseen tulokseen. Artiklan 21 muotoilua on kuitenkin pidetty epäselvänä ja sanan ”kohtuulliset” tarkka merkitys on kyseenalaistettu (Kirby 2007). Toinen erityisen merkittävänä pidetty sijoittajansuojan osa-alue ovat MiFID-direktiivin 18 artiklan säädökset eturistiriitojen tunnistamisesta, ehkäisemisestä ja hallitsemisesta (White 2007).

Sijoituspalvelun tarjoajan ja asiakkaan välisiin suhteisiin liittyy niin neoklassisen kuin institutionaalisenkin oikeustaloustieteen piirteitä. MiFID-direktiivin sisältämä sijoittajansuojan vahvistaminen kytkeytyy neoklassisen suuntauksen symmetrisen informaatiopohjan taustaoletukseen. Direktiivin 19 artiklassa säädetään menettelytapavelvoitteista tarjottaessa sijoituspalveluita asiakkaalle osapuolten symmetrisen informaatiopohjan saavuttamiseksi.

Sijoituspalveluyritysten sopimussuhteista aiheutuvat transaktiokustannukset kuuluvat institutionaalisen oikeustaloustieteen alaan. Tällaisia kustannuksia ovat komission täytäntöönpanodirektiivin artikloiden 16–20 vaatimukset avoimuudesta ja eheydestä rekistereineen ja julkistamisvelvollisuuksineen. Pyrkimys neoklassiseen täydelliseen informaatiopohjaan ja transaktiokustannusten minimointi voivat olla ristiriidassa keskenään. Toisaalta voidaan väittää, että MiFID-direktiivin artiklojen 25–30 avoimuus- ja eheysvaatimukset lisäävät sijoittajien luottamusta markkinoihin ja ovat siten osa sijoittajansuojaa, eikä markkinoiden luotettavan turvaamisen ja artiklojen 19–24 tavoittelemalla sijoittajansuojan varmistamisen välillä ole ristiriitaa. Direktiivin tavoittelemalla heikomman osapuolen suojaaminen ja markkinoiden toimiminen mahdollisimman tehokkaasti eivät tavoitteina kuitenkaan välttämättä kohtaa. Yksittäisessä tilanteessa lain soveltaminen saattaa aiheuttaa vaikeuksia esimerkiksi silloin, kun pohditaan, onko sopimus kohtuuton. Harkinnan lopputulokseen vaikuttaa se, nähdäänkö asiakas heikompana osapuolena vai osana toimivia markkinoita.

Kun on pohdittu MiFID-direktiivin tavoitteiden välistä tasapainoa ja mahdollisia konflikteja, pyrkimystä markkinoiden integraatioon ja tehokkuuteen on pidetty sijoittajansuojan vahvistamista korostuneempana tavoitteena (Enriques 2007, Köndgen & Theissen 2007). MiFID-direktiivin voidaan siten katsoa korostuneemmin sääntelevän eurooppalaisten valtioiden välistä ja yritysten sisäistä toimintaa kuin yrityksen ja asiakkaan välisiä suhteita. Valtioiden väliseen ja yritysten sisäiseen toimintaan vaikuttaa direktiivin pyrkimys lisätä kilpailua rahoitusmarkkinoilla, jonka seurausten on tarkoitus välittyä asiakkail-

le etuina monipuolistuvien ja halvempien sijoituspalveluiden ja rahoitusinstrumenttien muodossa.

4.1 Kilpailu rahoitusmarkkinoilla

MiFID-direktiivin tavoitteena on tehostaa sijoituspalveluyritysten välistä kilpailua pääomista rahoitusmarkkinoilla säänneltyjen markkinoiden välillä sekä niiden ja vaihtoehtoisten markkinapaikkojen välillä. Direktiivin avulla pyritään välittämään finanssimarkkinoiden lisääntyneen kilpailun tuomat edut sijoittajille. Eri markkinapaikkojen kilpailua lisättäessä pyritään säilyttämään eurooppalaisten arvopaperimarkkinoiden tehokkuus sekä toimiva sijoituspalveluiden tarjoajien ja asiakkaiden asema (Davies *et al.* 2007 s. 188). Aito kilpailu on edellytys pääomamarkkinoiden kehittymiselle, ja niiden sääntely luo luottamusta ja houkuttelee sijoittajia, mikä mahdollistaa markkinoiden kasvun (Kokkoris & Olivares-Caminal 2008). Euroopan eri maiden lainsäädännön yhdenmukaistamisen on todettu vahvistaneen rajat ylittävän finanssitoiminnan edellytyksiä (Kalemlı-Ozcan *et al.* 2010).

Kun MiFID-direktiivi implementoitiin, sen arveltiin lisäävän rahoitusalan kilpailua ja kansainvälisten sijoittajien määrää Euroopan pääomamarkkinoilla (Kokkoris & Olivares-Caminal 2007). Direktiivi onkin tehostanut kilpailua eurooppalaisilla osakemarkkinoilla (Davies 2008, CFA Institute Center for Financial Market Integrity 2009). Oltuaan voimassa runsaat kaksi vuotta MiFID-direktiivin on todettu lisänneen finanssialan kilpailua ja hajauttaneen kaupankäyntiä perinteisten pörssien ulkopuolelle (Boskovic *et al.* 2010).

Vaikka MiFID-direktiivin avulla on tehty mahdolliseksi luoda aktiiviset, yhdistyneet yleiseurooppalaiset finanssimarkkinat innovatiivisine toimijoineen ja edellytyksineen (Burke 2009a), ei kilpailu kuitenkaan ole välttämättä ainoastaan myönteistä eurooppalaisille rahoitusmarkkinoille. Eri markkinapaikkojen välinen kilpailu voi johtaa hajanaiseen markkinaan, joka voi vahingoittaa toiminnan laatua (Giovanni 2009). Lisäksi sijoituspalvelujen tarjoajien välinen

lisääntynyt kilpailu saattaa välittyä rahoitustuotteiden valikoimaan. MiFID-direktiivi velvoittaa yritykset luokittelemaan asiakkaansa ja sisältää säädöksiä eri asiakasryhmille soveltuvista tuotteista. Näiden säädösten on arveltu (Casey & Lannoo 2009 s. 57) saattavan vähentää finanssialan tuoteinnovaatioita ja tarjonnan rajoittuvan yksinkertaisiin rahoitusvälineisiin ja rahamarkkinoiden perustuotteisiin.

Finanssialan tuoteinnovaatioiden ja tarjonnan mahdollinen keskittyminen yksinkertaisiin tuotteisiin ei kuitenkaan välttämättä ole pelkästään haitallista, sillä valtiovarainministeriön asettama arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistusta pohtiva työryhmä harkitsee, onko ylipäänsä asianmukaista tarjota erityisen monimutkaisia sijoitustuotteita kuluttajille (KK 1096/2009 vp s. 7–8). Esimerkiksi strukturoitujen joukkovelkakirjalainojen rakenteet voivat muodostua niin monimutkaisiksi, etteivät useimmat pankkien asiakasyrityksien taloushallintoasiantuntijat tai yksityishenkilöt pysty arvioimaan kaikkia niiden ominaisuuksia (Wuolijoki 2009 s. 18). Sijoittajien on todettu suosivan yksinkertaisia sijoitusinstrumentteja sekä kulujen läpinäkyvyyttä (Fidelity 2010a). Monimutkaisista sijoitusinstrumenteista saattavat kuitenkin olla kiinnostuneita jotkut ammattimaiset asiakkaat. Heidän kannaltaan finanssialan tuoteinnovaatioiden mahdollinen väheneminen olisi haitallista.

4.2 Sijoittajansuoja EU:n jäsenvaltioissa

Sijoittajat uskaltavat markkinoille, jos he voivat luottaa riittävään sijoittajansuojaan, jonka lisääminen on yksi MiFID-direktiivin tavoitteista (Langevoort 2009). MiFID-direktiiviä pidetään merkittävänä sijoittajansuojan lisäyksenä Euroopan markkinoilla (esim. Lee 2009). Sijoittajat hyötyvät direktiivistä muun muassa siten, että heillä on vahva sijoittajansuoja kaupankäyntijärjestelmissä, joilla on toimilupa heidän kotimaassaan tai missä tahansa muussa Euroopan unionin jäsenmaassa lisensoidun palvelun tarjoajan järjestelmissä (Steichen 2008). Näin ollen sijoittajilla on suuremmat markkinat, joilla toimia

suojattuna, verrattuna MiFID-direktiivin implementointia edeltäneeseen aikaan.

MiFID-sääntelyn pyrkimyksenä on, että sijoittajansuoja olisi sama riippumatta siitä, käyttääkö sijoittaja kotimaisia tai minkä tahansa EU:n jäsenvaltion sijoituspalveluita. Tosiasiassa maiden välillä on kuitenkin eroja MiFID-sääntelyn implementoinnissa, mistä seuraa eroavaisuuksia jäsenvaltiokohtaisessa sijoittajansuojan sääntelyssä. Esimerkiksi asiakkaiden luokittelussa voi olla kansallisia eroja (Barry & Bracht 2008). Kaikkien jäsenvaltioiden tulee kuitenkin omassa lainsäädännössään täyttää MiFID-direktiivin asettama vähimmäissijoittajansuoja, jonka lisäksi jäsenvaltioilla voi olla myös enemmän sijoittajansuojaa tuovaa kansallista lainsäädäntöä.

Suomessa ja suurimmassa osassa jäsenvaltioita MiFID-direktiivin implementoinnista aiheutui sijoittajansuojaa koskevan sääntelyn lisääntyminen. Yhdenmukaistaessaan Euroopan maiden sijoittajansuojaa direktiivi on parantanut suojaa monissa maissa, mutta on samalla ilmeisesti heikentänyt sijoittajansuojaa joissakin valtioissa. Esimerkiksi Italiassa sijoittajansuojan on esitetty heikentyneen MiFID-direktiivin implementoinnin seurauksena (Enriques 2007). Niissä tapauksissa, joissa sijoittajansuoja on heikentynyt, kansallinen lainsäädäntö on ollut korostuneesti sijoittajaa suojaavaa ennen direktiivin implementoinnin yhteydessä tehtyjä lainsäädännöllisiä muutoksia. Nykyään sijoittajien toiminta on niin kansainvälistä, että mahdollisimman yhdenmukainen eurooppalainen sijoittajansuoja on tarpeellinen, vaikka sijoittajansuoja olisikin MiFID-direktiivin myötä heikentynyt yksittäisissä valtioissa.

Kaksi ja puoli vuotta MiFID-direktiivin implementoinnin jälkeen vuoden 2010 keväällä tutkittiin pohjoismaalaisten tyytyväisyyttä pankkisuhteeseen. Tutkimus tehtiin Nordnet Pankin toimesta, ja siihen osallistui neljätuhatta henkilöä. Tutkimuksessa kysyttiin, tunsivatko vastaajat tulleen petetyiksi pankkisuhteen aikana. Tanskalaisista 20 %, norjalaisista 15 %, suomalaisista 9 % ja ruotsalaisista 8 % vastasi myöntävästi. Ruotsalaiset ja norjalaiset kokivat tulleen huonosti kohdelluiksi erityisesti asuntolainaan liittyvissä asioissa ja tanskalaiset sijoitusneuvonnan yhteydessä. (Nordnet Pankki 2010) Tanskas-

sa suuri sijoitusneuvonnan osuus voi olla selitettävissä siten, että siellä sijoittaminen on esimerkiksi Suomea yleisempää ja monet tanskalaiset pankit ovat olleet myyntityössään aggressiivisia. Suomalaiset vastaajat olivat kulu- tusluottojen ja pikavippien ohella pettyneitä myös sijoitusneuvontaan, johon heillä liittyi asuntolainaa enemmän negatiivisia kokemuksia (Nordnet Pankki 2010). On mahdollista, että osa tyytymättömyydestä johtui finanssikriisin aiheuttamasta sijoitusten heikosta arvonkehityksestä eikä suoranaisesti sijoitusneuvonnasta. Kuitenkin sijoitusneuvontaan liittyvät pohjoismaiset negatiiviset kokemukset osoittavat, että neuvonnan sääntelyssä saattaa olla kehittämistarvetta

Joulukuussa 2009 yhdessätoista Länsi-Euroopan maassa tehdyn tutkimuksen (Fidelity 2010b) mukaan suomalaiset luottavat finanssialaan enemmän kuin eurooppalaiset keskimäärin. Tutkituissa valtioissa keskimäärin 78 % luottaa sijoitusneuvojiin, suomalaisista 83 %, mikä on toiseksi suurin luottavaisten osuus hollantilaisten 85 %:n jälkeen. Suomalaisten luottamus on suurinta tutkituista Pohjoismaista. Norjalaista 81 % luottaa sijoitusneuvojiin, ruotsalaisista ainoastaan 68 %. (Fidelity 2010b) Euroopassa luottamus sijoitusneuvojiin on siis kohtalaisen hyvä.

4.3 Kustannusvaikutukset ja vaihtoehtoiset kauppapaikat

Euroopan finanssimarkkinoiden yhdistymisen seurauksena kaupankäyntikustannukset voivat huomattavasti pienentyä (Kokkoris & Olivares-Caminal 2008). Sijoittajien kannalta on tärkeää, välittykö kustannusten väheneminen heille hintojen halpenemisen muodossa. Sijoittajien on arvioitu hyötyvän MiFID-direktiivin edellyttämästä kauppojen hinta- ja volyymitietojen avoimuu- desta ja sijoituspalveluyritysten keskinäisestä hintakilpailusta (Smith & Leggett 2007). Direktiivin kustannusvaikutuksia on toistaiseksi vaikea arvioida (Giraud 2009). Julkisuudessa on toisaalta esitetty (Broström 2010), että vaikka MiFID-direktiivin tarkoituksena on lisätä arvopaperikaupan kilpailua ja pie-

mentää kustannuksia, hyödyt ovat ainakin alkuvaiheessa ohjautuneet suurille asiakkaille sekä pankkien välityksyksiköille.

MiFID-direktiivi edellyttää yrityksiltä mittavia investointeja esimerkiksi tietojärjestelmiin. Arviot direktiivin implementoinnin kokonaiskustannuksista Euroopassa ovat vaihdelleet yhdestä miljardista kahteenkymmeneen miljardiin euroon yrityskohtaisten kustannusten ollessa jopa 150 miljoonaa euroa (Skinner 2007a). Palvelun tarjoajille aiheutuu kustannuksia edellisessä luvussa käsitellyistä direktiivin sääntelemistä arvopaperinvälittäjän kattavista ja yksityiskohtaisista menettelytapa- ja transparenssiselvoitteista. Velvoitteiden täyttämiseksi sijoituspalveluja tarjoavat yritykset joutuvat panostamaan asiakaspalveluhenkilöstönsä koulutukseen (Smith & Leggett 2007), joka osaltaan aiheuttaa direktiivistä johtuvia kustannuksia. Komissio on myöntänyt, että MiFID-direktiivistä ei ole tehty kustannus-hyöty-analyysiä ja erityisesti kauppa edeltävien avoimuusvaatimusten noudattaminen tulee kalliiksi (Mason 2007).

On arveltu, että pääomamarkkinoiden kiristyvässä kilpailussa tulevat menestymään ne, jotka kykenevät toimimaan nopeasti, avoimesti ja asiakaslähtöisesti (Heinz & Schüller 2007). Kilpailutilanteeseen vaikuttaa koko unionin alueella voimassa oleva toimilupa. MiFID-direktiivin mahdollistama sijoituspalveluyritysten toimialueen laajentuminen merkitsee sijoituspalveluyrityksille uusia toimintamahdollisuuksia ja samalla yritysten välisen kilpailun oleellista kiristymistä. Onkin arvioitu, että direktiiviä edeltäneet toimintatapansa säilyttävät yritykset joutuvat nopeasti kokemaan asiakkaiden ja tuottojen vähentymisen ja yritysten yhdistymisen suuremmiksi yksiköiksi (Jenkins 2007). MiFID-direktiivi luo uusia toimintaedellytyksiä isoille Euroopan laajuisesti toimiville pankeille, kun taas kansalliset pörssit ja rahamarkkinoiden pienet toimijat joutuvat kilpailun puristuksessa vaikeuksiin (McKee 2007, Skinner 2007a). MiFID-direktiivin myötä suurilla eurooppalaisilla pankeilla on aikaisempaa paremmat edellytykset laajentaa asiakaspiiriään.

MiFID-direktiivin yhtenä tarkoituksena on pienentää sijoittajien pörssikaupankäynnin kustannuksia. Nopeuttaakseen kilpailun syntymistä direktiivi helpotti

vaihtoehtoisten, monenkeskisten kauppapaikkojen (MTF) perustamista. Uusien liiketoimintamahdollisuuksien johdosta Eurooppaan onkin syntynyt direktiivin seurauksena suureksi kasvaneita vaihtoehtoisia kauppapaikkoja, kuten esimerkiksi CHi-X ja Euro-Millennium.

MiFID-direktiivin seurauksena eurooppalaiset vaihtoehtoiset, monenkeskiset kauppapaikat ovat tulleet sijoittajien keskuudessa suosituiksi. MTF:issä kaupankäynti on sijoittajalle perinteisiä pörssijä halvempaa, koska vaihtoehtoisten kaupankäyntipaikkojen palveluvalikoima ei ole yhtä laaja kuin perinteisten pörssien. MTF:issä spread eli osto- ja myyntihinnan välinen ero on osoittautunut pörssijä pienemmäksi, mikä suosii asiakasta. Pienten kaupankäyntikustannusten ohella MTF:issä markkinainformaatio voi olla ilmaista. Usein MTF:t keskittyvät suurten yritysten paljon vaihdettuihin osakkeisiin ja kokoavat eri osapuolten tarjouksia yhteen, jolloin osakekohtaiset kustannukset jäävät pieniksi. Uusi MTF-systeemi on siten merkinnyt kaupankäyntikulujen pienemistä (Aubry 2008). Toisaalta esimerkiksi sisäpiirikauppojen valvontaa on julkisuudessa pidetty (esim. Tamminen 2010) entistä haastavampana, sillä systeemi on hajautettu, eikä MTF:illä välttämättä ole samantasoista omaa markkinavalvontaa kuin esimerkiksi pörsseillä.

Monenkeskisen kaupankäynnin sääntely ja valvonta on kevyempää verrattuna julkiseen kaupankäyntiin. MTF:t eivät myöskään edellytä yrityksiltä yhtä kattavaa tiedottamista kuin arvopaperipörssit. MTF:t ovat lyhyessä ajassa ottaneet itselleen suuren markkinaosuuden (Casey & Lannoo 2009 s. 73–74). Maaliskuussa 2009 Euroopan kahdeksan suurimman osakevälittäjän joukossa oli kaksi MTF:ää (CESR 2009a). Perinteiset pörssit saattavat vastata MiFID-direktiivin luomaan uuteen markkinaympäristöön ja MTF:ien yleistymiseen pörssijä yhdistämällä ja siten suurta kokoa hyödyntämällä (Nielsen 2009). Tässä kehityksessä pienet yksiköt eivät ehkä kykene vastaamaan suurten toimijoiden tehokkuuteen.

4.4 Sijoittajansuojan lisäämisen haasteita

Vaikka MiFID-direktiivi tehostaakin kilpailua, vahvistaa sijoittajansuojaa ja lisää rahoitusmarkkinoiden transparensia, direktiivin ominaisuuksia on myös arvosteltu. Kuten moniin muihinkin direktiiveihin, yritykset joutuvat mukautumaan MiFID-direktiiviin, vaikka sen hyödyt yrityksille eivät välttämättä ole ilmeisiä (Mason 2007). MiFID-direktiivin hajanaista ja moniportaista sääntelyä on pidetty mutkikkaana, laajana, sijoituspalvelujen tarjoajalle haastavana ja suuria kuluja aiheuttavana (Wuolijoki 2009 s. 160–163). Nämä sääntelyn ominaisuudet ovat omiaan aiheuttamaan vaikeuksia MiFID-säädännön tavoitteiden toteuttamisessa. Tässä osiossa tarkastellaan sellaisia MiFID-direktiivin velvoitteiden toteuttamisen vaikeuksia, jotka saattavat vaikuttaa sijoittajansuojaa heikentävästi.

MiFID-direktiivin sisältämät yksityiskohtaiset velvoitteet ovat merkinneet eurooppalaisten rahamarkkinoiden oleellista harmonisointia. Direktiivi on kuitenkin aiheuttanut sijoituspalveluyrityksille epätietoisuutta lukuisten yksityiskohtien toimeenpanon toteuttamistavasta (Allwright 2007). Mutkikas ja laaja MiFID-sääntely on johtanut siihen, että sääntelyn noudattaminen on sijoituspalvelujen tarjoajille työlästä ja aiheuttaa niin sanottuja compliance-kuluja (Wuolijoki 2009 s. 163). Ruotsin finanssimarkkinoiden valvontaviranomainen Finansinspektionen on julkaissut arviointiraportin siitä, miten palvelun tarjoajat ovat vuoden kuluttua MiFID-direktiivin voimaantulosta noudattaneet uutta sääntelyä. Raportin mukaan valtaosa tutkituista 106 sijoituspalveluyrityksestä täyttää sääntelyn vaatimukset (Finansinspektionen 2009). Viranomaisella oli kuitenkin kaikkien yritysten toimintatavoista jotakin huomautettavaa.

Suurin osa eurooppalaisista sijoittajista pitää sijoitustoiminnan harjoittamisen edellytyksenä sijoittamisen ymmärtämistä. Silti 47 % eurooppalaisista sijoittajista arvioi oman ymmärryksen sijoittamisesta olevan melko huono tai erittäin huono. Suomalaisista sijoittajista 58 % arvioi ymmärryksensä olevan huono tai erittäin huono, mikä merkitsee tutkituista yhdestätoista Euroopan valtiosta toiseksi heikointa sijoitusalan tuntemusta Espanjan 59 %:n jälkeen. (Fidelity 2010a) Näiden havaintojen perusteella sijoittajalle jaettavaa materiaalia sekä

sijoitusneuvojan opastusta tulisi yksinkertaistaa ja selkeyttää. Sijoituspalveluyrityksen on tärkeää auttaa asiakasta ymmärtämään sijoitusinstrumentteja, sillä 67 % (Fidelity 2010b) eurooppalaisista ei ostaisi sijoitustuotetta, ellei hän ymmärrä tuotteen sisältöä.

4.4.1 Toimintojen läpinäkyvyyden ja parhaan toteutuksen tavoite

Toimintojen läpinäkyvyyden eli transparenssin on havaittu lisäävän rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä (Degryse 2009). MiFID-direktiivin edellyttämää informaation läpinäkyvyyttä on kuitenkin pidetty arveluttavan pitkälle vietyinä ja yrityksille raskaana. Esimerkiksi sijoituspalveluyritysten velvollisuutta julkistaa sitovat hintatarjoukset (MiFID artikla 27) on arvosteltu tarpeettoman yksityiskohtaisesti säännellyksi (Köndgen & Theissen 2007). Transparenssin lisääminen ja parhaan toteutuksen velvollisuus tekevät kuitenkin sijoituspalvelut säädännön tasolla asiakkaalle turvallisemmiksi.

Asiakkaan asiamiehenä toimivana välittäjän tulee toimia päämiehensä edun mukaisesti ja asettaa asiakkaan etu ensisijaiseksi toimintaa ohjaavaksi periaatteeksi (Karjalainen *et al.* 2008 s. 266). Silti suurin osa eurooppalaisista sijoittajista kokee, että sijoitusneuvoja asettaa joskus oman etunsa asiakkaan edun edelle (Fidelity 2010a). Tämä on omiaan aiheuttamaan epäluottamusta asiakkaiden keskuudessa. Sijoitusneuvoja saa tavallisesti provision tai muun palkkion myymistään sijoitustuotteista. Eri sijoitustuotteista saatavat provisiot vaihtelevat, mikä saattaa vääristää asiakkaalle annettavaa suositusta.

Eräs mahdollisuus sijoittajansuojan lisäämiseksi olisi provisiolla palkitsemisen sijasta kytkeä sijoitusneuvojan saama palkkio neuvontaan käytettyyn aikaan. Myös aikaan sidottuun palkkioon sisältyisi kuitenkin riskejä opportunistiselle käyttäytymiselle. Sijoitusneuvoja saattaisi suuren aikasidonnaisen palkkion toivossa antaa asiakkaalle tarpeettoman perusteellista sijoitusneuvontaa. Eurooppalaisista sijoittajista 44 % olisi valmis maksamaan sijoitusneuvojalle provision sijaan neuvomiseen käytetyn ajan mukaan (Fidelity 2010a). Siten ajasta maksaminen provision sijaan ei ole sijoittajien keskuudessa erityisen toivottua.

Euroopassa suurimmalla osalla (64 %) finanssialan yrityksistä on ollut vaikeuksia MiFID-direktiivin velvollisuuksien toteuttamisessa (Saxby 2008). Direktiivi asettaa palvelun tarjoajalle kolme päävelvollisuutta, jotka ovat: kauppaa edeltävä läpinäkyvyys, kaupan jälkeinen läpinäkyvyys ja parhaan suoritusosan toteuttaminen. Näistä velvoitteista MiFID-sääntelyn heikkoina kohtina on pidetty kaupan jälkeisen raportoinnin puutteellisuutta ja parhaimman toteutuksen epäselvyyttä (Giraud 2009). Varsinkin kaupan jälkeiset raportointivelvollisuudet on koettu hankaliksi (Giraud 2009, CFA Institute Center for Financial Market Integrity 2009). Toimintatapojen harmonisoimiseksi Giraud (2009) ehdottaa, että kaupan jälkeinen raportointi tulisi standardoida. Tällöin nykyisin erilaiset kauppajien raportointitavat EU:n jäsenvaltioissa vaihtuisivat yhteiseen raportointiin.

Läpinäkyvyyden vuoksi palvelun tarjoajalla tulee olla tallenne kaupankäynnistä ja hänen on voitava jälkeinpäin rekonstruoida kaupanteko (James 2007a). Jamesin mukaan MiFID-direktiivi velvoittaa yrityksiä paitsi noudattamaan tarpeettomia prosesseja ja sääntöjä, myös taltioimaan kaikki asiakkaan kauppaan liittyneet yksityiskohtaiset tiedot (James 2007b). Taltiointi tehdään, jotta myöhemmin voidaan tarvittaessa osoittaa sijoittajan saaneen MiFID-direktiivin edellyttämää palvelua. Direktiivin asettamat edellytykset yrityksille ovat vaativia, sillä yhteen asiakkaaseen voi liittyä paljon aineistoja ja asiakastietojen tallentaminen tulee tehdä turvallisella tavalla. Direktiivin onkin kuvattu merkittävän finanssimarkkinoilla edellytettävän informaation määrän räjähtämistä (Woodward 2007). CESR:n on katsottu (Aubry & McKee 2007) toisinaan painottavan tarpeettoman paljon toimintatapojen dokumentointiin liittyviä seikkoja ja korostavan muodollisia asioita sisällön kustannuksella.

Läpinäkyvyyden vaatimus voidaan nähdä myös mahdollisuutena, sillä MiFID-direktiivi edellyttää suuren tietomäärän tuottamista ja ylläpitoa, joka luo informaatioalalle liiketoimintamahdollisuuksia (Backer 2007). Direktiivi pyrkii finanssimarkkinoiden toiminnan hajauttamisella lisäämään kilpailua. Toimijoiden ja tuoteryhmien lukuisuutta on pidetty dokumentoinnin kannalta työläänä, virhealttiina ja kalliina ja siksi on ehdotettu keskitetyn asiakaskohtaisen in-

formaatiosysteemin luomista (Kaiser 2008). Asiakaskohtainen informaatio-systeemi saattaisi tehdä MiFID-direktiivin mukaisesta tietojen tallentamisesta helpompaa ja tehokkaampaa sekä tarjota uusia mahdollisuuksia liiketoiminnalle.

Myös MiFID-direktiivin läpinäkyvyyttä ja parasta toteutusta koskevien vaatimusten täyttämistä on pidetty suurina kustannuksina aiheuttavana (esim. Backer 2007). Lisäksi direktiivin edellyttämä asiakkaiden luokittelu on koettu kalleuden ohella sekavaksi (Burke 2009a). Asiakasluokittelun, transparenssin ja parhaan toteutuksen ohella järjestelmän kalleutta lisäävät tietojen tarjontaa koskevat velvoitteet, vaikka ne ovatkin sijoittajalle olennaisia (Burke 2009b). Direktiivin 13 artiklan 3 kohdan mukaan sijoituspalveluyrityksen on käytettävä tehokkaita järjestelyjä, jotta eturistiriidat eivät vaikuttaisi haitallisesti asiakkaiden etuihin. Tämän veloitteen toteuttamista on arvosteltu yrityksille työlääksi ja kaikkia asiakasryhmiä – myös sijoitusalan kokeneista ammattilaisista koostuvaa hyväksyttävää vastapuolta – koskevana tarpeellisuudeltaan kyseenalaiseksi (Mason 2007).

Sijoituspalveluyritysten velvollisuutta toteuttaa toimeksiannot asiakkaan kannalta mahdollisimman edullisin ehdoin (MiFIDin artikla 21) on pidetty tarpeettoman raskaasti säänneltynä (Köndgen & Theissen 2007). Silloin, kun toimeksiannon voi toteuttaa säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ulkopuolella, jäsenvaltioiden on artiklan 21 mukaisesti velvoitettava sijoituspalveluyritykset antamaan asiakkailleen tai potentiaalisille asiakkailleen tiedon erityisesti tästä mahdollisuudesta. Jäsenvaltioiden on velvoitettava sijoituspalveluyritykset hankkimaan asiakkailtaan ennalta nimenomainen hyväksyntä ennen kuin ne alkavat toteuttaa näiden toimeksiantoja säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ulkopuolella. Ainakin piensijoittajien osalta Köndgen ja Theissen (2007) pitävät hyväksynnän saamista toisarvoisena ja sijoittajansuojan ylisääntelynä.

Palvelun tarjoajan on otettava toimeksiannon toteuttamishetkellä huomioon pelkän hinnan lisäksi muita kriteerejä, kuten esimerkiksi toimeksiannosta ai-

heutuvat kustannukset, toteutuksen todennäköisyys ja nopeus. Paras toteutus -velvoitetta on pidetty epäselvänä ja tulkinnanvaraisena (D'Hondt & Giraud 2007, Giraud 2009) ja velvoitteen kirjaimellista noudattamista on pidetty velvoitteen monitahoisuuden takia ongelmallisena (esim. Polato & Floreani 2006). Markkinoiden läpinäkyvyyden ja tehokkuuden parantamiseksi MiFID-direktiivin yhteyteen on ehdotettu perustettavaksi osakkeiden hintoja ja kauppvoja koskeva eurooppalainen yhteinen tietokanta (CFA Institute Center for Financial Market Integrity 2009). Sen käyttöönotto olisi ilmeinen edistysaskel transparensille ja siten myös sijoittajansuojalle, mutta toisaalta tietokannan muodostaminen ja ylläpito saattaisi kustannusvaikutustensa seurauksena heikentää Euroopan kilpailukykyä muihin finanssimarkkinoihin verrattuna.

4.4.2 Tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden toimivuus

Ei-ammattimaiselle asiakkaalle suunnatun tiedonantovelvollisuuden kattavasta sääntelystä huolimatta vaarana on, ettei velvollisuuden todellinen tarkoitus – välittää asiakkaalle riittävästi tietoa sijoituspäätöksen tekemiseen – kuitenkaan toteudu. Käytännön tilanteissa sijoituspalvelun tarjoamiseen käytettävissä oleva aika on lyhyt ja palvelun tarjoajan tulee välittää asiakkaalle paljon tietoa. On epätodennäköistä, että sijoittaja kykenee tällöin käyttämään hyväkseen kaiken saamansa informaation. Kun saatujen tietojen monimutkaisuus ylittää asiakkaan informaation prosessointikapasiteetin, sijoittajan päätöksen laatu heikkenee. Siksi ajatusta antaa asiakkaalle lyhyen neuvontahetken kuluessa kaikki relevantti tieto perusteellisen sijoituspäätöksen tekemiseen on pidetty epärealistisena (Oehler & Kohlert 2009).

Asiakkaalle annettu vastuu tietojen omaksumisesta, käsittelystä ja hyödyntämisestä sijoituspäätöstä tehdessä saattaa olla kohtuuttoman suuri. Onkin esitetty, että tavoitetta antaa sijoittajalle kaikki relevantti informaatio ymmärrettävällä tavalla, ei voida jokaisen asiakkaan kohdalla saavuttaa. Sijoitustiedon omaksuminen saattaa olla mahdollista ainoastaan niiden asiakkaiden kohdalla, joilla on paljon sijoitusalan tietoa. (Oehler & Kohlert 2009) Näin ol-

len MiFID-direktiivi ei lisäisi riittävästi niiden sijoittajien suojaa, jotka sitä eniten tarvitsevat.

Sijoittajalla itsellään on vastuu saamansa informaation käytöstä (Chiu 2007). Asiakkaille annetaan huomattava vastuu, vaikka he eivät usein ymmärrä saamaansa sijoitusinformaatiota (Oehler & Kohlert 2009). Lähtökohtana tulisi olla, että tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on mahdollistaa asiakkaalle järkevä sijoituspäätöksen tekeminen (Wuolijoki 2009 s. 232). Onkin syytä pohtia, onko MiFID-säädäntö onnistunut tiedonantovelvoitteissaan ja miten säädäntöä mahdollisesti tulisi kehittää.

Sijoittajan vastaukset kysymyksiin, jotka esitetään selonottovelvollisuutta täyttäessä, eivät välttämättä luo todellista ja riittävää kuvaa sijoittajan finanssialan tietämyksestä ja kokemuksesta (Oehler & Kohlert 2009). MiFID-direktiivi pyrkii nimenomaan vahvistamaan piensijoittajien suojaa, sillä he ovat sijoituspäätöksissään epävarmimpia ja eniten informaation tarpeessa (Haines 2007). Piensijoittajien suojan lisäämisessä ei onnistuta, jos suojaa näennäisesti lisätään antamalla asiakkaille tietoja, joita he eivät ymmärrä, sekä esittämällä kysymyksiä, joihin sijoittajilta saadaan epätarkkoja vastauksia.

Koska MiFID-direktiivin informointivelvoitteiden sisällön selvittäminen saattaa edellyttää tutustumista paitsi itse direktiiviin, myös lakeihin, Finanssivalvonnan standardeihin ja CESR:n antamiin ohjeisiin informointivelvoitteiden ymmärtämiseksi, sääntelyä on pidetty melko vaikeaselkoisena ja sekavana. Arvopaperialan laajojen tiedonantovelvoitteiden on katsottu aiheuttavan informaatiotulvan, josta sijoittajan voi olla vaikea havaita käsillä olevan tilanteen kannalta olennaista tietoa (Wuolijoki 2009 s. 231–232). Tieto saattaa hukkuu sijoituspäätöksen kannalta epäolennaiseen ja muodollisuuksiin. Annettavan tiedon määrää lisää se, että informaation antamiseen velvoitetut yritykset ovat usein taipuvaisia tulkitsemaan velvoitteita varmuuden vuoksi tiukasti.

Koska tiedonantovelvollisuuden laiminlyöntiin liittyy sanktio, yrityksen näkökulmasta on järkevintä tarjota sijoittajalle niin paljon tietoa, ettei tämä voi ve-

dota puutteelliseen informointiin. Tiedon saantiin oikeutetuille asiakkaille tämä merkitsee käytännössä usein monisivuisia sopimuksia runsaine liiteaineistoinen. MiFID-direktiivin informaatiovelvoitteiden täyttäminen aiheuttaa yrityksille kustannuksia, jotka nämä vyöryttävät edelleen asiakkailleen kalliimpien hyödykkeiden muodossa. (Wuolijoki 2009 s. 111–112) Laajat ja kalliit tiedonanto- ja selonottovelvoitteet eivät siten edesauta MiFID-sääntelyn pyrkimystä tehdä sijoittamisesta asiakkaille aikaisempaa halvempaa.

MiFID-direktiivin asiakkaan tuntemiseen liittyvien velvoitteiden on katsottu olevan osittain epäselviä ja niiden täyttämisen direktiivin työläimmän osan (Casey & Lannoo 2009 s. 57). Sijoituspalvelun tarjoajalle asetetaan direktiivissä selonottovelvoitteita, jotta sijoittajalle voitaisiin suositella hänelle sopivia tuotteita. MiFIDin 19 artiklassa sijoituspalveluyritykselle asetettua velvollisuutta hankkia tarvittavat tiedot asiakkaan tietämyksestä ja kokemuksesta koskien tuotetta tai palvelua sekä asiakkaan taloudellisesta tilanteesta on pidetty osaavien asiakkaiden kyseessä ollessa turhana ja kiusallisena sekä asiakkaalle että yritykselle (Knight 2007). Kokeneiden sijoittajien lisäksi myös muut potentiaaliset asiakkaat voivat pitää selonottovelvollisuuden takia esitettäviä kysymyksiä tungettelevina. On kuitenkin vaikea kehittää vaihtoehtoista tehokasta tapaa selonottovelvollisuuden hoitamiseen.

Selonottovelvollisuuden avulla onnistutaan luomaan sijoittajan ja finanssineuvojan välille korkeintaan osittain tasapuolinen asetelma (level playing field). Oehlerin ja Kohlertin (2009) mukaan tiedonanto- ja selonottovelvollisuuden säädännön toimimattomuuteen on kolme syytä. Niistä ensimmäisen mukaan velvollisuus kerätä tietoa yksittäisen asiakkaan sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä ei ole velvollisuutena riittävän kattava eikä yksityiskohtainen, jotta sen perusteella voisi antaa perustellun asiakaskohtaisen sijoitus-suosituksen. Esimerkiksi sijoitusneuvojan tulee lain nojalla arvioida asiakkaan sijoitustietämys ja riskinsietokyky. Näitä keskeisiä tekijöitä ei ole kuitenkaan tarkasti määritelty, eikä ole olemassa sääntelyä siitä, mitä tietoa sijoitusneuvojan tulisi kerätä. Sijoitusneuvojilla on siten suuri vapaus valita arvioinnin menettelytapa, mikä usein johtaa pinnalliseen ja vääristyneeseen tulokseen, harhaanjohtavaan informointiin ja vääriin sijoitussuosituksiin.

Toisena syynä tiedonanto- ja selonottovelvollisuuden säädännön toimimattomuuteen on se, että tiedonantovelvollisuus perustuu epärealistiselle oletukselle asiakkaan rationaalisuudesta, joka on rajallinen. On miltei mahdotonta tarjota asiakkaalle kaikki relevantti tieto hänen sijoituspäätökseensä liittyen ja sellaisessa muodossa, joka mahdollistaa sijoittajan oikealla tavalla tarkastelemaan, prosessoimaan ja varastoimaan saamaansa tietoa.

Kolmantena syynä tiedonanto- ja selonottovelvollisuuden säädännön toimimattomuuteen on Oehlerin ja Kohlertin mukaan (2009) se, että asiakkaat eivät usein edes halua saada yksityiskohtaista tietoa sijoittamisesta johtuen sen kognitiivisesta kuormittavuudesta. Voidaankin kysyä, miksi sijoitusneuvontaa ylipäätään annetaan, kun lainsäädännön velvollisuutta informoida asiakasta ei kuitenkaan usein pysytä täyttämään.

Mitä vähemmän asiakas pystyy arvioimaan sijoitustuotteiden soveltuvuutta omaan tilanteeseensa, sitä enemmän finanssineuvojan tulee opastaa asiakasta. Mitä enemmän sijoitusneuvoja käyttää aikaansa neuvontaan, sitä suuremmat ovat hänen transaktio- ja vaihtoehtokustannuksensa. Tämä voi johtaa opportunistiseen käyttäytymiseen eli, päinvastaisesti kuin on tarkoitus, tietoa sijoittajasta kerätäänkin vähemmän kuin olisi tarkoituksenmukaista. Sijoitusneuvoja saattaa myös painostaa asiakasta johonkin ratkaisuun tai antaa sijoittajalle epätäydellistä tai muutettua tietoa (Oehler & Kohlert 2009). Asiakkaat ovat hyvin erilaisessa asemassa keskenään siinä, miten he voivat vastaanottaa ja käyttää hyväkseen saamaansa sijoitusneuvontaa.

Oehlerin ja Kohlertin (2009) mukaan niitä sijoittajia, jotka ovat vähiten neuvojen tarpeessa, neuvotaan parhaiten, ja kokemattomat piensijoittajat, jotka olisivat eniten hyvien neuvojen tarpeessa, joutuvat tyytymään heikompaan neuvontaan. Koska neuvonnan sääntely ei suojaa kokemattomia piensijoittajia huonoilta sijoituspäätöksiltä, Oehler ja Kohlert (2009) ovat ehdottaneet nykyisten sijoitusneuvontaa koskevien raskaiden säädösten täydentämistä tai jopa korvaamista toteutuneita kauppoja koskevalla aukottomalla informaatio-

järjestelmällä, eli siis siirtymistä etukäteisestä ex ante -sääntelystä markkinoiden jälkikäteiseen ex post -sääntelyyn.

EU:ssa on meneillään hanke, joka tähtää eri sijoitustuotteita koskevien tiedonantovelvollisuuksien harmonisointiin riippumatta siitä, missä muodossa tai mitä kautta niitä tarjotaan asiakkaille (Wuolijoki 2009 s. 234). Hanke on askel nykyistä selkeämpään ja asiakasystävällisempään järjestelmään, joka toteutuessaan lisääsi sijoittajansuojaa.

MiFID-direktiivi asettaa sijoituspalvelun tarjoajalle velvollisuuden välittää asiakkaalle tietoa sijoituspäätöksen tekemiseen. Kuitenkin palvelun tarjoajan suosituksia suurempi merkitys on muilla tekijöillä. Vaihekoski ja Vaittinen (2001) ovat tutkineet 31 tekijän merkitystä sijoittajan osto- ja myyntipäätösten teossa. Sijoitusneuvojen suositukset olivat tärkeysjärjestyksessä vasta sijalla 28. Eniten päätöksiin vaikuttivat sijoittajien omat näkemykset yrityksen kehitysnäkymistä (Vaihekoski & Vaittinen 2001). Vaikka MiFID-direktiivi sääntelee kattavasti tiedonantovelvollisuutta, vaikuttaa sääntelyn kohteena oleva sijoitusneuvonta yleensä vain vähän sijoittajien päätöksenteossa. Sijoitusneuvojen suositusten pieni merkitys päätösten teossa tulee ottaa huomioon palvelun tarjoajan tiedonanto- ja selonottovelvollisuuden laajuutta harkittaessa ja kustannustehokkuutta tarkasteltaessa. Toisaalta on ilmeistä, että on sijoittajia, joiden päätöksiin neuvojen suosituksilla saattaa olla suurikin vaikutus. Tällaisia sijoittajia kuulunee varsinkin sijoituspalvelun tarjoajan kokemattomiin ei-ammattimaisiin asiakkaisiin.

4.5 Rahoitusmarkkinoiden muutokset

Rahoitusmarkkinat muuttuvat nopeasti. Jotta sijoituspalveluyritykset menestyisivät rahoitusmarkkinoilla, yritysten tulee seurata rahoitusmarkkinoiden kehitystä ja sopeuttaa toimintaansa muuttuvaan toimintaympäristöön. Sijoituspalveluyrityksiin ja niiden asiakkaisiin ovat viime vuosien aikana vaikuttaneet erityisesti finanssikriisi, teknologian muutokset ja globalisaatio.

4.5.1 Finanssikriisin vaikutukset

Syksyllä 2008 alkanut finanssikriisi osoittaa rahoitusmarkkinoiden transparenssin ja informaation merkityksen markkinoiden vakaudelle. Finanssikriisin kehittymiseen vaikutti Yhdysvalloissa alkanut niin sanottu subprime-kriisi, joka aiheutui takaisinmaksukyvyltään heikkojen asiakkaiden asuntoluottojen arvopaperistamisesta ja vääristä riskiarvioista. Finanssikriisiä syvensi epätie-toisuus pankkien, vakuutusyhtiöiden ja muiden sijoittajien subprime-sijoituksista. Lehman Brothers -pankkikonsernin maksukyvyttömyys osoitti, etteivät kaikki pääomaturvalla markkinoituihin osakeindeksilainoihin sijoittaneet olleet saaneet riittävää tietoa sijoituksen luottoriskistä. Täten finanssikriisi oli rahoitusmarkkinoille muistutus informaation tärkeydestä.

Finanssikriisi osoittaa paitsi transparenssin ja oikean informaation merkityksen, myös sen, että rahoitusmarkkinat ovat globaalit. Euroopan unionin sää-däntöä ja rahoitusmarkkinoiden tilaa ei voida tarkastella erillään muusta maailmasta, sillä Euroopan rahoitusmarkkinoiden toimintaan vaikuttavat voimakkaasti koko maailman markkinoiden tila ja kehitys.

Finanssikriisi vähensi Euroopassa sijoittajien luottamusta pankkeihin ja rahoituslaitoksiin (Fidelity 2010a). Sijoittajien luottamuksen palauttaminen ja ylläpitäminen ovat ensiarvoisen tärkeitä markkinoille. Vastaavien finanssikriisien välttämiseksi pankkien vakavaraisuusvaatimusten lisääminen ja esimerkiksi sijoittajien talletussuojan nostaminen EU:ssa 50 000 eurosta 100 000 euroon ovat olleet esillä mediassa (esim. Sipilä 2010).

4.5.2 Teknologian kehittyminen

Sääntelyn yhdenmukaistuminen ja teknologian kehittyminen muuttavat voimakkaasti rahoitusmarkkinoita (Kemp 2008). MiFID-direktiivin käyttöönotto on luonut suuria muutostarpeita Euroopan finanssialalle. Direktiivin edellyttämä informaatio ja siten uuden teknologian tarve hajautetussa ympäristössä ovat merkinneet rahoituspalvelujen tarjoajille kasvaneita kustannuksia (Ca-

sey & Lannoo 2009 s. 73, CESR 2009b). Teknologian kehittyminen tulee jatkossakin toisaalta edellyttämään ja toisaalta mahdollistamaan muutoksia rahamarkkinoiden toiminnassa.

Tietojärjestelmiä on MiFID-direktiivin seurauksena pitänyt uudistaa, sillä direktiivin noudattaminen palvelujen tarjoamisessa edellyttää kehittyneitä teknologioita ja relevanttia, ajantasaista informaatiota (Klass 2007, Kemp 2008). Mahdollistaessaan aikaisempaa vapaamman kilpailun direktiivi on pakottanut Euroopan perinteiset pörssit hyödyntämään nykytekniikkaa voidakseen menestyksellisesti toimia samoilla markkinoilla uusien kilpailijoiden kanssa (Kokkoris & Olivares-Caminal 2007). Suurimmat kustannukset MiFID-direktiivin mukaisten järjestelmien hankkimisesta lienee aiheutunut niille palvelun tarjoajille, joiden systeemit olivat jo lähes direktiivin mukaisia ennen direktiivin antamista, mutta jotka joutuivat direktiivin seurauksena kuitenkin tekemään muutoksia jo kehittyneisiin järjestelmiinsä.

4.5.3 Globalisaation seuraukset

MiFID-direktiivillä on paitsi eurooppalaista, myös maailmanlaajuista merkitystä. Direktiiviä on pidetty arvokkaana esimerkkinä USA:lle ja muille maille, kun ne kehittävät sääntelyään ottamaan huomioon pääomaliikkeiden kansainvälistymisen ja suojelemaan kotimaisia sijoittajia (Pan 2007, Dombalagian 2008). Direktiivin avulla Euroopan unioni pyrkii tekemään eurooppalaisista finanssimarkkinoista kilpailukykyiset myös muiden, erityisesti yhdysvaltalaisen, markkinoiden kanssa (Pan 2007). MiFID-direktiivi parantaa rahoitusmarkkinoiden toimivuutta paitsi Euroopassa myös maailmanlaajuisesti, sillä se on esimerkkinä ja vertailukohtana muille alueille, kun lainsäädäntöä kehitetään kilpailua ja sijoittajansuojaa edistäväksi.

Amerikan Yhdysvalloissa uudistettiin finanssimarkkinoiden sääntelyä 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä. USA:n Securities and Exchange Commission (SEC) saattoi voimaan vuonna 2005 NMS-säädöksen (National Market System), joka sisältää yksityiskohtaisia määräyksiä toimeksiantojen toteuttamisesta. Euroopassa MiFID-direktiivin lähestymistapa on toinen, sillä

direktiivi sallii markkinaosapuolten valita parhaan toteuttamistavan. Amerikkalainen NMS kieltää kaiken kaupan muuhun kuin parhaaseen hintaan, kun taas MiFID-direktiivi sallii sellaisen kaupan, sillä kaupan toteuttaminen saattaa olla joissakin tilanteissa sijoittajan haluama toimintatapa (Gadinis 2008).

Lisäksi MiFID-direktiivi on muutoinkin amerikkalaista NMS-säädöstä sallivampi (Saylor 2008). MiFID mahdollistaa esimerkiksi informaation jakelun vain joillekin asiakasryhmille. Valittujen toimintatapojen erilaisuutta voidaan pitää yllättävänä, sillä Yhdysvallat mielletään usein vähäisen sääntelyn alueeksi, kun taas Euroopan unionia on arvosteltu erilaisten direktiivien aiheuttamasta raskaasta lainsäädännöstä. Arvopaperimarkkinoilla nykyiset amerikkalaiset säädökset rajoittavat sijoittajan vapautta, kun taas EU:ssa luotetaan enemmän markkinavoimien toimivuuteen. Amerikkalaista NMS-säädöstä on kuitenkin pidetty tehokkaana kilpailun edistäjänä (Petrella 2009).

MiFID-direktiivin tehokkuutta markkinoiden sääntelyssä saattaa heikentää se, että direktiivin vaikutus kilpailun edistäjänä riippuu 27 valtion kansallisesta tulkinnasta direktiivin edellyttämistä toimenpiteistä (Boskovic *et al.* 2010). Kansallista tulkintaa direktiivin vaatimuksista on pidetty epäselvänä (Geier 2009), mikä saattaa johtaa epäyhtenäiseen sijoituspalveluiden tarjontaan ja sijoittajansuojaan Euroopan unionin alueella. Direktiivin säädösten kansalliset tulkinnat voivat poiketa toisistaan. Esimerkiksi direktiivin artikla 19.1 asettaa jäsenvaltioille velvollisuuden edellyttää, että sijoituspalveluja tai niiden oheispalveluja tarjoava yritys toimii rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaidensa etujen mukaisesti. Kuitenkaan MiFID-direktiivissä ja sen täytäntöönpanodirektiivissä ei määritellä, mitä tarkoittaa toimia ”rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaidensa etujen mukaisesti”.

Koska kaikkien direktiivin käsitteiden merkitystä ei ole tarkennettu, jäsenvaltioilla voi olla niistä eriäviä kansallisia tulkintoja. Niinpä lähestymistavat sijoittajien tasapuoliseen kohteluun ja sijoittajien etujen mukaiseen toimimiseen eivät ole jäsenmaiden kesken yhtenäiset, vaan ne vaihtelevat jäsenvaltioittain (Hopper 2006/07). Sijoittajien toimeksiantoja koskevien direktiivin sääntöjen erilainen implementointimahdollisuus Euroopan pirstoutuneilla rahoitusmark-

kinoilla on herättänyt epäilyksiä sääntelyn harmonisoinnin riittävydestä ja kustannustehokkuudesta (Ferrarini & Recine 2007). Paitsi direktiivistä puuttuvat tarkat käsitteiden määrittelyt, myös eri maissa vallitsevat kansalliset tavat ja käytännöt voivat aiheuttaa kirjavuutta eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden toimintaan.

MiFID-direktiivin tavoittelemaa rahoitusmarkkinoiden kilpailun lisäämistä, tehostuvaa sijoittajansuojaa ja toiminnan läpinäkyvyyttä on pidetty kansainvälisiä finanssikriisejä hillitsevinä toimenpiteinä (Tagliabue 2009). On kuitenkin esitetty, että direktiivi ei estä Euroopan pääomamarkkinoiden systeemiriskiä, ja yhdenmukaistaessaan finanssialan toimintaa direktiivi mahdollistaa nopeat markkinahäiriöt (Mertzanis 2007). Systeemiriski tarkoittaa riskiä siitä, että koko rahoitusjärjestelmää häiriintyy. Tämä voi tapahtua esimerkiksi siten, että aluksi joku suuri toimija ei pysty vastaamaan sitoumuksistaan, minkä seurauksena myös muiden rahoitusmarkkinoiden toimijoiden vastuunkantokyky heikkenee aiheuttaen kriisin rahoitusmarkkinoilla (Hoppu 2009 s. 24). Systeemiriskin uhka kasvaa sijoituspalveluyritysten koon kasvaessa.

Keskeinen muutostrendi Euroopan pankkimarkkinoilla on ollut toimijoiden yhdistyminen, mikä on näkynyt fuusioina ja yritysostoina. Pankkien koon kasvu sekä suurten monikansallisten pankkikonsernien ja finanssiryhmittymien syntyminen merkitsevät systeemiriskin uhan kasvua, sillä suuret yritykset voivat vaikeuksiin joutuessaan vetää muita mukanaan. Tällöin niin sanotun moraalikadon ongelma voi kasvaa, sillä yhteiskunta ei mielellään päästä isoja konserneja konkurssiin tapahtumien suurten seurausvaikutusten takia (Koskenkylä & Koskinen 2004 s. 172–173). Suuriin yrityskokoihin liittyvät riskit ovat toteutuessaan haitallisia eurooppalaisille rahoitusmarkkinoille kokonaisuudessaan.

MiFIDin mahdollistamasta kilpailun voimistumisesta on seurannut likviditeetin hajaantumista ja Euroopan arvopaperimarkkinoiden fragmentoitumista. Tapahtuneen sirpaloitumisen ei kuitenkaan ole havaittu olevan haitallista hinnanmuodostukselle. Kaupankäynnin transparensissa ja hinnoittelutietojen saamisessa on kuitenkin edelleen kehitettävää (CFA Institute Center for Fi-

nancial Market Integrity 2009, Preece 2010). Vaikka MiFID-direktiivin velvollisuuksien toteuttaminen voidaan nähdä kalliina ja työläänä, direktiivi on kuitenkin merkinnyt myös monenlaisen uuden liiketoiminnan – kuten esimerkiksi arvopapereiden monenkeskisten kauppapaikkojen – syntymistä Eurooppaan (Aubry & McKee 2007). Suuria liiketoimintamahdollisuuksia ovat luoneet myös ne direktiivin säädösten vaatimukset, jotka koskevat parasta toteutusta, asiakkaiden luokittelua, toiminnan kansainvälisyyttä, kaupankäynnin läpinäkyvyyttä ja säädösten edellyttämiä tiedostoja (Davies 2008). Esimerkiksi kasvanut informaatiotarve, joka on seurausta direktiivin paras toteutus -säädöksistä, tarjoaa suuria strategisia mahdollisuuksia innovatiivisille yrityksille (Casey & Lannoo 2009 s. 74). MiFID-direktiivin asettamia velvoitteita voitaiten pitää kehityshaasteena yritystoiminnalle.

4.6 Markkinavalvonnan tehokkuuden lisääminen

Euroalueella rahapolitiikka on yhteistä, mutta rahoitusmarkkinoiden valvonta on kansallista. Sekä ennen MiFID-direktiivin voimaantuloa että nyt MiFID-kaudella markkinoiden valvonta tapahtuu Euroopan maiden kansallisten viranomaisten toimesta. Suomessa valvovana viranomaisena toimii nykyisin Finanssivalvonta. Rahoitusmarkkinoiden valvonnan lisäksi myös rahoitusmarkkinoiden kriisienhallinta on kansallisten viranomaisten vastuulla. On kysytty, onko kansallisiin vastuisiin perustuva valvonta riittävää (esim. Koskenkylä 2004) ja pystyykö hajautettu valvontajärjestelmä turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakauden, kun integraatio syvenee ja rakennemuutokset jatkuvat. Lisäksi on pohdittu, muodostuuko hajautetusta valvonnasta vähitellen este integraation kehittymiselle. Hajautetun valvonnan on todettu lisäävän valvonnan kustannuksia (Koskenkylä & Koskinen 2004). Olisi ilmeisen aiheellista edelleen selvittää tarvetta ja mahdollisuuksia kansallisesta valvonnasta luopumiseen ja siirtymistä yhteiseen eurooppalaiseen markkinavalvojaan.

Myös eri valtioiden kulttuurierot finanssivalvonnassa ja kansallisen valvonnan toisistaan poikkeavat edellytykset ovat herättäneet keskustelua yhteisen eu-

rooppalaisen finanssivalvontaorganisaation tarpeesta (esim. Avgouleas 2005, Belchambers 2007, Skinner 2007b). Finanssiteollisuus haluaisi, että yhteinen eurooppalainen valvontaorganisaatio perustettaisiin, mutta maiden hallitukset eivät ole pitäneet asiaa toistaiseksi tarpeellisena (Skinner 2007b). Kansainvälinen markkinavalvonta Euroopan unionin alueella mahdollistaisi todennäköisesti kansallista markkinavalvontaa tehokkaamman ja yhtenäisemmän valvonnan, joka lisäisi markkinoiden toimivuutta ja parantaisi sijoittajansuojaa. Yhteinen eurooppalainen finanssivalvontaorganisaatio edistäisi rahoitusmarkkinoiden transparensssia.

4.7 Riitojen ratkaisujen tehostaminen

MiFID-direktiiviin perustuvan sääntelyn tulkinnan vaikeutta on toistaiseksi lisännyt se, että vielä ei ole juurikaan ehtinyt kertyä viranomaiskäytäntöä, tuomioistuinratkaisuja tai Arvopaperilautakunnan ratkaisusuosituksia normien tulkinnasta.

Sijoituspalvelun tarjoajan ja sijoittajan edut eroavat luonnollisesti toisistaan, koska he ovat tapahtuman vastakkaisia osapuolia. Siksi on myös luonnollista, että ristiriitoja esiintyy. Asiakkaat saavat pyynnöstä neuvoja ongelmatilanteissa Finanssialan sopimus pohjaiseen asiakasorganisaatioon (FINE) kuuluvasta Vakuutus- ja rahoitusneuvonnasta. FINE:n yhteydessä toimiva Arvopaperilautakunta antaa pyynnöstä suosituksia koskien sijoituspalveluita sekä sijoitusrahastotoimintaa. Mikäli yksimielisyyteen ei päästä, riidat voi viedä tuomioistuimen ratkaistaviksi.

4.7.1 Asiakkaiden yhteydenotot Vakuutus- ja rahoitusneuvontaan

Arvopaperilautakunta perustettiin vuonna 2002. Sen perustajia ovat Osa-kesäästäjien Keskusliitto, Arvopaperinvälittäjien yhdistys, Suomen Sijoitusrahastoyhdistys, Suomen Pankkiyhdistys (nykyinen Finanssialan Keskusliitto) sekä Rahoitustarkastus (nykyinen Finanssivalvonta). Arvopaperilautakunta

käsittelee muun muassa arvopaperinvälittäjien ja heidän asiakkaidensa välistä erimielisyyksiä vapaaehtoisuuden ja itsesääntelyn pohjalta. Arvopaperilautakunta kuuluu 1.1.2009 perustettuun Finanssialan sopimus pohjaiseen asiakasorganisaatioon (FINE). Organisaation perustajia ovat Kuluttajavirasto, Finanssivalvonta ja Finanssialan Keskusliitto. Organisaation muodostavat Vakuutus- ja rahoitusneuvonnan ja Arvopaperilautakunnan ohella Vakuutuslautakunta sekä Pankkilautakunta (FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2010a). Vakuutus- ja rahoitusneuvonnan käsittelemien tapausten määrä on viime vuosina kasvanut.

Vakuutus- ja rahoitusneuvontaan tulleiden arvopaperiasioita koskevien yhteydenottojen määrä on lisääntynyt vuoden 2007 jälkeen, jolloin MiFID-direktiivi implementoitiin. Vuosina 2002–2007 yhteydenottoja on ollut 144–291 vuosittain. Vuonna 2008 yhteydenottoja oli 425 ja vuonna 2009 arvopapereita koskevia tiedusteluita tai valituksia tuli Vakuutus- ja rahoitusneuvontaan 534. Yhteydenottojen määrän lisääntymiseen vaikuttavat kansainvälinen finanssikriisi ja maailman pörsseissä tapahtunut osakkeiden arvon pienentyminen. Joidenkin joukkovelkakirjalainojen pääoman menettäminen on aiheuttanut kiivaita yhteydenottoja. Lisäksi median uutisointi arvopaperiasioista on lisännyt toimiston asiakasmäärää. Sijoittajat eivät aina olleet ymmärtäneet, että he voivat menettää sijoittamansa pääoman osittain tai kokonaan. (FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2009) Seuraavassa tarkastellaan kalenterivuoden 2009 yhteydenottojen syitä ja määriä verrattuna edelliseen vuoteen 2008.

Vuonna 2009 eniten yhteydenottoja arvopaperiasioissa aiheutti tyytymättömyys sijoituksen arvon kehitykseen sekä palvelun tarjoajan antaman sijoitusneuvonnan laatuun. Asiakkaiden yhteydenotoista sijoitusneuvontaan liittyvät asiat olivat suurin ryhmä. Niiden osuus oli 36 % kaikista yhteydenotoista. Määrällisesti sijoitusneuvontaan liittyviä yhteydenottoja vuonna 2009 oli 188, kun vuonna 2008 niitä oli 22. Sijoitusrahastotoimintaa koskevia tapauksia vuonna 2009 oli 94 tapausta ja niiden osuus oli 18 %. Arvopaperinvälitystoinnasta oli 79 tapausta osuuden ollessa 15 %. Yhteydenotoista 75 % kohdistui johonkin sijoituspalveluyritykseen kuten pankkiin, pankkiiriliikkeeseen

tai omaisuudenhoitajaan. (FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2009, FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2010b) Huomiota herättävää on se, että vuonna 2009 yli kolmasosa yhteydenotoista liittyi sijoitusneuvonnan laatuun. Vaikka ottaisi huomioon sen, että sijoitusneuvonta on ollut kyseisenä vuonna runsaasti esillä mediassa ja lisännyt siten yhteydenottojen määrää, silti kontaktien lukuisuus saattaa viitata siihen, että sijoitusneuvonnan sääntelyssä ja säädännön noudattamisessa on edelleen kehittämistarvetta. Kuten Vakuutus- ja rahoitusneuvontaan tulleet yhteydenotot, myös Arvopaperilautakunnan ratkaisusuosituksista suurin osa vuonna 2009 käsitteli sijoitusneuvontaa.

4.7.2 Arvopaperilautakunnan suositukset

Arvopaperilautakunta antaa ratkaisusuosituksia sen perustajiin kuuluvien palvelun tarjoajien (pankit, sijoituspalveluyritykset ja rahastoyhtiöt) ja ei-ammattimaisten asiakkaiden välisissä riitakysymyksissä. Palvelun tarjoajat ovat sitoutuneet noudattamaan annettuja suosituksia. Riitakysymys voi koskea esimerkiksi palvelun tarjoajan menettelyä tai lain, viranomais määräyksen, hyvän arvopaperikauppatavan tai sopimusehdon soveltamista (Finanssivalvonta 2010a). Vuonna 2009 Arvopaperilautakunta ratkaisi 17 asiaa, joista suurin osa liittyi sijoitusneuvonnassa saadun tiedon puutteellisuuteen tai virheellisuuteen (Arvopaperilautakunta 2010). Kuudessa ratkaisussa lautakunta suositti korvausta asiakkaalle. Näistä suosituksista neljä koski sijoitusneuvontaa ja kaksi sijoitusrahastojen virheellistä arvonlaskentaa (FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2009). Käsittelyssä muuttuneiden juttujen lisäksi sijoituspalvelun tarjoajat korvasivat osan tapauksista jo vastinevaiheessa.

Arvopaperilautakunta ratkaisi tapauksessa APL 420/2008 asiakkaan hyödyksi paljon julkisuutta saaneen sijoitustapauksen liittyen Nordean Mermaid-sijoitustuotteisiin. Arvopaperilautakunnan mukaan Nordean sijoitusneuvoja oli johtanut ei-ammattimaista asiakasta harhaan. MiFID-direktiivin mukaan sijoitusneuvojan on kartoitettava asiakkaansa tilanne ja tarpeet sekä informoitava häntä kaikista riskeistä. Arvopaperilautakunnan mukaan tapauksessa kirjallinen esite kertoi riskeistä riittävästi, mutta sijoitusneuvojan suullinen esitys vähätteli niitä. Arvopaperilautakunta totesi henkilökohtaisessa myyntitilan-

teessa annetun informaation olleen ristiriidassa sijoittajalle annetun markkinointiesitteen kanssa ja suositteli pankkia korvaamana asiakkaalle lainan arvon alenemisesta mahdollisesti aiheutuvan vahingon.

Vaikka kyseinen Arvopaperilautakunnan ratkaisu koskee MiFID-sääntelyn voimassaoloa edeltävää aikaa ja ratkaisu käsittelee markkinointia, voi tapauksesta päätellä suullisten sijoitusneuvojen olevan merkittävässä asemassa erityisesti ei-ammattimaisen sijoittajan kohdalla silloin, kun esite ja neuvonta ovat ristiriidassa keskenään. Mermaid-tapaus osoittaa sijoitusneuvonnan laadun tärkeyden. Alaa voidaan kehittää lisäämällä koulutusta ja ylläpitämällä osaamista. Laadukas sijoitusneuvonta on sijoittajien suojan oleellinen elementti.

Arvopaperilautakunnan tapauksessa APL 268/2008 pyydetään lautakunnan kannanottoa siitä, onko asiakkaalle annettu riittävät tiedot sijoitusinstrumentista, sen ominaisuuksista ja siihen liittyvistä riskeistä. Pankin selonottovelvollisuuden täyttämistä todetaan arvopaperilautakunnan perusteluissa seuraava (kursivointi tekijän):

”Arvopaperimarkkinalain ja finanssivalvonnan standardin mukaan pankin on tarvittaessa pyydettävä asiakkailtaan riittävät tiedot heidän taloudellisesta asemastaan ja rahoituspalvelua koskevista tavoitteistaan. Pankin tekemästä *säästäjä- ja sijoittajakuvasta ilmenee*, että se on *täyttänyt laissa ja standardissa asetetun selonottovelvollisuutensa*. Sijoittajakuvasta ilmenee, että *asiakkaan riskinottohalukkuuden aste on alhainen*. Tätä taustaa vasten pääomaturvatun indeksilainan suosittelemista sijoituskohteeksi *ei voida pitää asiakkaan riskiprofiiliin sopimattomana menettelynä.*”

Arvopaperilautakunnan perustelu ilmentää sitä, että sijoituspalvelun tarjoaja voi osoittaa säästäjä- ja sijoittajakuvien avulla toteuttaneensa selonottoveloitteensa. Sijoittajakuvasta ilmenevän asiakkaan riskinottohalukkuuden määrällä perustellaan tapauksessa asiakkaalle tarjottua sijoitusinstrumenttia. Pankin tiedonantovelvollisuuden osalta saman tapauksen perusteluissa todetaan:

”Asiakas on *allekirjoittanut* indeksilainaa koskevan *tuote-esitteen*, jossa hän on ilmoittanut tutustuneensa indeksilainaan pankin tarjoaman tuotekuvauksen perusteella sekä ymmärtävänsä, että sijoitusinstrumenttiin liittyy sellaisia riskejä ja ominaisuuksia, jotka toteutuessaan voivat huomattavasti suurentaa sekä tuottoja että tappioita normaaliin

velkakirjalainaan verrattuna.

Tuote-esitteestä käy selvästi ilmi, että indeksilainalla tarkoitetaan pääomaturvattua strukturoitua joukkovelkakirjalainaa. Sijoitusinstrumenttiin ei siis liity, lainan liikkeeseenlaskijaan kohdistuvaa maksukykyisyysriskiä lukuun ottamatta, pääoman menettämisen riskiä, mikäli asiakas ei myy lainaa ennen sen eräpäivää. -- Asiakas on myös allekirjoittanut kaksi indeksilainaa koskevaa merkintälaskelmaa. -- Arvopaperilautakunta katsoo, että pankki on täyttänyt asianmukaisesti tiedonantovelvollisuutensa eikä asiassa mikään viittaa siihen, ettei asiakkaalle olisi kerrottu indeksilainan ennaikaiseen myyntiin liittyvästä pääoman menettämisen riskistä.”

Perustelu tiedonantovelvollisuudesta osoittaa, että asiakkaalla on vastuu siitä, että hän ymmärtää saamansa informaation ja allekirjoittamansa asiakirjat. Näin ollen sijoittajan tulisi kysyä epäselvistä asioista sijoituspalvelun tarjoajalta. Kyseisessä APL 268/2008 ratkaisussa arvopaperilautakunta ei suosita asiassa hyvitystä asiakkaalle.

Arvopaperilautakunnan konsultatiivista varainhoitoa käsittelevässä tapauksessa APL 278/2009 arvioidaan palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuuden täyttämistä tilanteessa, jossa asiakas on itse lähestynyt palveluntarjoajaa ja tuonut esiin mielenkiintonsa merkitä lisää hänellä jo on entuudestaan olevaa sijoitustuotetta. Asiakas katsoo palveluntarjoajan jättäneen helmikuussa 2008 kertomatta asiakkaalle olennaisen tiedon joukkovelkakirjalainan viiteyhtiöihin kuuluneiden islantilaispankkien senhetkisistä luottotappioriskeistä ja niiden mahdollisesta vaikutuksesta lainan pääomaan. Tapauksen arvioinnissa arvopaperilautakunnan näkemyksen mukaan tulee kiinnittää huomiota merkintöjen välisenä aikana markkinaolosuhteissa tapahtuneisiin muutoksiin ja niiden vaikutuksiin tuotteen riskitasossa. Lisäksi arvopaperilautakunnan mukaan tulee ottaa huomioon, mistä seikoista muutokset olisi ollut mahdollista havaita ja kenen niihin olisi tullut kiinnittää huomiota. Arvopaperilautakunta toteaa ratkaisussaan, että asiakkaan alkuperäinen merkintä on ajalta ennen MiFID-direktiiviä ja valituksenalaiset jälkimarkkinakaupat on puolestaan tehty MiFID-säännösten tultua voimaan 1.11.2007. Tapauksen 278/2009 ratkaisussa arvopaperimarkkinalautakunta toteaa:

”Asiakkaan tekemien jälkimarkkinakauppojen aikaan kyseisten sijoitustuotteiden arvo oli selvästi alentunut alkuperäisestä. Toisen lainan hankintahinta n. 58 % alkuperäisestä nimellisarvosta antoi efektiiviseksi vuosituotoksi sijoitushetkellä n. 30 % ja toisen lainan osalta hankin-

tahinta n. 65 % alkuperäisestä nimellisarvosta antoi efektiiviseksi vuosituotoksi n. 20 %. Kyseiset vuosituotot poikkesivat monenkertaisesti asiakkaalle esiteltujen muiden joukkovelkakirjalainojen tuotoista. Lautakunta katsoo, että *asiakkaan on täytynyt mieltää, että korkeaan tuottoon liittyy korkea riski.* --

-- Lautakunta katsoo, että tässä tapauksessa *asiakkaan aikaisempi kokemus sijoitustuotteesta, hänelle tuotteesta annetut tiedot ja tuotteen alkuperäisestä selvästi laskenut jälkimarkkinahinta huomioiden, asiakkaalla on ollut riittävät tiedot arvioida tuotteeseen sen jälkimarkkinakaupan toteutushetkellä sisältynyttä riskiä ja mahdollisuutta pahimmassa tapauksessa jopa menettää koko tuotteeseen sijoitettu pääoma.* Ottaen huomioon islantilaisten pankkien luottoluokitukset jälkimarkkinakaupan tapahtumahetkellä, pankilla ei ole ollut aihetta varoittaa asiasta islantilaisten pankkien luottotappioriskeistä. Lautakunnan näkemyksen mukaan palveluntarjoaja ei siten tässä tapauksessa ole asiakassuhde kokonaisuutena huomioon ottaen laiminlyönyt velvollisuuksiaan --."

Asiakkaan tuli siis ymmärtää, että suureen tuottoon liittyy suuri riski. Arvopaperilautakunnan näkemyksen mukaan palvelun tarjoaja ei ole laiminlyönyt velvollisuuksiaan eikä ole asiassa korvausvelvollinen.

Tapaus APL 79/2009 käsittelee korkorahastoon liittyvää sijoitusneuvontaa. Asiakas on neuvotteluiden seurauksena sijoittanut kolmessa erässä yhteensä 20 062,28 euroa pankin korkorahastoon. Asiakas on myynyt rahasto-osuudet 24.10.2008, jolloin niiden arvo oli 18 281,41 euroa. Näin ollen asiakkaalle on aiheutunut tappiota 1 780,87 euroa. Asiakas katsoo pankin menettelleen virheellisesti neuvontatilanteessa ja vaatii menetyksensä täysimääräistä hyvittämistä. Viimeinen lisämerkintä rahastoon on tapahtunut aikana, jolloin MiFID-säännökset ovat olleet voimassa. Tapauksesta todetaan:

"Asiakkaan mukaan hän korosti sijoitusneuvotteluissa haluvansa sijoittaa varansa tuottavasti, mutta riskittömästi. Tästä huolimatta pankki suositteli asiakkaalle riskipitoista korkorahastoa jättäen kertomatta sijoitukseen liittyvästä pääoman menettämisen mahdollisuudesta. -- Arvopaperilautakunta katsoo -- jäävän selvittämättä, että pankki olisi 31.1.2007 käydyissä sijoitusneuvotteluissa riittävästi kartoittanut asiakkaansa sijoitustavoitteita tai riskinsietokykyä voidakseen palvella asiakasta tämän edun mukaisesti ja antaakseen sopivan sijoitussuosituksen. Asiassa jää siten selvittämättä, että pankki olisi täyttänyt arvopaperimarkkinalain ja Rahoitustarkastuksen ohjeen mukaisen selonottovelvollisuutensa.

Lisäksi asiassa on jäänyt selvittämättä, että pankki olisi *kertonut* asiakkaalle sijoitukseen liittyvästä *pääoman menettämisen mahdollisuudesta* tai että pankki olisi sijoitusrahastolain 97 §:n 1 momentin edellyttämällä tavalla tarjonnut asiakkaalle ennen ensimmäistä rahasto-

osuuden merkintää korkorahaston *yksinkertaistetun rahastoesitteen*. Asiassa jää siten selvittämättä, että pankki olisi täyttänyt arvopaperimarkkinalain ja Rahoitustarkastuksen ohjeen mukaisen tiedonantovelvollisuutensa.

Koska pankin laiminlyönnit ovat syy-yhteydessä asiakkaan menetykseen, arvopaperilautakunta suosittaa asiassa hyvitystä.”

Tapauksessa sijoituspalvelun tarjoajalle asetettua selonottovelvollisuutta ei siis suoritettu asianmukaisesti. Asiakas ilmoitti haluavansa sijoittaa riskittömästi, mutta silti tapauksessa asiakkaalle suositeltiin riskipitoista korkorahastoa, johon liittyi pääoman menettämismahdollisuus. Asiakkaan sijoituspäätöstä olisivat edesauttaneet oikein suoritettut selonotto- ja tiedonantovelvoitteet. Tapauksen yksimielinen suositus hyvityksestä asiakkaalle on aiheellinen.

Arvopaperilautakunnan tapauksessa APL 278/2008 asiakas vaatii, että palveluntarjoajan tai pankin on korvattava hänelle 100 000 euron vahinko vähennettyinä koroilla, jotka ovat syntyneet lainasta, jonka asiakas on ottanut pankista sijoituksen tekemiseksi. Asiakas katsoo saaneensa harhaanjohtavaa markkinointitietoa pääomaturvatusta sijoitustuotteesta ja sen kattamiseen tarkoitettua lainasta. Arvopaperilautakunta toteaa ratkaisusuositukseensa:

”-- asiakkaalla on oma huolellisuusvelvoite siltä osin, mikä koskee hänen omaa ymmärrystään palveluntarjoajan taholta annettujen tietojen osalta. Mikäli kyseiselle asiakkaalle epäselviä termejä tai lauseita esiintyy, tulee hänen selvittää ne ennen sijoituspäätöksensä tekemistä. Lisäksi asiakkaan omalla sijoitus- ja yrityskokemuksella on vaikutusta siihen, millaisia tietoja asiakkaalle tulee yksittäistapauksessa antaa ja millä laajuudella palveluntarjoajan tulee täyttää oma tiedonantovelvollisuutensa.

Annetun selvityksen perusteella lautakunta katsoo, että asiakkaan sijoitustietämys ja -kokemus sekä ymmärrys yritystoiminnasta on ollut tavanomaista laaja-alaisempaa ja merkittävämpää. Tällöin voidaan myös katsoa, että palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuuden ei tarvitse olla yhtä perusteellista kuin henkilölle, jolla on objektiivisesti arvioiden vain vähän alan asiantuntemusta. Siksi lautakunta katsoo, että kyseisen asiakkaan on tullut ymmärtää obligaatioon sijoitustuotteena liittyvät tekijät ja riskit sijoituspalveluntarjoajan taholta annettujen tietojen perusteella. Sen lisäksi asiakas on itse vahvistanut omalla allekirjoituksellaan sijoittaneensa aiemminkin vastaavanlaisiin sijoitustuotteisiin.

--

-- Arvopaperilautakunnan näkemyksen mukaan luotto sijoituksen rahoitusmuotona on ollut asiakkaan oma ja itsenäinen päätös, joka on

palveluntarjoajan sijoitustuotteita koskevien selonotto- ja tiedonantovelvoitteiden ulkopuolella. Tällöin asiakas vastaa myös itse luoton ottamisesta syntyneistä riskeistä.

Sijoitustuotteesta annettujen tietojen osalta muutoin lautakunta toteaa, että objektiivisesti arvioiden sijoitustuotetta koskeva informaatio on ollut riittävän selkeää ja kattavaa tuotetta kuvaavien riskien osalta sekä myös tuotteeseen liittyvän liikkeeseenlaskijariskin osalta. --
Toisaalta, palveluntarjoajan on ollut oikeus olettaa asiakkaan aikaisemman sijoituskokemuksen perusteella hänen ymmärtäneen obligaatioon sijoitustuotteena liittyvät riskit.”

Tapauksessa arvopaperilautakunta katsoo, että palveluntarjoaja ei ole markkinoinut obligaatiota harhaanjohtavasti eikä näin ollen ole korvausvelvollinen. Luoton myöntämisessä osana pankin toimintaa ei arvopaperilautakunnan mukaan myöskään ole tapahtunut mitään moitittavaa.

Myös Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea (CESR) on kiinnittänyt huomiota sijoitusneuvontaan liittyviin epäselvyyksiin. CESR on pyrkinyt selvittämään sitä, mikä on MiFID-direktiivin sääntelemää sijoitusneuvontaa ja mikä ei sitä ole sekä täsmentämään ja yhdenmukaistamaan sijoitusneuvontaan liittyviä käsitteitä ja toimintatapoja (CESR 2009b). CESR:n selvitys on askel kohti yksiselitteisempää sijoitusneuvonnan normitusta.

MiFID-direktiivin aikakaudella markkinaosapuolten intressiristiriitojen ratkaisemiseksi ei ole toistaiseksi kehittynyt yleistä käytäntöä ja eettisiä toimintatapoja. Niiden puute voi heikentää osapuolten välistä luottamusta kriittisissä tilanteissa. Siksi kansallisella finanssivalvonnalla on keskeinen asema potentiaalisten intressiristiriitojen tunnistamisessa ja estämisessä sekä erityisesti kokemattomien sijoittajien suojelemisessa, jotta luottamus markkinoiden toimivuuteen vahvistuisi (Ibanez 2009).

Finanssivalvonnan strategiassa vuosille 2010–2012 sijoittajansuojaa edistetään kolmella tavalla. Yleisön tietämystä finanssituotteiden ja -palveluiden kuluista ja riskeistä pyritään lisäämään. Epäasiallisiin markkinakäytäntöihin puututaan aktiivisesti ja ripeästi. Lisäksi panostetaan säästämis- ja sijoitustuotteiden tuotekehitys- ja myyntiprosessien valvontaan. (Finanssivalvonta

2010b) Toteutuessaan strategia lisäisi kokemattomien sijoittajien suojaa ja vahvistaisi sijoittajien luottamusta markkinoiden toimivuuteen.

4.8 Säädännön kehittämistarve

Kuten Davies *et al.* (2007) toteavat, finanssimarkkinoiden sääntelyn täytyy olla eteenpäin katsovaa. Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea (CESR) on korostanut asiakkaiden ja kuluttajien näkökohtien huomioon ottamista, kun arvopaperimarkkinoiden sääntelyä kehitetään (Bradley 2008). EU:n komissio on pannut vireille hankkeen MiFID-direktiivin uudistamisesta. Tammikuussa 2010 komissio perusti CESR:n avustuksella työpajoja, joiden avulla komissio kartoittaa eri tahojen näkemyksiä muutostarpeista.

Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea on hiljattain pyytänyt lausuntoja MiFID-direktiivin uudistamiseksi (CESR 2010a, CESR 2010b, CESR 2010c). Vuoden 2010 alussa on keskusteltu (esim. Korteila 2010) muun muassa siitä, pitäisikö sijoitustuotteiden luokittelua monimutkaisiin ja yksinkertaisiin tarkentaa, tulisiko sijoitusneuvojan ja sijoittajan keskustelut nauhoittaa ja pitäisikö joihinkin tuotetyyppeihin lisätä jonkinlainen erityinen riskivaroitus. Pohdinnan alla on lisäksi henkilöasiakkaiden luokittelu – riittääkö nykyinen jako ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin, vai tulisiko ryhmiä olla enemmän.

Arvopaperialan sääntelyn kehittäminen on jatkuva prosessi sääntelyn sopeuttamiseksi muuttuvaan toimintaympäristöön. Valtiovarainministeriön 2.2.2009 asettaman työryhmän tehtävänä on valmistella arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus vuoden 2010 loppuun mennessä. Työryhmä arvioi muun muassa sijoittajansuojan toimivuutta Suomessa sekä sen kehittämistä (KK 1096/2009 vp s. 7–8). Koska arvopaperimarkkinalainsäädäntö ja sijoituspalvelujen tarjoaminen perustuvat pääasiassa MiFID-direktiivistä peräisin olevaan sääntelyyn, kokonaisuudistus ei aiheuttane sisällöllisiä muutoksia arvopaperialan informointivelvollisuuksiin (Wuolijoki 2009 s. 233–244) eikä muihinkaan MiFID-direktiivistä ja komission täytäntöönpanodirektiivistä arvo-

paperimarkkinalakiin implementoituihin sääntöihin. Mahdollisten uusien säädösten tulee täyttää ainakin direktiivien edellyttämät vähimmäisvaatimukset.

Rahoitusmarkkinoiden kansainvälinen sääntely kehittyy, eikä MiFID-direktiivi merkitse sääntelyn eurooppalaista päätepistettä. Direktiiviin johtanut prosessi kesti lähes vuosikymmenen. Finanssimarkkinat jatkavat nopeaa kehitystään vaikeasti ennustettavalla tavalla, ja MiFID-direktiivin säädökset vanhentuvat vähitellen. Sääntelyn kehittämiseksi tarvitaan tutkimustietoa Euroopan finanssimarkkinoista. Parhaillaan valmisteilla olevan MiFID II:n avulla pyritään parantamaan ensimmäisessä MiFID-direktiivissä havaittuja heikkouksia sekä saattamaan säädäntö vastaamaan vallitsevien rahoitusmarkkinoiden tarpeita.

Eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden sääntelyn harmonisointi on vain osa kehityksen kansainvälistymisestä. Kuten Ripatti (2004) toteaa, EU:ssa on toistaiseksi keskitytty yhtenäistämään EU-alueen sääntelyä ja valvontaa sekä luomaan yhtenäismarkkinoita, ja seuraavana askeleena on globaalin integraation edistäminen, mikä merkitsee maailmanlaajuisia rahoitusmarkkinoita ja yhtenäisiä sääntely- ja valvontatapoja sijoittajansuojan kehittämiseksi muuttuvissa olosuhteissa.

5 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Viime vuosikymmeninä sopimusoikeudessa on alettu yhä enemmän korostaa sopijapuolten välistä lojaalisuusvelvollisuutta (Muukkonen 1993, Pälsi 1997 s. 60). Rahoitusmarkkinoilla, kuten muissakin sopimussuhteissa, osapuolilla on lojaliteettiperiaatteen mukainen velvollisuus ottaa toiminnassaan huomioon myös toisen osapuolen etu. Lojaliteettivelvollisuuden takia osapuoli on velvollinen ehkäisemään erehdyksiä, jotka saattavat esimerkiksi johtaa toisen osapuolen taloudellisiin tappioihin, ja osapuolen tulee oma-aloitteisesti kertoa sopimukseen vaikuttavista seikoista. Sijoitusneuvonta on kehittyvän lojaliteetin aluetta, jolla sijoitusneuvojan on kenties toimittava tavanomaista huolellisemmin esimerkiksi sijoittaessaan asiakkaansa eläkesäästöjä (Karhu 2008 s. 116). Tarjottavat palvelut tulee sovittaa asiakkaan eli sopimuskumppanin intresseihin.

Lojaliteettivelvollisuus sisältyy periaatteena eurooppalaiseen sopimusoikeuteen (Mähönen 2000 s. 203–204). Koska rahoitusmarkkinoilla toimintatapojen yksityiskohdat ovat kuitenkin olleet erilaisia Euroopan unionin eri jäsenmaissa, EU on ryhtynyt toimiin finanssimarkkinoiden yhdenmukaistamiseksi. Euroopan unionin sisämarkkinoiden integrointia ovat 2000-luvulla edistäneet erityisesti FSAP-toimintasuunnitelma (Financial Services Action Plan), johon MiFID-direktiivi (Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EY) kuuluu, sekä Lamfalussy-prosessi, jonka mukainen sääntelykokonaisuus direktiivi on. MiFID-sääntely vaikuttaa markkinoihin merkittävästi. Euron käyttöönoton jälkeen MiFID-direktiiviä on pidetty eurooppalaisten pääomamarkkinoiden toistaiseksi suurimpana muutoksena (Heinz & Schüller 2007) ja sijoituspalveluja sekä finanssimarkkinoita koskevista EU:n säädöksistä kaikkein merkittävimpänä (Davies 2008).

MiFID-direktiivillä on kaksi päätavoitetta: toisaalta yhtenäistää ja helpottaa jäsenvaltioiden rajojen yli tapahtuvaa sijoituspalveluiden tarjoamista ja toisaalta lisätä sijoittajansuojaa. Sijoittajansuojan toteutumista on tarkasteltu

tässä tutkielmassa selvittämällä MiFID-direktiivin vaikutuksia sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja muuhun sijoittajansuojaan.

MiFID-direktiivi pyrkii lisäämään eurooppalaisten finanssimarkkinoiden integraatiota, kilpailua, tehokkuutta ja sijoittajansuojaa. Markkinoiden sääntely luo luottamusta ja siten edellytyksiä uusille sijoituksille, mikä mahdollistaa markkinoiden kasvun. Sijoittajat hyötyvät direktiivin edellyttämästä kaupankäyntitietojen avoimuudesta ja sijoituspalveluyritysten keskinäisen kilpailun aiheuttamasta palveluhintojen alenemisesta.

MiFID-direktiivi on yhtenäistänyt ETA-valtioissa sijoittajansuojaa koskevaa säädäntöä ja lisännyt sijoittajansuojan normitusta valtaosassa jäsenvaltioita. Sijoittajansuojaa lisätään MiFID-direktiivillä erityisesti säätämällä sijoitusneuvonta toimiluvanvaraiseksi sijoituspalveluksi sekä asettamalla arvopaperinvälittäjälle sijoituspalveludirektiiviä kattavammat asiakassuhteen menettelytapalvelotteet ja kaupankäynnin transparensсивelvoitteet. Säätämällä arvopaperinvälittäjän menettelytavoista pyritään arvopaperinvälittäjän kyvyt valjastamaan asiakasta hyödyttävällä tavalla.

5.1 Sijoituspalvelun tarjoaminen

MiFID-direktiiviin sisältyvä selonotto- ja varsinkin tiedonantovelvollisuus vähentävät palvelun tuottajan ja käyttäjän välistä neoklassista oikeustaloustieteellistä informaation epäsymmetriaa ja siten voimistavat sijoittajansuojaa pienentämällä sijoittamiseen liittyvää tiedollista epävarmuutta. Täyttäessään tiedonantovelvollisuuttaan palvelun tarjoaja antaa asiakkaalleen informaatiota ja luo siten edellytyksiä sijoituspäätösten tekemiselle. Informaation kasvanut määrä vähentää sijoitukseen liittyvää riskiä ja pienentää sijoituksen tuottovaatimusta. Täten myös yritysten rahoituskustannukset pienenevät ja hyöty välittyy koko kansantaloudelle.

Menettelytapavelvoitteiden mukaisesti sijoituspalvelun tarjoaja on velvollinen tasapainottamaan itsensä ja asiakkaan välillä vallitsevaa informaation epäsymmetriaa, mikä aiheuttaa transaktiokustannuksia. Mitä puutteellisempaa tietoa sijoittajalla on käytössään, sitä enemmän epävarmuutta sijoittamiseen liittyy. Epävarmuus aiheuttaa suurentuneen riskin, joka heijastuu kasvaneena tuottovaatimuksena. Kun arvopaperinvälittäjä täyttää selonottovelvollisuuttaan, hän kerää tietoja asiakkaan sijoitustietämyksestä ja -kokemuksesta. Saamiensa tietojen perustella välittäjä arvioi suosituksen antamista varten, mitkä sijoitustuotteet sopivat asiakkaan yksilölliseen tilanteeseen.

Sijoituspalvelun tarjoajan menettelytapavelvoitteista huolimatta asiakkaan on vaikea tehdä saamansa sijoituspalvelun laadusta perusteltuja johtopäätöksiä niin ennen sijoituspalvelua kuin sen jälkeenkin. Tämä korostuu etenkin sijoitusneuvonnassa, jota voidaan kuvata uskomushyödykkeeksi. Sijoitusneuvontaa koskee päämies-agentti-teorian mukainen ongelma, sillä päämies eli asiakas ei tiedä, toimiiko agentti asiakkaan parhaan edun mukaisesti. Oikeussuhteessa vallitsee valvontaongelma.

MiFID-direktiivissä säädetään selonottovelvollisuudesta. Direktiivissä ei ole kuitenkaan yksityiskohtaista sääntelyä siitä, miten ja mitä tietoja sijoittajasta tulee kerätä velvollisuutta täytettäessä. Kansalliset viranomaiset antavat yksityiskohtaiset ohjeet selonottovelvollisuudesta, mutta ohjeet eivät ole Euroopan unionin eri maissa yhtenäisiä, mikä voi aiheuttaa epäselvyyksiä. Sääntelyä kehitettäessä kansallisten menettelytapojen yhdenmukaistaminen koko unionin alueella on tarpeellista.

Selonottovelvollisuutta täytettäessä sijoituspalvelun tarjoajan tapa esittää asiakkaalle kysymys tämän sijoitustietämyksestä ja muut epäolennaiset asiat voivat vaikuttaa asiakkaan antamiin vastauksiin. Selonottovelvollisuuden yhteydessä asiakkaalle esitetyt henkilökohtaiset kysymykset sijoitustietämyksestä ja sijoituskokemuksesta sekä asiakkaan taloudellisesta tilanteesta voivat olla etenkin osaavien sijoittajien kohdalla tarpeettomia ja molemmille osapuolille kiusallisia.

Tiedonantovelvollisuus ja selonottovelvollisuus lisäävät säädännön tasolla erityisesti ei-ammattimaisten asiakkaiden sijoittajansuojaa. Kuitenkin paras toteutus -velvollisuus on epäselvä ja tulkinnanvarainen. MiFID-direktiivin sääntelemän tiedonantovelvollisuuden perusteella asiakkaalle tulee antaa riittävät tiedot perustellun sijoituspäätöksen tekemiseen. Kuitenkaan sijoituspalvelun tarjoamiseen varatussa lyhyessä ajassa ei ole mahdollista antaa asiakkaalle riittävästi tietoa sijoittamisesta eikä sijoitusinstrumenteista siten, että alaa tuntematon asiakas ehtisi ymmärtää saamansa tiedot ja pystyisi niiden perusteella tekemään perustellun sijoituspäätöksen. Palveluntarjoajille tiedonantovelvollisuus voi olla työläs, ja samalla asiakkaat joutuvat informaatiotulvaan, josta he eivät välttämättä erota sijoituspäätöksensä kannalta merkityksellistä tietoa.

5.2 Sijoittajansuojan lisääminen

MiFID-sääntelyn pyrkimyksenä on, että sijoittajansuoja olisi sama palveluntarjoajan kotimaasta riippumatta. Koska kuitenkin Euroopan unionin jäsenmaiden välillä on eroja sääntelyn implementoinnissa, myös sijoittajansuojan sääntelyssä on jäsenvaltiokohtaisia eroja. Yhdenmukaistaessaan Euroopan maiden sijoittajansuojaa MiFID-direktiivi on voimistanut suojaa valtaosassa jäsenmaita, mutta on samalla saattanut heikentää suojaa joidenkin valtioiden sijoittajansuojan osa-alueilla.

Tärkeimpänä sijoittajansuojan voimistamista koskevana MiFIDin säädöksenä on pidetty (White 2007) artiklaa 21, jonka mukaan sijoituspalveluyritysten tulee toteuttaa kaikki kohtuulliset toimet päästäkseen toimeksiantoja toteuttaessaan asiakkaidensa kannalta parhaimpaan mahdolliseen tulokseen. Nykyisellään artiklan muotoilussa voidaan sanan ”kohtuulliset” painoarvoa pitää suurena ja sanan tarkkaa merkitystä epäselvänä (Kirby 2007). Säädäntöä kehitettäessä artiklan 21 täsmentäminen on aiheellista.

Sijoittajansuojan lisäämiseksi Oehler ja Kohlert (2009) ovat ehdottaneet rahoitusmarkkinoiden transparenssin lisäämistä ja sijoitusneuvojen laadun kilpailuttamista. Läpinäkyvyyden lisääminen on kuitenkin arveluttavaa siitä aiheutuvien suurten kulujen takia. Jo nykyistä transparenssisääntelyä on pidetty pitkälle vietyinä ja yrityksille raskaana (Köndgen & Theissen 2007). Sijoittajansuojaa lisäävää säädäntöä mahdollisesti kehitettäessä tulisi pyrkiä tekemään säädännöstä yrityksille nykyistä helpommin toteutettavaa. Siitä hyötyisivät myös sijoittajat, sillä he käytännössä maksavat säädännön seurauksena yrityksille koituvat menoerät sijoituspalveluiden ja sijoitusinstrumenttien kallistumisena.

Sijoittajansuojan lisäämiseen liittyvät ongelmat ovat usein koskeneet sijoitusneuvontaa. Suuri osa sijoittajista kokee, että neuvoja asettaa joskus oman etunsa asiakkaan edun edelle. Sijoitusneuvonnan sääntelyssä ja säädännön noudattamisessa on edelleen kehittämistarvetta. Palvelun tarjoajalle asetettavat mahdolliset uudet selonotto- ja tiedonantovelvoitteet tulee mitoitaa siten, että sääntelyn laajuutta ja kustannustehokkuutta harkittaessa otetaan huomioon sijoitusneuvojen suositusten vähäinen merkitys sijoittajien päätöksenteossa.

5.3 Sädännön kehittäminen

Komission täytäntöönpanodirektiivin vaatimukset markkinoiden avoimuudesta ja eheydestä rekistereineen ja julkistamisvelvollisuuksineen aiheuttavat sijoituspalveluyrityksille MiFID-direktiivistä johtuvia transaktiokustannuksia. Pyrkimys neoklassiseen täydelliseen informaatiopohjaan ja transaktiokustannusten minimointi ovat keskenään ristiriitaisia tavoitteita. Näiden molempien tavoitteiden tasapuolinen huomioon ottaminen on vaativa tehtävä säädännön kehittämisessä.

Sijoittajien lukumääräisen enemmistön muodostavat yksityishenkilöt. Heidä lähes kaikki kuuluvat ei-ammattimaisiin sijoittajiin. Heidän sijoittamista koske-

va tietämyksensä vaihtelee suuresti. Siitä huolimatta MiFID-direktiivin selontotto- ja tiedonantovelvollisuus kohtelee ei-ammattimaisia sijoittajia homogeenisenä ryhmänä. Sen seurauksensa osa ei-ammattimaisista sijoittajista voi joutua liialliseksi koetun muodollisen informaation kohteeksi, kun taas pienen sijoitustietämyksen omaavien asiakkaiden saama informaatio voi olla tarpeeseen nähden vähäistä. MiFID-direktiivin nykyiset säädökset eivät johda ei-ammattimaisten asiakkaiden saaman informaation optimaaliseen allokointiin eivätkä informaatiokustannusten tehokkaaseen kohdistumiseen. Sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksia täsmennettäessä tulisi harkita erityisesti ei-ammattimaisten asiakkaiden heterogeenisen ryhmän jakoa informaatiotarpeeseen perustuviin alaryhmiin, jotta eri asiakasryhmille voitaisiin tarjota heidän tarvitsemansa palvelu nykyistäkin kohdentuvammin.

Sijoitusinstrumenttien tarjonta on monipuolista. Tulee harkita, onko tarpeellista tarjota erityisen vaikeasti ymmärrettäviä sijoitustuotteita alaa tuntemattomille kuluttajille. Monimutkaisten sijoitusinstrumenttien tarjonnan voisi mahdollisesti kohdistaa ainoastaan ammattimaisille sijoittajille ja hyväksyttävillä vastapuolilla.

Viime vuosien aikana Suomen eri oikeusasteissa on käsitelty kannetta, jolla asiakkaat vaativat pankilta vahingonkorvausta säästöhenkivakuutukseen sijoittamastaan ja osakerahastojen arvonkehityksen vuoksi menettämästään sijoituksen pääomasta. Kanteen mukaan kyseisille asiakkaille, jotka pitivät itseään kokemattomina sijoittajina, ei riittävästi kerrottu sijoituksen riskeistä. Pitkäkestoisia oikeudenkäyntejä on ollut myös muiden tuotteiden, esimerkiksi nautintoaineiden, kuluttajille aiheutuvista riskeistä. Jotta savukkeiden vaaroista kerrottaisiin kuluttajalle ymmärrettävässä muodossa, valmistajan tai maahantuojan on nykyisin merkittävä tupakkatuotteen vähittäismyyntipakkaukseen varoitus tupakan aiheuttamista terveyshaitoista. Vastaavalla tavalla sijoitusrahastojen yksinkertaistetussa rahastoesitteessä on oltava varoitus siitä, että sijoitusrahastoon tehdyn sijoituksen arvo voi nousta tai laskea ja että sijoittaja voi sijoituksensa lunastaessaan saada takaisin vähemmän kuin hän siihen alun perin sijoitti. Vastaavasti tulisi selvittää, pitäisikö sijoitustuotteen tarjoaja velvoittaa merkitsemään selkeä, vakiomuotoinen varoitus pää-

oman menettämisestä niiden tuotteiden esitteisiin ja sopimuksiin, joita riski koskee. Täten erimielisyyksiä sijoitusriskien riittävästä kertomisesta voitaisiin vähentää kustannustehokkaasti.

Jatkotutkimuksissa tulisi selvittää, miten palvelun tarjoaja voitaisiin entistä paremmin sitouttaa antamaansa sijoituspalvelun laatuun. Tulisi tutkia, miten sijoitusneuvojan ja asiakkaan tavoitteet voitaisiin yhtenäistää, jotta sijoitusneuvojan toimintaa ohjaisi ensisijaisesti asiakkaan etu. Agentin eli sijoituspalvelun tarjoajan sitouttamiseksi tulisi tutkia mahdollisen palkitsemisjärjestelmän kehittämistä sellaiseksi, jossa agentti saisi korvauksen hyvästä sijoitusneuvonnasta, mikä motivoisi agenttia. On kuitenkin vaikea osoittaa, millaista on hyvä neuvonta ja mikä on neuvojan osuus sijoituksen onnistumisessa.

Jotta sijoituspalveluyritysten toiminta olisi MiFID-direktiivin mukaista, yritykset joutuvat investoimaan kalliisiin tietojärjestelmiin ja henkilökuntansa koulutukseen. Direktiivin kattavat asiakassuhteen menettelytapavelvoitteet ja kaupankäynnin transparenssi-velvoitteet vähentävät direktiivin kustannustehokkuutta. MiFID-direktiivistä ei ole tehty kustannus-hyöty-analyysiä ja sijoittajansuojan nykyistä säädäntöä on kritisoitu kalliiksi. Hyödyllinen empiirisen tutkimuksen kohde olisi vertailla tapahtuneen tiedonantovelvollisuuden suorittamisen hyötyjä ja tarvittavia resursseja. Säädännön kehittämisessä tulee tarkastella sitä, mitä voidaan pitää riittävänä sijoittajansuojana ja mitkä ovat sijoittajansuojan lisäämisen rajahyödyn kustannukset.

Nykyisellään MiFID-säätelyä voidaan pitää sangen kattavana. Kuitenkin, kuten edellä on esitetty, esimerkiksi sijoituspalvelujen tarjoajien menettelytapoihin kohdistuu asiakkaiden kritiikkiä. Toimintaan voidaan vaikuttaa sääntelyä kehittämällä. Toisaalta on mahdollista, että osa ongelmista johtuu siitä, että jotkut sijoituspalvelun tarjoajat eivät noudata nykyistäkään sääntelyä. Rahoitusvälineiden tarjonnan laatua voidaan parantaa paitsi sääntelyä tehostamalla, myös valvontaa lisäämällä.

Euroalueella rahapolitiikka on yhteistä, mutta rahoitusmarkkinoiden valvonta on kansallista. Eri valtioiden kulttuurierot finanssivalvonnassa ja kansallisen

valvonnan toisistaan poikkeavat edellytykset ovat herättäneet keskustelua yhteisen eurooppalaisen finanssivalvontaorganisaation tarpeesta. Yhteinen eurooppalainen valvontaorganisaatio edistäisi rahoitusmarkkinoiden transparenssia, markkinoiden toimivuutta ja sijoittajansuojaa.

Rahoitusmarkkinoiden säädännön kehittäminen on jatkuva prosessi sääntelyn sopeuttamiseksi muuttuvaan toimintaympäristöön. Jos jotkin osa-alueet jäävät ainakin hetkellisesti yksityiskohtaisen sääntelyn ulkopuolelle, lojaliteettiperiaatteella on tärkeä täydentävä tehtävä, jotta palvelun tarjoajan ja asiakkaan edut tulevat otetuiksi huomioon sääntelyn ulkopuolisessa asetelmassa (Häyhä 1996). Lojaliteettiperiaate on vahvistumassa yhdeksi sopimusoikeuden kantavista periaatteista (Karhu 2008 s. 103). Eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä ja markkinaosapuolten lojaliteettiperiaatteen tulkinnassa sekä konkretisoinnissa MiFID-direktiivillä on keskeinen merkitys.

Finanssimarkkinat kehittyvät nopeasti ja vaikeasti ennustettavalla tavalla. Siksi sääntelyn kehittämiseksi tarvitaan ajankohtaista tutkimustietoa Euroopan rahoitusmarkkinoista. MiFID-direktiivillä voidaan nähdä olevan paitsi eurooppalaista, myös globaalia merkitystä. Kilpailua voimistaessaan ja poistaessaan kansallisten pörssien monopoliaseman direktiivi on parantanut eurooppalaisten sijoituspalveluja tarjoavien yritysten kilpailukykyä. Sääntelyä harmonisoidessaan MiFID-direktiivi lisää markkinoiden toimivuutta paitsi Euroopassa myös maailmanlaajuisesti ollessaan esimerkkinä ja vertailukohtana muille talousalueille kilpailun ja sijoittajansuojan edistämisestä kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla.

LÄHTEET

Allwright, A. 2007. Regulators: consistent or confused? S. 93–98. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Arvopaperilautakunta 2010. Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositukset [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.5.2010]. Saatavilla http://www.fine.fi/apl_ratkaisut/?2

Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495.

Arvopaperinvälittäjien yhdistys 2008. MiFID – rahoitusvälineiden markkinat direktiivi [verkkodokumentti]. [Viitattu 13.11.2009]. Saatavilla http://www.sijoittajapalvelin.net/pdf/MiFID_moniste.pdf

Aubry, N. 2008. Regulating the plumbing of Europe. *Journal of International Banking Law and Regulation* 23(11): 578–584.

Aubry, N & McKee, M. 2007. MiFID: Where did it come from, where is it taking us? *Journal of International Banking Law and Regulation* 22(4): 177–186.

Avgouleas, E. 2005. A critical evaluation of the new EC financial-market regulation: peaks, troughs, and the road ahead. *Transnational Lawyer* 18: 179–229.

Backer, L. C. 2007. Monitor and Manage: MiFID and power in the regulation of EU financial markets. *Yearbook of European Law* 27 [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.2.2010]. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=1015941>

Barry, S. & Bracht, H. 2008. The implementation of the MiFID into the WpHG. *German Law Journal* 9(9): 1179–1188.

Belchambers, A. 2007. Regulatory convergence: the prospect for a European SEC. S. 11–101. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Boskovic, T., Cerruti, C. & Noel, M. 2010. Comparing European and U.S. securities regulations. MiFID versus corresponding U.S. regulations. World Bank Working Paper No. 184. 173 s.

Bradley, C. M. 2008. Consumers of financial services and multi-level regulation in the European Union. *Fordham International Law Journal* 31: 1212–1234.

Broström, N. 2010. Uusi osakevälittäjä lupaa "säästää satoja euroja kuukaudessa". Kauppalehti 26.1.2010 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.2.2010]. Saatavilla <http://www.kauppalehti.fi/5/i/yritykset/yritysuutiset/?oid=2010/01/29929>

Burke, J. J. A. 2009a. Investor protection under MiFID: cure worse than the disease. Working Paper Series. January 19, 2009 [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.2.2010]. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=1329871>

Burke, J. J. A. 2009b. Re-examining investor protection in the EU and US. *EILF Journal of Law, Finance and Economics* 1(1): 1–52.

Cabral, J., Dierick, F. & Vesala, J. 2002. Banking integration in the euro area. ECB Working Paper No. 6 [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.2.2010]. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=748969>

Casey, J.-P. & Lannoo, K. 2009. *The MiFID Revolution*. United States, New York: Cambridge University Press. 228 s.

CESR 2007. Best execution under MiFID. Questions & Answers. CESR/07-320. 26 s.

CESR 2008a. A consumers' guide to MiFID – Investing in financial products. CESR 08-003. 11 s.

CESR 2008b. Mitä asiakkaan on hyvä tietää Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivistä. Sijoittaminen rahoitusvälineisiin. CESR 08-003 Finnish. 12 s.

CESR 2009a. Impact of MiFID on equity secondary markets functioning. CESR/09-355. 38 s.

CESR 2009b. Consultation paper – understanding the definition of advice under MiFID. CESR 09-665. 16 s.

CESR 2010a. CESR technical advice to the European Commission in the context of the MiFID review – transaction reporting. CESR/10-292. 17 s.

CESR 2010b. CESR technical advice to the European Commission in the context of the MiFID review – equity markets. CESR/10-394. 48 s.

CESR 2010c. CESR technical advice to the European Commission in the context of the MiFID review – investor protection and intermediaries. CESR/10-417. 51 s.

CFA Institute Center for Financial Market Integrity 2009. Market microstructure: the impact of fragmentation under the markets in Financial Instruments Directive [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.2.2010]. Saatavilla <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2009.n13.1>

Chiu, I. H-Y. 2007. Securities intermediaries in the internet age and the traditional principal-agent model of regulation: some observations from European Union securities regulation. *Virginia Law & Business Review* 2: 307–361.

Davies, R. J. 2008. MiFID and a changing competitive landscape. Working Paper Series. July 30, 2008 [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.2.2010]. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=1117232>

Davies, R., Dufour, A. & Scott-Quinn, B. 2007. The MiFID: Competition in a new European equity market regulatory structure. S. 163–191. Teoksessa: G. Ferrarini & E. Wymeersch (toim.) *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. New York, United States: Oxford University Press. S. 509.

Degryse, H. 2009. Competition between financial markets in Europe: what can be expected from MiFID? *Financial Markets and Portfolio Management* 23(1): 93–103.

D'Hondt, C. & Giraud, J. R. 2007. MiFID: the (in)famous European directive? EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. March. 31 s.

Dombalagian, O. H. 2008. The new European choice-of-law revolution: lessons for the United States? *Tulane Law Review* 82(5): 1903–1947.

EKP 2003. Euroalueen rahoitusmarkkinoiden yhdyntyminen. Kuukausikatsaus. Lokakuu. 184 s.

Emons, W. 1997. Credence goods and fraudulent experts. *RAND Journal of Economics* 28(1): 107–119.

Enriques, L. 2007. Conflicts of interest in investment services: The price and uncertain impact of MiFID's regulatory framework. S. 321–338. Teoksessa: G. Ferrarini & E. Wymeersch (toim.) *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. United States, New York: Oxford University Press. 509 s.

Euroopan yhteisön perustamissopimus. Konsolidoitu toisinto 2002. EYVL N:o C 325, 24.12.2002.

Ferrarini, G. & Recine, F. 2007. The MiFID and internalisation. S. 235–270. Teoksessa: G. Ferrarini & E. Wymeersch (toim.) *Investor Protection in*

Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond. New York, United States: Oxford University Press. 509 s.

Fidelity 2010a. Put customers first. Draft white paper – TS 16.3.2010. Executive summary. Fidelity TNS-Sofres survey. 13 s.

Fidelity 2010b. Put customers first. European survey on people's approach to savings. Main results. Fidelity TNS-Sofres survey. 12 s.

Finansinspektionen 2009. Ett år med MiFID. 9.4.2009. 26 s.

Finanssialan Keskusliitto 2010. Säästäminen, luotonkäyttö ja maksutavat -tutkimus. 4.5.2010. 60 s.

Finanssivalvonta 2010a. Arvopaperilautakunta [verkkodokumentti]. [Viitattu 22.5.2010]. Saatavilla

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saastajalle/Asiakkaansuoja/Apua_antavat_tahot/Arvopaperilautakunta/Pages/Default.aspx

Finanssivalvonta 2010b. Strategia 2010–2012 [verkkodokumentti]. [Viitattu 26.5.2010]. Saatavilla

http://www.rata.bof.fi/fi/Fiva/Strategia/Documents/Fivan_strategia.pdf

FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2009. Vuosikertomus [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.5.2010]. Saatavilla

http://www.fine.fi/userfiles/file/FINE_vk2009.pdf

FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2010a. FINE-organisaatio. [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.5.2010]. Saatavilla

http://www.fine.fi/index.php?menu6_pos=FINE-organisaatio&item=183

FINE Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 2010b. Vakuutus- ja rahoitusneuvonnalla vilkas vuosi [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.5.2010]. Saatavilla

<http://www.fine.fi/userfiles/file/Tiedote1-10.pdf>

Fivan standardi 2.1. Rahoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat, 16.6.2006, muutospäivä 26.10.2007, dnro 6/120/2006.

Fivan standardi 2.4. Asiakkaan tunteminen – rahanpesun, terrorismin rahoittamisen sekä markkinoiden väärinkäytön estäminen, 22.6.2010, dnro 2/101/2010.

Fivan standardi RA2.1. Epäilyttävien arvopaperikauppojen ja muiden liiketoimien ilmoittaminen Finanssivalvonnalle, 10.6.2005, muutospäivä 22.6.2010, dnro 5/120/2008.

Fivan standardi RA5.1. Kaupparaportointi, 26.10.2007, dnro 16/120/2007.

Franks, J., Mayer, C. & da Silva, L. C. 2003. *Asset Management and Investor Protection. An International Analysis*. United States. New York: Oxford University Press. 290 s.

Gadinis, S. 2008. Market structure for institutional investors: comparing the U.S. and E.U. regimes. *Virginia Law & Business Review* 3(313): 311–356.

Geier, B. M. 2009. New German licensing requirements for funds marketed in Germany. *Journal of International Banking Law and Regulation* 24(7): 336–347.

Giannetti, M., Guiso, L., Jappelli, T., Padula, M., & Pagano, M. 2002. Financial markets integration, corporate financing and economic growth. Directorate General Economic and Monetary Affairs. European Commission. *European Economy – Economic Papers* 179. 82 s.

Giovanni, P. 2009. MiFID, Reg NMS and competition across trading venues in Europe and United States. Catholic University Milano. Working Paper Series [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.2.2010]. Saatavilla http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1442874

Giraud, J. R. 2009. MiFID: One year on. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. May. 28 s.

Haines, J. D. 2007. The markets in financial instruments directive (MiFID): Investor protection. *Company Lawyer* 28(11): 344–345.

Harju, I. & Syyrilä, J. 2001. *Sijoitusrahastolainsäädäntö*. Helsinki: WSOY Lakitieto. 458 s.

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

HE 43/2007 Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

Heinz, M. & Schüller, B. 2007. MiFID and Reg NMS: changing the DNA of the capital markets. S. 111–132. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Hopper, M. 2006/07. The MiFID measure. *European Lawyer* 67. 9 s.

Hoppu, K. 2004. *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. Helsinki: WSOY Lakitieto. 400 s.

Hoppu, K. 2009. *Sijoituspalvelusopimukset*. Helsinki: WSOYpro. 396 s.

Hunter, P. 2007. Email meets Enron to bring lawyers down on big corporations. *Computer Fraud & Security* 5: 18–20.

Husták, Z. 2009. Regulation of alternative investment funds and their managers in the EU – does the one size fit all? Faculty of Law, Masaryk University Brno [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.2.2010]. Saatavilla

http://is.muni.cz/do/1456/sborniky/2009/sbornik_komodity_2009.pdf#page=131

Huttunen, M. 2007. Palvelujen vapaa liikkuvuus. S. 115–146. Teoksessa: T. Ojanen & A. Haapea (toim.) *EU-oikeuden perusteita II – aineellisen EU-oikeuden aloja ja ulottuvuuksia*. Helsinki: Edita. 507 s.

Hyytinen, A. & Takalo, T. 2003. Investor protection and business creation. Bank of Finland. Discussion Papers 17. 32 s.

Häyhä, J. 1996. Lojaliteettiperiaate ja sopimusoppi. *Defensor Legis* 3/1996: 313–327.

Ibanez, J. W. 2009. Banking professional conflicts of interest in European securities markets. *Journal of International Banking Law and Regulation* 24(9): 443–453.

James, M. 2007a. Double jeopardy. *Infosecurity* 4(7): 28–30.

James, M. 2007b. Outmanoeuvres in outsourcing. *Infosecurity* 4(4): 23–25.

Jenkins, A. 2007. Passporting. S. 75–82. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Jokivuolle, E. & Korhonen, K. 2004. Rahoitusmarkkinoiden integraation yleispiirteet. S. 13–37. Teoksessa: H. Koskenkylä (toim.) *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*. Suomen Pankki. Tutkimuksia A:107. 233 s.

Kaal, W. A. 2009. Hedge fund valuation: Retailization, regulation, and investor suitability. *Review of Banking and Financial Law* 28: 581–637.

Kaiser, M. 2008. Widersprüchliche Ziele bei Daten- und Verbraucherschutz? *Informatik-Spektrum* 31(2): 151–160.

Kalemli-Ozcan, S., Papaioannou, E. & Peydró, J. L. 2010. What lies beneath the Euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade? *Journal of International Economics* 81(1): 75–88.

Karhu, J. 2008. Lojaliteettiperiaate sopimusoikeudessa – oikeudellista peruskartoitusta. Juhlajulkaisu Leena Kartio 1938–30/8–2008. *Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja C-sarja N:o 39*: 101–116.

Karjalainen, J., Laurila, O. & Parkkonen, J. 2008. *Arvopaperimarkkinlaki*. 4. painos. Helsinki: Talentum. 536 s.

Kemp, R. 2008. MIFID (the markets in financial instruments directive) and technology. *Computer Law & Security Report* 24(2): 151–162.

Kiikeri, M. 2002. Sijoittautumisvapaus Euroopan Unionissa. Raportti Suomen Kauppa- ja teollisuusministeriölle. 74 s.

Kirby, A. 2007. 'Best execution'. S. 31–63. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

KK 1096/2009 vp. Kirjallinen kysymys, Ulla-Maj Wideroos /r. Finanssivalvonnan rooli luottolaitosten valvonnassa.

Klass, S. 2007. Recent developments in liability for nondisclosure of capital market information. *International Review of Law and Economics* 27(1): 70–95.

Klöhn, L. 2009. Preventing excessive retail investor trading under MiFID: A behavioural law & economics perspective. *European Business Organization Law Review* 10: 437–454.

Knight, A. 2007. MiFID's impact upon the retail investment markets. S. 207–212. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Kokkoris, I. & Olivares-Caminal, R. 2007. Some issues on cross-border stock exchange mergers. *Journal of International Law* 29: 455–526.

Kokkoris, I. & Olivares-Caminal, R. 2008. Lessons from the recent stock exchange merger activity. *Journal of Competition Law & Economics* 4(3): 837–869.

Komission täytäntöönpanoasetus. Komission asetus (EY) N:o 1287/2006 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta tietojen kirjaamista koskevien sijoituspalveluyritysten velvoitteiden, liiketoimista ilmoittamisen, markkinoiden avoimuuden, rahoitusvälineiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisen sekä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta.

Komission täytäntöönpanodirektiivi. Komission direktiivi 2006/73/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta.

Kohonen, M. 1997. Lojaliteettiperiaate erityisesti yhteistyösopimuksissa. S. 123–140. Teoksessa: H. Tolonen (toim.) *Sopimusoikeudellisia kirjoituksia*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden julkaisusarja A:87. 327 s.

Korteila, M. 2010. Uusi MiFID lisää sääntelyä. *Arvopaperi* 30(1): 14.

Koskenkylä, H. 2004. Johdanto. S. 9–12. Teoksessa: H. Koskenkylä (toim.) *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*. Suomen Pankki. Tutkimuksia A:107. 233 s.

Koskenkylä, H. & Koskinen, J. 2004. Vakaus sekä sääntely ja valvonta. S. 169–215. Teoksessa: H. Koskenkylä (toim.) *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*. Suomen Pankki. Tutkimuksia A:107. 233 s.

Kuoppamäki, P. 2007. Euroopan unionin kilpailuoikeus. S. 177–230. Teoksessa: T. Ojanen & A. Haapea (toim.) *EU-oikeuden perusteita II – aineellisen EU-oikeuden aloja ja ulottuvuuksia*. Helsinki: Edita. 507 s.

Köndgen, J. & Theissen, E. 2007. Internalisation under the MiFID: Regulatory overreaching or landmark in investor protection? S. 271–296. Teoksessa: G. Ferrarini & E. Wymeersch (toim.) *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*. New York, United States: Oxford University Press. S. 509.

Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta 923/2007.

Laki sijoituspalveluyrityksistä (kumottu) 26.7.1996/579.

Laki sijoituspalveluyrityksistä 26.10.2007/922.

Laki tietoyhteiskunnan palvelujen tarjoamisesta 5.6.2002/458.

Langevoort, D. C. 2009. The SEC, retail investors, and the institutionalization of the securities markets. *Virginia Law Review* 95: 1025–1083.

Lee, K. 2009. Investor protection in European Union: Post FSAP directives and MiFID. (February 7, 2009) [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.2.2010]. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=1339305>

Leppiniemi, J. 2002. *Pörssikurssi*. Helsinki: WSOY. 325 s.

Majuri, T. 2007. Suomen arvo-osuusjärjestelmä ja kansainväliset hankkeet arvopaperikaupan selvitystoiminnan oikeusvarmuuden kehittämiseksi. S.

120–149. Teoksessa: J. Norio-Timonen (toim.) *Kansainvälistyvät rahoitusmarkkinat ja asiakas – kirjoituksia rahamarkkinaoikeudesta*. Helsinki: Edita. 203 s.

Manninen, J. 2008. Sijoituspalveluntarjoajan asiakkaiden luokittelu. *Edilex*. Asiantuntijakirjoitukset 16.7.2008.

Mason, I. 2007. Principles-based regulation – will it work? S. 84–92. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Maunu, A. 2005. Jäsenvaltion perusveloitteet direktiivin normatiivisessa, rakenteellisessa ja tosiasiallisessa täytäntöönpanossa. *Defensor Legis* 1/2005: 151–162.

McKee, M. 2007. How MiFID changes banking business across Europe. S. 210–206. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Mertzanis, H. 2007. European financial integration and MiFID. *Journal of Financial Transformation* 20: 155–166.

MiFID-direktiivi. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta.

Muukkonen, P. J. 1993. Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. *Lakimies* 7/1993: 1030–1048.

Mähönen, J. 2000. "Good faith and fair dealing" ja lojaliteettivelvollisuus. S. 203–231. Teoksessa: A. Aine & A. Kumpula (toim.) *Kansainvälisestä kaupasta*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Kokoomateosten sarja, Juhlajulkaisut A:8. 384 s.

Mäntysaari, P. 2001. *Arvopaperivälittäjästä sijoitusneuvoja*. Helsinki: Kaup-pakaari. Lakimiesliiton Kustannus. 197 s.

Määttä, K. 1999. *Oikeustaloustieteen aakkoset*. Helsingin yliopiston oikeus-tieteellinen tiedekunta. Helsinki: Hakapaino. 130 s.

Nielsson, U. 2009. Stock exchange merger and liquidity: The case of Euron-ext. *Journal of Financial Markets* 12(2): 229–267.

Nordnet Pankki 2010. Joka seitsemäs pohjoismaalainen tuntee tulleeensa pe-tetyksi pankkiasioissa [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.8.2010]. Saatavilla <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/11/4F/22/release.html>

Oehler, A. & Kohlert, D. 2009. Financial advice giving and taking – Where are the market’s self-healing powers and a functioning legal framework when we need them? *Journal of Consumer Policy* 32(2): 91–166.

Pan, E. J. 2007. A European solution to the regulation of cross-border mar-kets. *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 2: 133–166.

Parkkonen, J. 2007. *Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset 2007*. Hel-sinki: WSOYpro. 304 s.

Parkkonen, J. 2010. Millaista suojaa sijoittaja tarvitsee? *Studia monetaria* 27.4.2010 [verkkodokumentti]. [Viitattu 29.4.2010]. Saatavilla http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Esitelmat/Documents/Parkkonen_Studia_monetaria_270410.pdf

Petrella, G. 2009. MiFID, Reg NMS and competition across trading venues in Europe and United States. (January 14, 2009) [verkkodokumentti]. [Viitattu 25.2.2010]. Saatavilla <http://ssrn.com/abstract=1442874>

Polato, M. & Floreani, J. 2006. Banks and the value chain in the securities industry: The Italian case. *Transition Studies Review* 13(1): 111–130.

Prechal, S. 2005. *Directives in EC Law*. 2. painos. Oxford; New York: Oxford University Press. 384 s.

Preece, R. 2010. Going to pieces. CFA Magazine [verkkodokumentti]. [Viitattu 14.2.2010]. Saatavilla

http://www.caclubindia.com/forum/files/55_cfa_journal_jan10.pdf

Puttonen, V. 2001. *Sijoituskirja*. Helsinki: WSOY. 169 s.

Pylkkönen, P. 2004. Arvopaperimarkkinoiden yhdentymisen. S. 39–70. Teoksessa: H. Koskenkylä (toim.) *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*. Suomen Pankki. Tutkimuksia A:107. 233 s.

Pälsi, M. 1997. Lojaliteettiperiaatteesta sopimusoikeudessa – sopimusoikeuden yleistiedollisen osan seminaari. S. 59–68. Teoksessa: H. Tolonen (toim.) *Sopimusoikeudellisia kirjoituksia*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden julkaisusarja A:87. 327 s.

Rahnasto, I. 2002. *Internet-oikeuden perusteet*. 3. painos. Helsinki: Kauppa-kaari. Lakimiesliiton Kustannus. 206 s.

Raitio, J. 2005. *Johdatus Euroopan integraation historiaan ja eurooppaoikeuteen*. Helsinki: Forum iuris: Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut. 186 s.

Raitio, J. 2006. *Eurooppaoikeus ja sisämarkkinat*. Helsinki: Talentum. 500 s.

Ripatti, K. 2004. Pörssitoiminnan ja selvitysjärjestelmien yhdentymisen. S. 115–142. Teoksessa: H. Koskenkylä (toim.) *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*. Suomen Pankki. Tutkimuksia A:107. 233 s.

Rudanko, M. 1995. *Pankkiasiakkaan ja pankin oikeussuoja*. Lakimiesliiton kustannus. Helsingin yliopiston Kansainvälisen talousoikeuden instituutin julkaisuja 21. 291 s.

Rudanko, M. 1998. *Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus*. Lakimiesliiton kustannus. Helsingin yliopiston Kansainvälisen talousoikeuden instituutin julkaisuja 33. 398 s.

Saxby, S. 2008. News and comment on recent developments from around the world. *Computer Law & Security Report* 24(1): 3–20.

Saylor, S. M. 2008. Are securities regulators prepared for a truly transnational exchange? *Brooklyn Journal of International Law* 33: 685–717.

Shipp, B. T. 2008. Filling gaps in European Union securities law: contractually organized supervision & the college of Euronext regulators. *American University International Law Review* 23: 387–450.

Sijoituspalveludirektiivi. Neuvoston direktiivi 93/22/ETY sijoituspalveluista arvopaperimarkkinoilla.

Sipilä, A. 2010. EU-päätäjät varoittivat liian tiukasta pankkien sääntelystä. Helsingin Sanomat 18.4.2010.

Skinner, C. 2007a. Make or break for Europe. S. 137–149. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Skinner, C. 2007b. Do we need a pan-European regulator? S. 103–110. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Smith, D. & Leggett, S. 2007. Client classification. S. 65–73. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Steichen, B. S. 2008. The impact of law of July 13, 2007 on markets in financial instruments in Luxembourg. *Journal of International Banking Law and Regulation* 23(4): 210–217.

Tagliabue, G. 2009. The role of controls in the international financial crisis. *International Review of Economics* 56(3): 303–313.

Tamminen, J. 2010. Uusi rahatemppu tuli Suomeen – ”Villiä menoa”. Uusi Suomi 23.2.2010.

Timonen, P. 1998. Oikeustaloustiede – mitä se on? *Lakimies* 1/1998: 100–114.

Turtiainen, M. 2004. *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Helsinki: Edita. 234 s.

Vaihekoski, M. & Vaittinen, L. 2001. Sijoittajien informaation käyttö ja sijoituskäyttäytyminen. Helsinki: LTT-Tutkimus. 81 s.

Vauhkonen, J. & Pylkkönen, P. 2004. Euroopan pankki- ja vakuutustoiminnan yhdentyminen. S. 71–114. Teoksessa: H. Koskenkylä (toim.) *Rahoitusmarkkinoiden integraatio*. Suomen Pankki. Tutkimuksia A:107. 233 s.

VM:n muistio 2006. Rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin (MiFID) täytäntöönpano Suomessa. 12/2006 [verkkodokumentti]. [Viitattu 17.11.2009]. Saatavilla

http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahaoitusmarkkinat/20061016Rahoit/MiFID.pdf

White, L. 2007. The benefits, opportunities and challenges of MiFID. S. 3–11. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Woodward, N. 2007. MiFID: data latency and all that. S. 225–234. Teoksessa: C. Skinner (toim.) *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID*. England: John Wiley & Sons. 261 s.

Wuolijoki, S. 2003. *Hyvä pankki- ja vakuutustapa*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. E-sarja N:o 9. Helsinki. 139 s.

Wuolijoki, S. 2009. *Pankin neuvontavastuu*. Lakimiesliiton Kustannus. Jyväskylä: Gummerus. 524 s.

Ämmälä, T. 2006. *Suomen kuluttajaoikeus*. Helsinki: Talentum. 366 s.