



LUT
Lappeenranta
University of Technology

LUT School of Business and Management
Kauppätieteiden kandidaatintutkielma
Talousjohtaminen

MiFID II direktiivin vaikutukset Suomalaisiin sijoituspalveluyrityksiin

The effects of MiFID II on Finnish investment service providers

10.12.2017

Tekijä: Olli Suortti

Ohjaaja: Maija Hujala

TIIVISTELMÄ

Tekijä: Olli Suortti

Tutkielman nimi: MiFID II direktiivin vaikutukset Suomalaisiin sijoituspalveluyrityksiin

Akateeminen yksikkö: School of Business and Management

Koulutusohjelma: Kauppatiede / Talousjohtaminen

Ohjaaja: Maija Hujala

Hakusanat: MiFID, MiFID II, sijoituspalveluyritys, direktiivi, sääntely

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena on selvittää, millaisia vaikutuksia voimaan tulevalla MiFID II direktiivillä on Suomalaisiin sijoituspalveluyrityksiin. Tutkimusmenetelminä työssä käytetään kirjallisuuskatsausta sekä asiantuntijahaastatteluita. Kirjallisuuskatsauksen avulla käydään päällisin puolin läpi sijoittajansuojan käsitettä ja muutoksen sisältöä. Asiantuntijahaastatteluilla selvitetään muutoksen syvällisempiä merkityksiä ja käytännön vaikutuksia kohdeyrityksiin.

Tutkimuksen perusteella MiFID II:lla tulee olemaan konkreettisia vaikutuksia sijoituspalveluyrityksiin. Vaikutusten suuruus riippuu kuitenkin paljon yrityksen tarkemmasta toimialasta ja liiketoimintamallista. Tutkimuksen mukaan direktiivi uudistus tulee vaikuttamaan eniten sellaisiin yrityksiin, joiden toiminta perustuu enimmäkseen kolmannen osapuolen tuotteiden myyntiin ja välitykseen. Tutkimustulosten valossa sijoituspalvelualalle ei ole odotettavissa perustavanlaatuisia muutoksia, vaan pikemminkin nykyisen sääntelyn tarkennuksia ja tiukennuksia markkinoiden paremman toiminnan takaamiseksi.

ABSTRACT

Author: Olli Suortti

Title: The effects of MiFID II on Finnish investment firms

School: School of Business and Management

Degree programme: Business administration / Financial Management

Supervisor: Maija Hujala

Keywords: MiFID, MiFID II, investment firm, directive, regulation

The goal of this Bachelor's thesis was to determine how the MiFID II directive will affect Finnish investment service providers. To examine these effects two study methodologies were chosen. These methodologies were literary review and interviews with experts. The aim of the literary review was to go over investor protection in general and to establish what are the key changes in MiFID regulation, and the aim of the interviews was to establish the deeper implications and any concrete effects of the regulation on the subject organizations.

It was found that MiFID II will have practical effects. The magnitude of these effects will be largely determined by a company's more specific role in the market and its business model. Based on this study, the new directive will have a stronger impact on companies who intermediate and sell third party products. It was also found that MiFID II will most likely not have any fundamental impact on the financial services industry. However, to guarantee better functioning of financial markets, some aspects of the regulation will be made more specified and strict.

Sisällysluettelo

1. Johdanto.....	1
1.1 Tutkimuksen tausta, tavoitteet ja tutkimuskysymykset.....	2
1.2 Tutkimuksen rajaukset.....	2
1.3 Tutkimusaineisto ja menetelmät.....	3
1.4 Tutkimuksen rakenne.....	4
2. Sääntelyn tausta ja keskeiset tavoitteet.....	6
2.1 Sijoittajansuoja.....	6
2.2 MiFID I ja MiFID II taustaa.....	8
2.2 MiFID I ja MiFID II erot.....	10
2.2.1 Markkinoiden Rakenne.....	11
2.2.2 Markkinoiden läpinäkyvyys.....	13
2.2.3 Sijoittajansuoja.....	14
2.2.4 Ulkopuolinen kontrolli ja raportointi.....	16
2.2.5 Sisäinen kontrolli ja hallinto.....	17
3. Asiantuntijoiden haastattelut.....	18
3.1 Haastattelumenetelmä.....	18
3.2 Haastattelut.....	19
3.2.1 MiFID II merkittävyys.....	19
3.2.2 MiFID II tarpeellisuus.....	20
3.2.3 Lisääntynyt raportointi ja compliance.....	22
3.2.4 Kulujen esittäminen.....	23
3.2.5 Rajoitetut toimiluvat.....	24
3.2.6 Yritysten toimintaedellytykset jatkossa.....	25
3.3 Asiantuntijoiden vapaa puheenvuoro.....	26
3.3.1 eQ.....	27
3.3.2 Nordea.....	28
3.3.3 Finanssivalvonta.....	29
4. Tulokset.....	31
4.1 Haastattelut.....	31
4.2 Tulokset suhteessa aiempaan tutkimukseen.....	33
4.3 Vastaukset tutkimuskysymyksiin.....	34
5. Yhteenveto.....	36
Lähdeluettelo.....	37
Kirjalähteet.....	37
Verkkolähteet.....	37

Liitteet

Haastattelurunko

1. Johdanto

Muutamana viime vuotena on tullut julki lukuisia tapauksia, joissa sijoitusyhtiöiden virheelliset toimet ovat aiheuttaneet niiden asiakkaille tuntevia taloudellisia menetyksiä. Osa näistä tapauksista on erityisen raskauttavia, sillä huonojen sijoituspäätösten uhreina on ollut ikäihmisiä, joilla ei välttämättä ole ollut minkäänlaista ymmärrystä siitä, mitä pankkiirit heidän omistuksilleen tekevät. Hyvä esimerkki ilmiöstä tuli pari vuotta sitten, kun Nordean sijoitusneuvoja lähti myymään 92-vuotiaan eläkeläisen osakesijoituksia ostaakseen tuotteita, joista pankki sekä neuvoja saavat komissioita. Eläkeläismies ei ymmärtänyt mitä tapahtui ja verokulut tulivat hänen perheelleen täytenä yllätyksenä. (Lassila, 2015) Toinen ja kenties räikeämpi tapaus, tuli esille keväällä 2017, kun kävi ilmi, että Aalto pankkiiriliike oli toistuvasti myynyt ja sijoittanut uudelleen erään eläkeläisen sijoitusomaisuutta. Menettelyn seurauksena kolmen vuoden yhteistyön aikana eläkeläisen sijoitusomaisuus hupeni alle kolmasosaan. Tämä johtui suurimmaksi osaksi riskipitoisista sijoituksista ja niiden tekemiseen kuluneista komissioista. (Lassila & Pietiläinen, 2017)

Näiden esimerkkitapausten kaltaisia tapauksia on lukuisia, mutta vain harvat päätyvät uutisiin. Vaikuttaa kuitenkin siltä, että sijoituspalveluita myyvillä yrityksillä on nykyisen lainsäädännön ja EU-säännösten puitteissa melko vapaat kädet toimia haluamallaan tavalla. Vuoden 2018 alussa nykytilanteeseen tulee muutos kun 3.1.2018 astuu voimaan Markets in Financial Instruments Directive 2 (jatkossa MiFID II). Se on merkittävä uudistus ja tiukennus alan säädöksiin ja tulee aiheuttamaan huomattavia muutoksia sijoituspalveluiden myyntiin. Tiukennuksia sääntöihin tulee tapahtumaan monilla osa-alueilla, kuten kannustimien vastaanottamisessa, raportoinnissa ja läpinäkyvyydessä. Uusi direktiivi tulee lisäksi asettamaan sääntelynalaiseksi sellaisia tuotteita ja palveluita, jotka eivät edellisen MiFID sääntelyn piiriin kuuluneet. Sijoituspalveluiden myyminen on merkittävä ala Suomessa ja muutokset tulevat koskettamaan monia – niin myyjiä kuin asiakkaitakin. Tästä syystä aihe on ajankohtainen ja sitä on tärkeää tutkia.

1.1 Tutkimuksen tausta, tavoitteet ja tutkimuskysymykset

Työn toisessa luvussa käydään ensin läpi sijoittajansuojan käsitettä. Tässä osiossa perustellaan sijoittajansuojan tärkeys, joka osaltaan perustelee myös MiFID II tärkeyden. Seuraavaksi käydään läpi aikaisempaa MiFID II taustoja. Kolmannessa kappaleessa tutustutaan direktiivin keskeiseen sisältöön. Empiirisessä osiossa käydään läpi alalla toimivien asiantuntijoiden kanssa suoritettuja haastatteluja. Haastatelluista henkilöistä kaksi työskentelee erilaisissa tehtävissä sijoituspalvelualalla ja yksi finanssivalvonnassa. Näiden haastatteluiden valossa muodostetaan kattava ja objektiivinen kuva siitä, miten ala tulee muuttamaan sääntelyuudistuksen myötä ja mitä mahdollisia muita tärkeitä huomioitavia seikkoja eri tahoilta nousee esille. Hypoteesina on, että haastateltujen asiantuntijoiden näkemykset heijastavat aihetta tutkineiden yritysten, kuten PwC:n, Deloitteen, EY:n ja KPMG:n, sekä erilaisten julkisten instanssien, kuten finanssivalvonnan johtopäätöksiä aiheesta, mutta tutkimuksen pyrkimyksenä on tuoda esiin myös uusia näkökulmia aiheesta. Haastattelujen avulla, sekä aiempaa kirjallisuutta apuna käyttäen on tarkoitus vastata päätutkimuskysymykseen:

- *Miten MiFID II tulee vaikuttamaan Suomessa toimivien sijoituspalveluita tarjoavien yritysten toimintaan?*

Ongelmaan haetaan ratkaisua alatutkimuskysymysten avulla:

- *Mitä hyötyjä ja mahdollisuuksia uudistus tuo alalle?*
- *Mitä haittoja ja uhkia alalle koituu uuden direktiivin myötä?*

Tutkittaessa tulevaisuudessa tapahtuvia asioita ei numeerista dataa ole saatavilla, joten tutkimuksessa pyritään arvioimaan ainoastaan minkä suuntaisia muutokset ovat. Työssä ei lähdetä arvioimaan muutosten suuruutta, sillä tällainen arviointi ei olisi luotettavaa.

1.2 Tutkimuksen rajaukset

Sijoituspalveluita tarjotaan monessa eri muodossa ja palveluntarjoajien joukko on hyvin kirjava. Tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan, miten MiFID II muuttaa sijoituspankkien, pankkiiriliikkeiden ja muiden asiakkaan rahoja sijoittavien finanssilaitosten toimintaa Suomessa. Tutkimuksen rajaus ei niinkään perustu yrityksen kokoon, vaan se perustuu enemmänkin yrityksen tuottaman palvelun

tyyppiin. Tutkimuksen kohteena ovat sijoituspalveluyritykset, jotka tarjoavat sijoitusneuvontaa ja muita finanssipalveluita yksityisille ihmisille, sekä toisille yrityksille. Tähän joukkoon kuuluu monia yrityksiä Nordean tyyppisistä suurista listatuista yrityksistä, vähemmän tunnettuihin ja erikoistuneempiin putiikkiyrityksiin kuten vaikkapa Aalto pankkiiriliike.

Vaikka direktiivi vaikuttaa koko EU alueella, keskitytään tutkimuksessa tarkastelemaan sen vaikutuksia Suomessa toimiviin yrityksiin. Maantieteellinen raja Suomessa on perusteltu, sillä tällä tavoin tulokset ovat mahdollisimman vertailukelpoisia ja luotettavia. Tutkimuksessa käytetään kuitenkin myös ulkomaisia aineistoja, sillä direktiivin sisältö on sama kaikkialla ja aiheesta on kirjoitettu paljon enemmän ulkomailla.

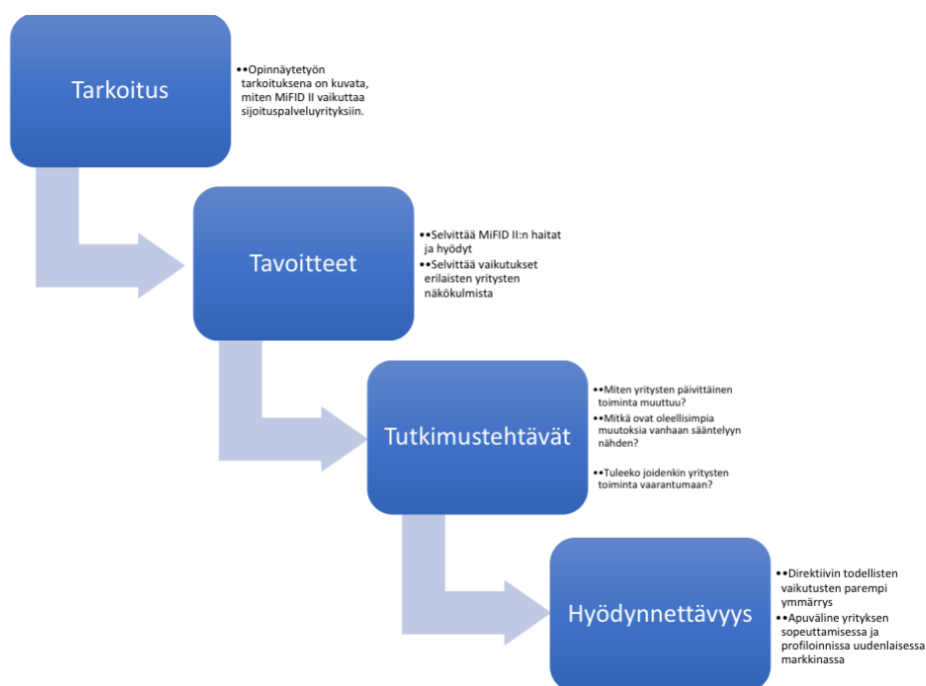
1.3 Tutkimusaineisto ja menetelmät

Vastaukset asetettuihin tutkimuskysymyksiin on tarkoitus selvittää kvalitatiivisen tutkimuksen menetelmin. Pääasiallisena tutkimusmenetelmänä käytetään asiantuntijahaastatteluja. Haastattelujen lisäksi tutkimuksen aineistona on käytetty lukuisia aiheesta aiemmin julkaistuja raportteja. Haastattelukysymykset on muodostettu aiempien raporttien pohjalta. Nämä menetelmät ovat valikoituneet tutkimusmenetelmiksi, sillä käyttämällä näitä kahta menetelmää toistensa tukena, saadaan varsin kattava ja hyvä kuva tutkimuksen aiheesta. MiFID II:sta on laadittu lukuisia raportteja eri näkökulmista sekä suomeksi että englanniksi. Näitä tutkimalla pyritään muodostamaan hyvä kuva tulevista tapahtumista. Toisessa luvussa tehdään yleinen kuvaus MiFID II suurista linjoista ja päästään vertailemaan direktiivin keskeisiä muutoksia vanhaan nähden. Haastatteluosuuden tehtävä on tuoda tutkimukseen toisenlainen näkökulma, jonka avulla pureudutaan syvemmälle MiFID II:n käytännön vaikutuksiin Suomalaisten sijoituspalveluyritysten kannalta. Tällä tavalla saadaan kokonaisvaltainen ja tutkimusongelman kannalta relevantti aineisto, jonka avulla päästään luotettaviin ja hyvin perusteltuihin johtopäätöksiin. Asiantuntijahaastattelut suoritetaan teemahaastatteluina. Tämä menetelmä sopii tilanteeseen parhaiten, sillä aihe on varsin monimutkainen ja asiantuntemusta vaativa. Teemahaastattelu on vapaamuotoinen tilanne, jonka puitteissa asiantuntijat pääsevätkin keskittymään tärkeiksi kokemiinsa seikkoihin. Tätä haastattelumenetelmää käyttämällä odotetaan

löytyvän vastauksia ja huomioita liittyen myös sellaisiin seikkoihin, joita ei välttämättä muuten olisi otettu huomioon ja täten saadaan entistä kattavampi näkemys muutoksesta.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Seuraavassa luvussa käydään ensin läpi sijoittajansuojan käsitettä ja perustellaan miksi se on tärkeä osa finanssimarkkinoiden hyvää toimintaa. Tämän jälkeen esitellään kirjallisuuden avulla mikä MiFID II on ja mitä se pitää sisällään. Kyseisessä luvussa esitellään MiFID II yleisesti ja kerrotaan millaisia artikkeleita, kirjoja ja muuta aiheesta on kirjoitettu. Tämän jälkeen tarkastellaan, mitä muutoksia MiFID II:ssa on aiempaan sääntelyyn nähden. Kolmannessa kappaleessa, eli asiantuntijoiden haastatteluissa syvennytään tarkastelemaan teemahaastattelun ominaisuuksia hieman tarkemmin. Samalla perustellaan myös, minkä takia haastattelumenetelmäksi valikoitui juuri tämä menetelmä. Tämän jälkeen samassa luvussa puretaan haastattelut ja kerrotaan niiden keskeisestä sisällöstä. Tässä kappaleessa analysoidaan havaittuja seikkoja syvemmin. Toisessa ja kolmannessa luvuissa tehtyjen havaintojen pohjalta vastataan tulokset osiossa esitettyihin tutkimuskysymyksiin. Viimeiseksi johtopäätökset luvussa kerrataan tutkielman keskeiset vaiheet ja löydökset, sekä pohditaan lyhyesti, mitkä asiat voisivat olla tulevaisuudessa mielenkiintoisia jatkotutkimuskysymyksiä.



Kuva 1. Tutkimuksen päämäärät ja käyttötarkoitukset

Kuvasta nähdään tutkielman teoreettinen viitekehys, eli näkökulma josta aihetta tarkastellaan. Tutkimustuloksia pohditaan kuvaajassa esitettyjen osa-alueiden avulla. Ensin esitellään kirjallisuuslähteitä käyttäen kunkin pääkohdan muutokset hieman syvällisemmin. Tässä osassa esitellään yleisiä havaintoja siitä, millaisia muutoksia uudistukset aiheuttavat finanssialalla ja siten myös Suomen yrityskehityksessä. Tämän jälkeen tutkimuksen tuloksia tuetaan ja arvioidaan asiantuntijahaastatteluiden avulla, samalla saadaan myös yksityiskohtaisempaa tietoa erilaisiin yrityksiin kohdistuvista vaikutuksista.

2. Sääntelyn tausta ja keskeiset tavoitteet

Toisen luvun ensimmäisessä osassa käydään tieteellisten artikkelien ja kirjallisuuden pohjalta läpi sijoittajansuojan käsitettä, sekä perustellaan, minkä takia sijoittajansuoja on olennainen osa markkinoiden oikeanlaista toimintaa. Toisessa kappaleessa selitetään lyhyesti mitä MiFID tarkoittaa ja käydään läpi sääntelyn historiaa. Samassa kappaleessa esitellään lyhyesti myös aiheeseen liittyvää kirjallisuutta ja näiden lähteiden sisältöä. Toisen luvun jälkipuoliskolla käydään omassa kappaleessaan läpi MiFID II:n keskeisimpiä uudistuksia. Kappale on jaettu muutamaaan osaan tutkimuksen jäsentelyn helpottamiseksi.

2.1 Sijoittajansuoja

Tavoitteiltaan ja rakenteeltaan sijoittajansuojaa ja kuluttajansuojaa voidaan pitää osaksi yhdenmukaisina kokonaisuuksina (Rudanko 1998 s. 80). Sijoittajansuojan keskeiseen olemukseen liittyy läheisesti myös sen pyrkimys turvata heikommassa asemassa olevalle osapuolelle, kuten vaikkapa sijoituspalveluyrityksen asiakkalle turvallinen kaupankäynti. Toisinaan sijoittajansuoja voidaan joiltain osin katsoa suoraan kuluttajansuojaksi etenkin silloin kun on kyse piensijoittajasta. (Parmanne 2011 s. 38)

Joidenkin näkemysten mukaan finanssialan sääntelyä ja siten myös sijoittajansuojaa ei varsinaisesti tarvittaisi, sillä kauppaa käyvät asiantuntevat tahot (Stigler, 1964). Tämän suuntaiset teoriat ovat kuitenkin auttamatta osoittautuneet vääriksi. Mikäli markkinat toimisivat hyvin asiantuntevien ihmisten yhteistyönä ei laskukausia olisi lainkaan ja erityisesti vuodesta 2008 alkaneen finanssikriisin kaltaisten voimakkaiden heilahteluiden ei pitäisi olla mahdollisia.

2000 luvun tapahtumista alkunsa saanut finanssikriisi johtaa juurensa monen eri tapahtuman seurauksena, joilla on oikeastaan alkunsa jo 1990 luvun puolella. Tällöin Federal Reserve laski korkojaan yhteen prosenttiin kiihdyttääkseen talouskasvua. Menettelyn seurauksena pankit puolestaan alkoivat lainata asiakkailleen rahaa entistä keveämmin perustein. Tämän seurauksena asuntojen kysyntä kasvoi ja niistä tulikin hyviä sijoituskohteita lainan ollessa edullista ja asuntojen hintojen kasvaessa. Vuonna 2006 asuntojen hinnat kuitenkin kääntyivät laskuun ja sijoittajat alkoivat myydä

asuntojaan. Tästä seurasi asuntojen hintojen romahdus. Ihmisillä ei ollut enää varaa maksaa lainojaan, jolloin pankit tekivät suuria tappioita. Samaan aikaan useat pankit olivat myös sijoittaneet niin sanottuihin CDO:ihin (collateralized debt obligation). Nämä ovat viputuotteita, joihin oli paketoitu suuri määrä edellä mainittuja asuntolainoja, joista suuri osa oli arvottomia. CDO:t ym. Aiheuttivat joillekin pankeille raskaat tappiot, ja esimerkiksi Lehman Brothers ajautui tästä syystä konkurssiin. Näiden tapahtumien seurauksena ajaututtiin finanssikriisiin ja yleinen luottamus markkinoihin romahti. (Schlösser 2011, s. 65) Ketään tiettyä tahoa ei voida yksin syyttää finanssikriisistä, mutta varsin yleisesti ajatellaan, että yhdistelmä Federal Reserven löysää rahapolitiikkaa, sijoittajien ahneutta ja kuluttajien huolettomuutta aiheutti tilanteen, jossa kriisi pääsi syntymään (Davies, 2010). Oli syy edelliseen kriisiin mikä tai kenen tahansa, finanssikriisi toimii hyvänä esimerkkinä siitä, että asiantuntijat tekevät virheitä ja että erilaista sääntelyä ja sijoittajansuojaa tarvitaan.

Pohdittaessa sijoittajansuojan tärkeyttä, monen tutkijan mukaan, on havaittavissa selvä yhteys sijoittajansuojan ja reaalityalouden välillä. Johnsonin (2000) tutkimusten mukaan mitä parempi maan sijoittajansuoja on, sitä vähemmän se kärsii mahdollisista finanssikriiseistä. Pohdittaessa tätä yhteyttä on tärkeää panna merkille, että sijoittajansuoja vaikuttaa reaalityalouteen finanssimarkkinoiden kautta. Vaikutukset kanavoituvat kolmella tavalla. Ensinnäkin korkeampi sijoittajansuoja lisää säästämis- sekä sijoitushalukkuutta. Tämän lisäksi hyvä sijoittajansuoja tehostaa varojen allokoitumista sellaisiin tarkoituksiin, jossa se toimii tehokkaimmin. (Beck et al. 2000) Samanlaisia näkemyksiä jakavat myös useat muut tutkijat. King ja Levine (1993) tulevat lopputulokseen, että maiden joilla on suuremmat pääomamarkkinat, taloudet tulevat todennäköisemmin kasvamaan paremmin tulevaisuudessa. LaPorta et al. (1999) tulevat tulokseen, että sijoittajansuojan vahvistaminen lisää talouden hyvinvointia. Tämä johtuu heidän mukaansa pääasiassa siitä, että hyvä taloudellinen ympäristö ja vakaat instituutiot tarjoavat sijoittajille turvallisen markkinapaikan, jonka avulla he voivat allokoita varansa tehokkaimmin.

La Porta et al. (1999) ovat myös arvioineet eri lakijärjestelmien eroja. Euroopassa suurimmista lakijärjestelmistä on käytössä Common law, French civil law, German civil law sekä Scandinavian civil law. Tutkimuksessa havaittiin, että Suomessa ja muissa pohjoismaissa käytössä oleva scandinavian civil law on sijoittajansuojaa koskevien

säännösten osalta kaikista kattavin. (La Porta et al. 1999a) MiFID II on koko euroopan alueella sama, ja tulee voimaan maissa, joissa on erilaiset lakijärjestelmät.

Suomessa sijoittajasuoja vaikuttaa kuitenkin olevan jo varsin korkealla tasolla. Tämä tulee myös esiin asiantuntijahaastatteluissa, jossa eQ:n edustaja toteaa, että Suomessa asiakasvalitusten määrä sijoituspalvelutuotteista on muihin Euroopan maihin verrattuna varsin pieni. Tästä herää helposti kysymys onko MiFID II osin tarpeeton Suomessa ja aiheuttaako se vain tarpeetonta vaivaa jo valmiiksi tunnollisille yrityksille.

Kaiken kaikkiaan on kuitenkin osoitettu, että hyvällä sijoittajasuojalla on positiivisia vaikutuksia talouteen muun muassa varojen tehokkaamman allokoinnin ansiosta (La Porta et al. 1999). Koska MiFID II lisää sijoittajansuojaa monin tavoin, voidaan päätellä, että direktiiviuudistus on tervetullut. On kuitenkin myös tärkeää pohtia mikä on riittävä sääntelyn taso ja milloin aletaan mahdollisesti siirtymään tilanteeseen, jossa sääntelyn lisääminen estää yritysten sulavan toiminnan. Aihetta sivutaan jonkin verran asiantuntijahaastattelujen yhteydessä, ja pohditaan enemmän tulokset osiossa.

2.2 MiFID I ja MiFID II taustaa

Jotta pystytään ymmärtämään mikä MiFID II on, tulee ymmärtää, mitä sen aiempi versio eli MiFID (Markets in Financial Directive) tarkoittaa. MiFID on EU-direktiivi, joka on ollut voimassa vuodesta 2007 lähtien. Sen avulla on säädely muun muassa erilaisten rahoitusinstrumenttien kaupankäyntiä ja sijoittajansuojaa koskevista asioista (Finanssivalvonta, 2017). MiFID:n avulla on yhdenmukaistettu sijoituspalveluita ja niihin liittyvää sääntelyä EU:n sisämarkkinoilla. Tähän on pyritty esimerkiksi poistamalla kaupankäynnin esteitä ja siten helpottamalla sijoituspalveluiden tarjoamista maan rajojen yli. (Danske Bank) MiFID on ollut hyödyllinen asiakkaalle siinä mielessä, että tuotteiden ostaminen ulkomailta on helpottunut. Toinen merkittävä etu asiakkaan kannalta on ollut sijoituspalveluita myyvien yritysten aiempaa suurempi velvollisuus kartoittaa asiakkaan ominaisuuksia, jotta asiakkaalle pystyttäisiin tarjoamaan mahdollisimman hyvin hänelle sopivia tuotteita. MiFID:iä ja sen vaikutuksia on tutkittu laajalti ja näistä asioista on julkaistu suuri määrä erilaisia raportteja ja artikkeleita. Suomessa julkisista instansseista aktiivisimmin MiFID:stä on julkaissut

Finanssivalvonta. Se on laatinut erilaisia raportteja, jotka ovat tutkineet sääntelyä hieman eri näkökohdista. EU tasolla aiheesta on julkaissut aktiivisesti esimerkiksi Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (jatkossa ESMA). Julkisten instanssien lisäksi aihetta ovat tutkineet muutkin tahot, kuten erilaisissa yrityksissä ja yliopistoissa työskentelevät henkilöt. Esimerkiksi Manchesterin yliopiston tutkija Emilio Avgouelaksen erikoisraportti (2007) MiFID:n implementoinnista ja sen puitteissa toimimisesta, käsittelee pitkälti samoja asioita kuin tämä tutkimus, sillä erotuksella, että Avgouelaksen raportti käsittelee aiempaa, vuoden 2018 alusta poistuvaa alkuperäistä MiFID direktiiviä. Erikoisraportti oli koottu haastatteleamalla johtavia EU lainsäätäjiä, suurien pankkien johtajia sekä akateemikkoja ja rahoitusalan juridisia asiantuntijoita. Raportissa todetaan, että MiFID on todella merkittävä uudistus aiempaan vuoden 1993 Investment Services Directiveen verrattuna. Alan sääntely uudistui merkittävästi ja sääntelyn piiriin tuotiin suuri määrä uudenlaisia tuotteita ja palveluita, kuten esimerkiksi sijoitusneuvonta. Alkuperäistä MiFID:iä on tutkinut myös muun muassa Degryse (2009). Mukaan mukaan MiFID lisää kilpailua ja siten parantaa markkinoiden toimintaa. Raporttien löydökset ovat kuitenkin tämän tutkimuksen valossa hieman vanhentuneet, sillä on tullut yleisesti selväksi, että alkuperäinen MiFID on ollut osin riittämätön markkinoiden sääntelyssä. Vuonna 2017 julkaistu Danny Buschin ja Cees Van Dammin *A Bank's duty of care*, on uudempi teos, jossa tutkitaan näitä direktiivejä. Näkökulmana teoksessa on esitellä MiFID I: ja -II:n eroja. Teoksessa on tuotu julki myös kirjoittajien omia mielipiteitä ja näkemyksiä muun muassa muutosten laajuudesta ja niiden todellisista vaikutuksista. Busch & Van Dam (2017, 56) tulevat kirjassaan lopputulokseen, että MiFID II ei aiheuta sääntelyssä mitään perustavanlaatuisia muutoksia. Sääntelymuutos aiheuttaa pikemminkin muutoksia esimerkiksi lisääntyneen raportoinnin ja siitä aiheutuvan vaivan muodossa.

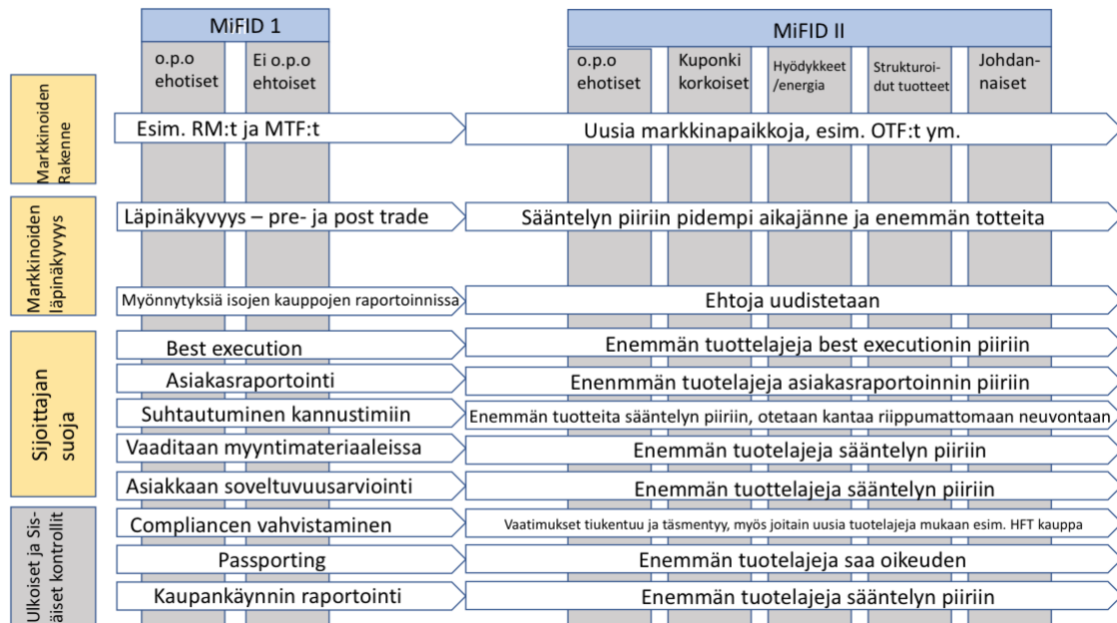
Viimeaikainen markkinakehitys ja muun muassa viime vuosikymmenen lopulta alkaen levinnyt finanssikriisi ovat osoittaneet tarpeen sääntelyn päivittämiselle. MiFID II on vastaus tähän tarpeeseen. MiFID II tulee voimaan 3.1.2018. Voimaan tullessaan se asettaa sijoituspalveluiden myyjille huomattavasti edeltäjänsä tiukempia rajoituksia. Merkittävimmät muutokset tulevat kohdistumaan Lehdon ja Toivoniemen (2016) mukaan sijoitusneuvonnan myyntikomissioiden käyttöön, tiedonantovelvollisuuden laajenemiseen, kaupankäynnin läpinäkyvyyden lisäämiseen aiempaa erilaisemmille sijoitustuotemarkkinoille, sekä muun muassa aiemmin vapaasti vaihdettujen

sijoitustuotteiden ohjaamiseen järjestäytyneille kauppapaikoille. Näiden muutosten lisäksi pankkiiriliikkeiden ja investointipankkien kaupparaportointivelvollisuudet lisääntyvät. Prorokowski (2015) toteaaakin, että MiFID II tulee muuttamaan tiettyjen yritysten liiketoimintamalleja merkittävästikin.

MiFID II on vasta astumassa voimaan. Tästä syystä sen vaikutuksista yrityksiin on päästy vielä tekemään varsin vähän tutkimusta. MiFID II:sta onkin kirjoitettu lähinnä erilaisten julkisten virastojen ja muutaman suurimman konsulttiyrityksen toimesta. Myös jotkut pankit ja muut laitokset ovat julkaisseet omia näkemyksiään uuden direktiivin vaikutuksista. Edellä mainitut lähteet ovat kaikista runsaimpia ja tarjoavat loistavaa tietoa uudistuksen sisällöstä. Näistä lähteistä löytyy myös suuri määrä analyysia muutosten luonteesta ja siitä millaisia vaikutuksia uudella direktiivillä todennäköisesti tulee olemaan käytännössä. Vaikka MiFID II onkin uusi aihe ja sen saralta puuttuu vielä akateeminen kirjallisuus melko pitkälti, on siitä kuitenkin julkaistu joitakin tieteellisiä artikkeleita, jotka tutkivat uudistusta eri näkökulmista. Aiheesta on kuitenkin kirjoitettu riittävästi kattavan kuvan muodostamiseksi.

2.2 MiFID I ja MiFID II erot

MiFID II tulee aiheuttamaan Deloitteen (2014) mukaan kahdeksan suurta muutosta rahoitusalan sääntelyyn. Nämä ovat: uusien finanssi-instrumenttien tuominen sääntelyn piiriin, myynnin kannustimien kieltäminen, sijoittajansuojan paraneminen, ylimmän johdon suurempi vastuu yrityksensä toimista, EU ulkopuolisista maista kotoisin olevien yhtiöiden yhtäläinen kohtelu, markkinoiden läpinäkyvyyden lisääminen sekä kaupanteon raportointi ja viimeiseksi suurempien rangaistusten määrääminen erilaisista rikkeistä näitä sääntöjä kohtaan. (Deloitte, 2014). Eri raporteissa muutoksia on listattu hieman eri tavalla ja hieman eri laajuudella. Seuraavassa kuvaajassa on havainnollistettu aihealueittain, millaisia eroja MiFID II:lla on vanhaan direktiiviin nähden.



kuva 2. MiFID I ja MiFID II erot

Kuvaajassa erot on jaoteltu neljään sarakkeeseen: ulkoiset ja sisäiset kontrollit, sijoittajansuoja, markkinoiden läpinäkyvyys ja markkinoiden rakenne. Riippumatta käytetystä tietolähteestä, nämä neljä aihetta ovat nousseet pääteemoiksi, jotka ovat olleet hyödyllisiä muutosten ryhmittelyssä. Tämän lisäksi kuvaajasta näkyy, miten MiFID II on tehnyt jokaiseen aihealueeseen tarkennuksia. Lisäksi kuvaajasta voidaan huomata toinen tärkeä seikka MiFID II:sta, eli sen suuremman ulottuvuuden. Tämä tarkoittaa, että sääntelyn piiriin on tuotu aiempaa enemmän tuotteita, kuten strukturoidut tuotteet ja johdannaiset. Tutkimuksessa pohditaan tutkimustuloksia näiden neljän kuvaajassa esitetyn osa-alueen avulla. Ensin esitellään kirjallisuuslähteitä käyttäen kunkin pääkohdan muutokset hieman syvällisemmin. Tässä osassa esitellään yleisiä havaintoja siitä, millaisia muutoksia uudistukset aiheuttavat finanssialalla ja siten myös Suomen yritys kentässä.

2.2.1 Markkinoiden Rakenne

MiFID II:n tarkoituksena on luoda syvempää integraatiota eri EU maiden finanssimarkkinoiden välille. Sen on tarkoitus osaltaan myös lisätä kilpailua tasaamalla eri maiden toimintaedellytyksiä ja lisäämällä markkinoiden tehokkuutta yhdenmukaistamalla niitä. (Deutsche Börse Group, 2017). Deutsche Börse Group jakaa

markkinarakenteen muutokset neljään kategoriaan: kauppapaikat, pakollisuus tehdä kauppaa tietyillä instrumenteilla tietyissä kauppapaikoissa, pääsy kauppapaikoille ja EU:n ulkopuolisia maita koskevat säädökset.

Kauppapaikkoja koskevat muutokset tarkoittavat sitä, että MiFID II:n jälkeen säänneltyjen markkinoiden (RM) ja multilateraalisten kauppapaikkojen (MTF) lisäksi on luotu kolmas kauppapaikka sääntelemään tietyillä muilla tuotteilla, kuten velkainstrumenteilla käytävää kauppaa. Tällaisia kauppapaikkoja kutustaan OTF:ksi, eli Organised trading facilitiesiksi. (Deutsche Börse Group). OTF:t eroavat jo olemassa olevista MTF:stä kahdella tavalla. OTF kauppapaikoilla toimivat yritykset saavat käydä kauppaa erilaisilla instrumenteilla, joita ei MTF:ssä ole tunnettu. Tällaisia tuotteita on vaikkapa päästörajoitukset ja erilaiset johdannaisinstrumentit. Tästä johtuen OTF kauppapaikoilla vaihdettavien tuotteiden kirjo on laaja, joten OTF:ssä kauppaa käyvien yritysten on täytettävä tiukemmat sijoittajansuojaan liittyvät vaatimukset, kun esimerkiksi MTF:ssä kauppaa käyvien yritysten. Yritysten intoa pyrkiä toimimaan OTF:ssä uusien vaatimusten valossa on vaikea arvioida, mutta kauppapaikoissa tulee todennäköisesti näkymään erilaisia muutoksia (Aron, 2015). Tämä markkinoiden rakenteen muutoksen osa tarkoittaa sitä, että mikäli joku johdannainen on riittävän standardoitavissa, ESMA määrää tällaisen johdannaisen kaupankäynnin tapahtuvan järjestetyssä kauppapaikassa, eli käytännössä OTF:ssä, RM:ssä tai MTF:ssä. Kyseinen muutos tarkoittaa myös sitä, että sellaisia tuotteita jotka on hyväksytty näille kauppapaikoille ei saa enää vaihtaa muilla tavoin paitsi tietyissä erityistapauksissa, kuten esimerkiksi kahden ammattilaisen, eli sijoitustoimintaa työkseen tekevän henkilön välisessä kaupassa. (Deutsche Börse Group, 2017)

Seuraava osa-alue markkinoiden rakennetta koskevaa lainsäädäntöä kartoittaa sääntöjä ja oikeuksia erilaisille kauppapaikoille pääsystä. Tässä otetaan erityisesti huomioon markkinoiden stabiilius ja hyvinvointi. Esimerkkinä joidenkin johdannaisten tuominen samoille markkinoille, saattaa aiheuttaa liikaa epävakautta ja tällaisten johdannaisten tuominen samoille kauppapaikoille tulee olla sallittua ainoastaan, jos se ei uhkaa markkinoiden normaalia ja tervettä toimintaa. Ulkopuoliset yritykset ja sijoittajat saavat toimia EU markkinoilla tietyin ehdoin. Uuden sääntelyn nojalla tullaan esimerkiksi useimmissa tapauksissa vaatimaan tytäryhtiön perustamista EU alueen sisälle, jos EU:n ulkopuolinen emoyritys tahtoo toimia EU alueella. Tämä tarkoittaa

käytännössä, että EU:n ulkopuolelta tulevien yritysten toiminta päästään saattamaan samalla tavalla MiFID II sääntelyn piiriin, kun EU:sta kotoisin olevien yritysten. Mikäli tällainen yritys ei halua perustaa tytäryhtiötä, tarjotaan vaihtoehtona mahdollisuutta rekisteröityä ESMAlle, jolloin valvonta toteutetaan yrityksen kotimaan viranomaisten ja ESMAN yhteistyön avulla.

Noin kymmenesosa osakekaupoista Euroopassa käydään nykyisin pörssien ulkopuolella, niin ettei kauppaa käyvien täydy tuoda ostohintojaan tai –määriään julkisiksi. MiFID II:n on tarkoitus tehdä tilanteen muutos. (Deutsche Börse Group, 2017) Lainsäätäjät ovat tietoisia, että tietyissä tapauksissa jossa kauppaa käydään isoilla rahamäärillä, on tehokkaampaa toimia normaalin pörssijärjestelmän ulkopuolella ja suorittaa tällaiset transaktiot suoraan myyjän ja ostajan välillä ilman välikäsiä. Tällaisia kauppvoja varten annetaan tiettyjä myönnytyksiä. MiFID II:n tarkoituksena on kuitenkin tuoda pienemmän volyymin kaupankäynti säännellyille markkinapaikoille. MiFID II:ssa on kuitenkin aukkoja, esimerkiksi isoimpien kauppajien saamien myönnytysten muodossa ja on vaarana, että vielä suurempi osa kaupankäynnistä siirtyy pimeille markkinoille. (Hadfield, 2017). Samaan aiheeseen liittyy sääntely double volume cap:sta. Tämä tarkoittaa sitä, että tietyllä instrumentilla saadaan käydä vain tietyn osuuden verran kauppaa raportoinnin keventämistä varten tarkoitettujen poikkeuslupien avulla. Esimerkiksi isoille kaupoille myönnettävillä poikkeusluvilla saa käydä kauppaa ainoastaan 4% verran kaikesta osakkeella käydystä kaupasta tietyn ajanjakson aikana. (Wennerberg, 2015)

2.2.2 Markkinoiden läpinäkyvyys

Ernst & Young (jatkossa EY) on jakanut markkinoiden läpinäkyvyyden viiteen eri huomioon otettavaan seikkaan. Ensimmäinen näistä on ennen kauppvoja vaadittava läpinäkyvyys eli MiFID II:n voimaantullessa tämä läpinäkyvyysvaatimus ulotetaan ei oman pääomanehtoihin instrumentteihin. Käytännössä siis RM:ien ja MTF:ien lisäksi OTF:ssä käydystä kaupasta ollaan velvollisia esittämään pyydettyjen ja toteutuneiden kauppahintojen erot (EY, 2017).

Toinen markkinoiden läpinäkyvyyttä parantava säädös on yritysten velvollisuus esittää käypä hinta jostakin tuotteesta, jos asiakas sitä pyytää. Yrityksen pitää lisäksi tarjota

tämä tieto muillekin mahdollisille asiakkaille jotka tiedon haluavat (Norton Rose Fulbright, 2014). Nämä ehdot pätevät tietyn määrärajan ja tuotteen likvidiysasteen täytyttyä. Yritykset ovat kuitenkin oikeutettuja peruuttamaan tarjouksiaan tietyissä tapauksissa. Yritykset voivat tällä tavalla tarkastella esimerkiksi vastapuolen luottoriskiä ja muita kaupantekoon vaikuttavia tekijöitä ja näiden seikkojen valossa päättää kenen kanssa ne haluavat tehdä kauppaa (EY, 2017). Ennen kauppoja vaadittavaan läpinäkyvyyteen on liennytyksiä isojen kauppojen osalta, sillä toimijat ovat olleet huolissaan esimerkiksi läpinäkyvyyden vaikutuksesta kauppahintaan. MiFID II sääntelyyn on kuitenkin lisätty kohta, joka oikeuttaa sääntelyn täsmentämiseen kahden vuoden päästä ja on mahdollista, että sääntely tiukentuu tuolloin. Toistaiseksi sääntely pysyy näiltä osin samana kuin MiFID I:n aikaan.

Kolmantena muutoksena läpinäkyvyyteen MiFID II määrää myös kauppapaikkojen ja niillä kauppaa käyvien tahojen ajanlaskun synkronoinnista. Tämä auttaa viranomaisia valvomaan kaupankäyntiä ja mahdollisia väärinkäytöksiä paremmin. (EY, 2017)

2.2.3 Sijoittajansuoja

Yksi MiFID II:n merkittävimmistä tavoitteista on sijoittajansuojan parantaminen. Direktiivin uudistuessa astuu voimaan lukuisia uusia ja päivitettyjä säännöksiä, joiden on tarkoitus ohjata yrityksiä toimimaan asiakkaan näkökulmasta parhaalla mahdollisella tavalla. Nämä säännökset koskevat esimerkiksi sijoittajan omaisuuden turvaamista, kannustimien käytön vahvaa rajoittamista, asiakkaiden lajittelua sopiviin ryhmiin heidän ominaisuuksiensa, kuten asiantuntemuksensa perusteella, sekä muita vastaavia uudistuksia (Deutsche börse group, 2017). Uudistuksia on sijoittajansuojan paranemisen osalta lukuisia. EY (2017) nostaa tärkeimmiksi uudistuksiksi kuitenkin juuri kannustinten käytön rajoittamista, paremman tiedottamisen asiakkaille sijoituksen kustannuksista, sekä tiedon tarjoaminen siitä, miten hyvin sijoitus vastaa asiakkaan odotuksia.

MiFID II:n kenties puhutuin uudistus on ollut kannustinten kieltäminen riippumattomilta sijoitusneuvoilta. Ennen uudistusta sijoitusnevoja tai varainhoitaja on voinut markkinoida palveluitaan riippumattomana, samaan aikaan kun hän on nauttinut myymiensä tuotteiden kannustimista ja provisiopalkkauksesta. MiFID II:n voimaan

tullessa tämä kuitenkin muuttuu kielletyksi. Kyseessä on merkittävä uudistus ja varmaankin koko direktiiviuudistuksen merkittävin yksittäinen osa tämän tutkimuksen kohteena oleville yrityksille, sillä kyseinen osa uudistusta ei ole enää järjestelytekninen kysymys, joka tiukentaisi sääntelyä. Se on suora kiello toimia tietyllä tavalla. Uudistus on merkittävä este joidenkin yritysten voitontuottomahdollisuuksille, jotka ovat rakentaneet yritystoimintansa tietyn liiketoimintamallin mukaisesti edellisten sääntöjen vallitessa. (Deloitte, 2014). Jatkossa yritysten on valittava liiketoimintamallinsa jostakin seuraavan kuvan sarakkeista:



* Kannustimella tarkoitetaan palveluntarjoajan saamaa rahallista tai muuta hyötyä tuotteen tarjoamisesta. Se voi olla rahaa, mutta myös esimerkiksi ilmaista sisältöä tai dataa online-palveluun, neuvojen koulutusta ja motivointia.

Kuva 3. Liiketoimintamallit ja kannustinten sallittavuus (Nordea, 2017) (Kuvaajan käyttöön saatu lupa Nordeasta)

Toinen merkittävä uudistus on vaatimus paremmasta tiedottamisesta sijoituskohteen kokonaiskustannusten osalta. Tästä vaatimuksesta on rajattu ulos execution-only palvelut eli pelkästään kauppojen toteuttamisen palvelut, sekä muita yksinkertaisiksi määriteltyjä sijoitustuotteita ja -palveluita. Sijoitustuotteiden myyjien tulee siis pitää asiakkaansa tietoisina sijoituksen kertyneistä kokonaiskustannuksista. Tämä uudistus tulee koskemaan monenlaisia sijoitusinstrumentteja, kuten vaikkapa valuuttakurssisijohdannaisia ja muita monimutkaisiksi luokiteltuja instrumentteja. (Norton Rose Fulbright, 2015) Kolmas tärkeä uudistus aiheeseen liittyen on sijoitusneuvonnan parantaminen. Tämä tarkoittaa yksinkertaisesti sitä, että sijoitusneuvojan on selitettävä asiakkaalle, miten hyvin neuvo vastaa asiakkaan

odotuksia ja päämääriä. Tämän lisäksi asiakkaalle tulee kertoa, tarjotaanko tuotteita rajoittamattomasta vai jollakin tapaa rajoitetusta tuotteiden joukosta (EY, 2017).

2.2.4 Ulkopuolinen kontrolli ja raportointi

Ulkopuolisen kontrollin ja raportoinnin aihealue jakautuu viiteen osaan, joita ovat kauppojen raportoimiseen liittyvät vaatimukset, EU ulkopuolisten maiden pääsy markkinoille, kaupankäynnin rajoitukset, HFT-kaupankäynnin rajoitukset sekä näiden säännösten rikkomisesta seuraavat rangaistukset.

Kauppojen raportoimiseen liittyvät vaatimukset tarkoittavat tässä tapauksessa sitä, että MiFID II:n voimaantullessa raportoinnin piiriin siirtyy lukuisia uudenlaisia omaisuuseriä. Tämä tarkoittaa käytännössä, että tulevaisuudessa esimerkiksi valuuttakurssijohdannaisilla, tai MTF- tai OTC-johdannaisilla käytävä kauppa on sääntelyn piirissä ja tulee raportoida viranomaisille. Toinen tärkeä muutos on kaupankäyntiin liittyvät rajoitukset. Näillä rajoituksilla säädetään millä volyyymilla toimija voi käydä kauppaa tietyllä tuotteella. ESMA tulee päättämään näistä rajoista aikanaan. Huomionarvoista tämän uudistuksen osalta on kuitenkin se, että muutos ei koske kaiken tyyppisiä toimijoita ja uudistus saattaa aiheuttaa markkinahäiriöitä, sillä kysynnän ja tarjonnan tasapaino muuttuu. (EY, 2017)

Kontrollin lisäykset tulevat koskemaan myös HFT-kaupankäyntiä, eli tietokoneiden toisiaan vastaan tekemää salamannopeata kauppaa, joka perustuu erilaisiin matemaattisiin algoritmeihin. Uudistuksen on tarkoitus suojata markkinoita äkillisiltä romahduksilta (flash crash), joihin HFT-kaupankäynnin tiedetään olleen osallisena (Kirilenko, Kyle, Samadi, Tuzun, 2014). Markkinoiden stabiilius on tarkoitus turvata vaatimalla HFT-kauppaa käyvien yritysten rekisteröitymistä sijoitusyhtiöiksi sekä jakamaan sijoitusalgoritminsa viranomaisten kanssa. Näissä algoritmeissa pitää olla sisäänrakennettuna mekanismeja, joiden tarkoituksena on estää algoritmien aiheuttamia häiriöitä markkinoilla. Tällä on tarkoitus turvata jatkossa markkinoiden terve toiminta. Mikäli näitä ja muita säädöksiä ei noudateta, voivat paikalliset viranomaiset tai ESMA määrätä sopivan rangaistuksen sääntöjä rikkoneelle taholle. Tällaisia rangaistuksia voidaan määrätä joko luonnolliselle henkilölle tai oikeushenkilölle. Rangaistuksen laatu voi olla mitä tahansa sakosta toimiluvan poistamiseen. (EY, 2017)

2.2.5 Sisäinen kontrolli ja hallinto

Viimeisenä osa-alueena, jonka säännöksiä MiFID II uudistaa, on sisäinen kontrolli ja hallinto. Uudistus tulee tarpeeseen, sillä heikkoudet sisäisessä kontrollissa ovat olleet merkittävässä osasyssä viime vuosikymmenen lopun finanssikriisiin (Norton Rose Fulbright, 2014). MiFID II parantaa sisäisen kontrollin ja hallinnon tehokkuutta eri tavoilla. Yritysten on säilytettävä kirjaukset liiketapahtumistaan vähintään viiden vuoden ajalta. Jäsenmaat voivat toki vaatia pidempiäkin aikoja, kuten Suomessa, jossa liiketapahtumien kuitteja täytyy jo tällä hetkellä säilyttää kuusi vuotta (Minilex, 2017). MiFID II:n puitteissa minimiaika on kuitenkin viisi vuotta. MiFID II tekee täsmennyksiä myös corporate governancen, eli ”järjestelmän, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan” (Arvopaperimarkkinayhdistys) vaatimuksiin. Näihin muutoksiin lukeutuu esimerkiksi sisäisen tarkastajan, eli compliance officerin roolin voimistuminen ja vastuun lisääntyminen. (EY, 2017)

3. Asiantuntijoiden haastattelut

Luvussa kaksi käytiin läpi sijoittajansuojaa, sen tarpeellisuutta sekä MiFID II taustaa ja sen keskeistä sisältöä. Jotta tutkimuskysymyksiin voidaan luontevasti vastata, tarvitaan kuitenkin osin yksityiskohtaisempaa tietoa. Haastattelujen avulla pystytään vastaamaan niihin kysymyksiin jotka ovat tutkimuksen kannalta oleellisia ja joihin ei kirjallisuuskatsauksen avulla ole saatu vastauksia. Asiantuntijahaastatteluiden avulla on myös kerätty tietoa siitä, miten yksittäisissä esimerkkiyrityksissä ollaan suhtauduttu tuleviin lakimuutoksiin, eli onko muutokset koettu tarpeellisiksi, vai onko niin, että joiltain osin muutokset koetaan tarpeettomiksi ja liiketoimintaa vaikeuttaviksi asioiksi.

3.1 Haastattelumenetelmä

Asiantuntijahaastattelut toteutetaan teemahaastatteluina. Teemahaastattelu on haastattelumuoto, joka on rakenteelliselta jäykkyydeltään lomakehaastattelun ja avoimen haastattelun välissä. Teemahaastattelu etenee siten, että haastattelija ohjaa keskustelunomaista haastattelutilannetta aihealueisiin, joita hän haluaa tutkia ja tietyn haastateltavan kanssa painottaa. Haastattelujen ei myöskään tarvitse noudattaa kaikkien haastateltavien kanssa täsmälleen samaa rakennetta, vaan teemahaastattelussa haastattelijalla on vapaus keskittyä enemmän niihin asioihin mihin keskustelu kunkin haastateltavan kanssa luonnollisesti painottuu. Teemahaastattelu on kuitenkin astetta strukturoidumpi kuin avoin haastattelu, sillä siinä tulee sivuta samoja teemoja kaikkien haastateltavien kanssa. (Saaranen-Kauppinen & Puusniekka, 2006) Teemahaastattelu on olemukseltaan jokseenkin dialogimainen tilanne, jossa haastateltavalle annetaan tilaa ja aikaa keskittyä niihin asioihin, joihin hän haluaa ja jotka hän kokee tarpeellisiksi. Haastattelijan on kuitenkin jollakin tasolla syytä ohjata keskustelua oikeaan suuntaan, jotta haastattelu ei mene turhan paljon ohi aiheen. (Ruohonen, Rissanen, Manninen, 2006)

Teemahaastattelu valikoitui tutkimuksen haastattelumenetelmäksi, sillä kyseistä haastattelumallia noudattamalla saadaan muodostettua paras mahdollinen kuva tutkimuksen aiheesta. Henkilöt joita tutkimukseen haastatellaan työskentelevät erilaisissa johtavissa tehtävissä Finanssivalvonnassa, Nordeassa sekä eQ:lla. Nämä henkilöt ovat valikoituneet haastateltaviksi, sen perusteella, että he ovat toimineet pitkään alalla eri tehtävissä ja pystyvät tarjoamaan analyyttisen ja asiantuntevan

näkemyksen tutkimuksen aiheisiin. Tämän lisäksi eri haastateltavat edustavat hieman erilaisia näkökohtia direktiiviuudistukseen. Nordea on iso monikansallinen pankki, jolla on paljon erityyppistä toimintaa eri finanssialojen parissa ja sijoituspalvelut ovat vain yksi näistä toiminnoista. eQ on puolestaan yritys, joka on erikoistunut pelkästään erilaisten sijoitustuotteiden myymiseen ja hallinointiin. eQ on myös huomattavasti pienempi ja erikoistuneempi yritys kuin Nordea, joten on oletettavaa, että haastatteluilla saadaan mielenkiintoisia havaintoja siitä miten eri tavalla MiFID II:n implementointi vaikuttaa suurissa ja pienissä yrityksissä. Finanssivalvonta edustaa tutkimuksessa julkishallintoa ja näkökulmaa, jonka pääasiallisena kiinnostuksenkohteena oletetaan olevan sijoittajansuoja ja markkinoiden sulavan ja häiriöttömän toiminnan takaaminen. On todennäköistä, että Finanssivalvonnalta saadaan parasta tietoa siitä, miltä osin entinen sääntely on ollut vajavaista ja miten MiFID II tulee muuttamaan tilannetta ja parantamaan sijoittajansuojaa ja finanssimarkkinoiden sulavaa ja oikeanlaista toimintaa. eQ ja Nordea valikoituivat haastateltaviksi myös sen perusteella, mikä niiden asemoituminen markkinoilla on. Nordea edustaa laajemmin finanssialalla toimivaa yritystä, joka on enimmäkseen myyjän asemassa, kun taas eQ on markkinoilla lähinnä ostajan asemassa. Haastattelut menivät hyvin ja niiden pohjalta rakennettiin erinomainen käsitys siitä, millaisia muutokset tulevat alalla olemaan, mitkä ovat merkittävimpiä yksittäisiä muutoksia ja minkälaisiin yrityksiin muutokset vaikuttavat eniten.

3.2 Haastattelut

Seuraavassa kappaleessa käydään läpi muutamia oleellisia MiFID II:n käytännön vaikutuksia. Tämän jälkeen asiantuntijoille annetaan vapaat puheenvuorot, joissa he voivat keskittyä niihin seikkoihin, jotka he kokevat omasta mielestään tai organisaationsa kannalta merkittävimiksi.

3.2.1 MiFID II merkittävyys

Direktiivimuutos MiFID:stä MiFID II:en on jokaisen mielestä merkittävä. Direktiivi tulee selvästi tarkentamaan useita säädöksiä ja tulee sääntelemään kokonaan uusia asioita. Sääntely tulee tiukentumaan muun muassa osakkeiden kauppaa koskevien säännösten osalta. Tämän lisäksi sääntelyn piiriin tuodaan kokonaan uusia tuotteita kuten johdannaisia. Sijoituspalveluala on moninainen ja siellä toimii suuri määrä

yrittäjiä, jotka palvelevat erilaisia tarpeita erilaisin liiketoimintamallein. Muutoksen merkittävyyttä arvioitaessa on huomioitava, millaisen yrityksen näkökulmasta sitä arvioidaan. eQ:n edustaja totesi:

”Meillä se on ollu niinku vähemmän tärkeä, koska meillä lähtökohtaisesti varainhoitosalkuissa jo niinku asiakkaan kanssa sovitaan et, käytetään meidän omii tuotteita.”

Tällä viitataan siihen, että muutos tulee olemaan eQ:lle ja samantapaisille varainhoitoon keskittyville toimijoille vähemmän merkittävä, kuin sellaisille toimijoille, joiden liiketoiminta perustuu kolmannen osapuolen finanssituotteiden myyntiin ja markkinointiin, josta korvaukseksi kolmas osapuoli on maksanut tuotteen myyjälle kannustimia. eQ on siis jo valmiiksi profiloitunut enimmäkseen täyden valtakirjan varainhoitoon, jolloin kannustinten ottaminen on siltä osin jo aiemmin ollut kiellettyä (kts. Kuva 2.).

3.2.2 MiFID II tarpeellisuus

Direktiivimuutos oli kaikkien haastateltavien mielestä tervetullut. Kysyttäessä mitä mieltä he olivat uudistuksesta, jokainen totesi varauksettomasti, että uudistus on kokonaisuutena tarpeellinen ja kannatettava. Osa haastateltavista kuitenkin nosti esille muutamia huomioita siitä, millaisia mahdollisia lieveilmiöitä direktiivimuutos saattaa aiheuttaa. Suurimmaksi osaksi nämä huolenaiheet liittyivät erilaiseen byrokratian lisääntymiseen ja sitä kautta markkinoiden kangistumiseen. eQ:lta todettiin, että muutos aiheuttaa paljon osittain turhaakin työtä, joka on tarpeetonta sellaisille yrityksille, jotka ovat jo valmiiksi hoitaneet asiansa hyvin. Tämän jälkeen kuitenkin todettiin:

”Mut on siinä tietysti jos ollaa luettu lehdistä et minkäläistä sijotusneuvontaa ainaki väitetää annetun, ni kylhän sit on tarpeen ja sit varmaan kans et osittainhan on kyse siitä myös et vanhojakaan sääntöjä ei oo noudatettu ni siihen on hyvä kiinnittää huomiota.”

Edustaja viittaa tässä muutamiin väärinkäytöksiin, joista osa mainittiinkin johdantokappaleessa. Eli hän on kuitenkin sitä mieltä, että vaikka uudistus tuottaa osittain turhaa työtä, on se kuitenkin kaiken kaikkiaan kannatettava.

Nordean edustaja jakoi MiFID II:n uudistukset kahteen isoon luokkaan sijoittajansuojaan ja läpinäkyvyyteen. Sijoittajansuojaa koskevien uudistusten osalta hän totesi suoraan niiden olevan hyväksi koko alalle. Läpinäkyvyyttä koskeviin vaatimukseen liittyen hän nosti kuitenkin esille tärkeän seikan eli markkinoiden likvidiyden. MiFID II:ssa tulee voimaan osakekauppaa koskevia sääntöjen tiukennuksia. Kuten aiemmin todettiin, sääntelyn piiriin on tuotu kokonaan uusia tuotelajeja esimerkiksi joukkolainoja ja johdannaisia. Juuri näiden joukkolainojen ja johdannaisten uudistetussa sääntelyssä saattaa kuitenkin piillä ongelma. Ennen tämäntapaisilla tuotteilla on saanut käydä vapaammin kauppaa, sillä esimerkiksi kaupankäynnin volyyymi ja toteutuneet hinnat eivät ole olleet välittömästi julkisia. Nyt kaupankäyntiin on kuitenkin tullut rajoituksia, jotka saattavat uhata tällaisten tuotteiden markkinoiden likvidiyyttä:

”Ja etenki siel joukkolainapuolella, ni se ei oo läheskään niin likvidi markkina ku osakemarkkinat, ni siellä tämmöset voi tuottaa erityisesti semmosii tilanteita mitkä ei välttämättä oo ollu säätäjien tavoitteena”

Tällä hän viittaa mahdolliseen tilanteeseen, jossa isot instituutiosijoittajat pitävät sijoituksiaan pidempään, kuin olisi tarpeellista. Tämä johtaa tilanteeseen, jossa markkinat eivät ole enää likvidit, kun ostajia ja myyjä ei ole enää riittävästi.

MiFID II on siis haastateltujen mielestä enimmäkseen tervetullut, mutta jonkinlaista varauksellisuuttakin löytyi tietyiltä osin. Mielenkiintoista oli huomata, miten erilaisista näkökulmista katsottuna erilaiset uudistuksen osat muodostuvat huomionaiheiksi. eQ on pienempi yritys, joten sen huolenaiheet heijastelevat lähinnä uudistuksen aiheuttamaa vaivaa ja byrokratiaa, kun taas Nordea suurempana ja markkinoiden myyjäpuolta edustavana yrityksenä huolehtii enemmän tiettyjen markkinoiden häiriöttömästä toiminnasta.

3.2.3 Lisääntynyt raportointi ja compliance

Tutkittaessa MiFID II:een liittyviä muutoksia erilaisista ESMA:n ja konsulttiyritysten raporteista, muodostuu helposti kuva, että sääntelyuudistus tulee aiheuttamaan merkittäviä muutoksia raportoinnin laadussa ja määrässä, sekä erilaisissa määräysten ja ohjeiden noudattamiseen (jatkossa compliance) liittyvissä kysymyksissä. Kuitenkin suoritetuista haastatteluista käy ilmi, että muutokset eivät oikeastaan ole tältä osin niin merkittäviä, kuin aluksi voisi ymmärtää. Kaikki haastatellut totesivat, että raportointiin tulee erilaisia tarkennuksia ja tiukennuksia. Jatkossa täytyy esimerkiksi lähettää end of day, eli raportit päivän aikana suoritetuista kaupoista koskien esimerkiksi joukkolainoja ja johdannaisia. Ennen tällaisia raporteja on täytynyt lähettää suppeammasta tuotteiden joukosta. Raportoinnin työläyttä arvioitaessa on kuitenkin syytä muistaa, että esimerkiksi mainittu end of day raportointi on kaikilla täysin automaattista, joten sen lisääntyminen ei sinällään lisää yritysten työpanosta. Selvää on kuitenkin, että raportoinnin implementoimiseen ja järjestelmien kehittämiseen on kulunut jonkin verran aikaa ja rahaa. Toinen hieman samanlaisiin teemoihin liittyvä ja kiinnostava aihe oli compliancen lisääntyminen. Nopealla tarkastelulla voi syntyä mielikuva, että MiFID II:n myötä erilaiset byrokratian ja valvonnan keinot ja siinä sivussa compliance lisääntyisivät merkittävästikin. Nordealta kuitenkin todettiin:

”Me ei olla tän takii lisätty compliance tai lakipuolen ihmisii kumpaakaan, vaan meil aika paljo bisnestä lähel olevat ihmiset vetää tätä muutosta. Mut muutos tää on ja muutosohjelma jonka parissa työskentelee niinku Nordeanki sisäl yli 100 ihmistä tälläki hetkellä. Mut sen voi ajatella et se on enemmänki tämmönen niinkun business development hanke meillä, koska täähän vaatii niinku tosi paljo neuvojien osaamistason nostoo sit et ne tietää niinku et mitä niitten pitää jatkossa kertoa.”

Tämä tarkoittaa, että Nordeassa direktiiviuudistus nähdään enemmänkin kokonaisvaltaisena liiketoiminnan tapaa ja tyyliä ohjaavana muutoksena, kuin rajoittavana negatiivisena tekijänä, jonka puitteissa liiketoimintaa pitää harjoittaa. Samaan aiheeseen liittyen, seuraavaksi kysyttiin, muuttuuko keskivertotyöntekijän työnkuva merkittävästi. eQ:lta todettiin:

”Varmasti näkyy. Mut en usko et se muuttaa radikaalisti suurimman osan työnkuvia, et sit ku tähän on sopeuduttu, ni mä luulen, että ehkä yksittäisten henkilöiden työnkuva muuttuu. Sit sillä voi olla, että niinku ku puhuttiin noista bisnesmalleista ni joidenki firmojen pitää muuttaa bisnesmalleja ja sitä kautta voi työnkuva muuttuu.”

Tällä tarkoitetaan että, työnkuvat voivat muuttua jonkin verran mutta ei merkittävästi. Tärkeämmäksi huomioksi toteamuksesta nousee kuitenkin MiFID II:n vaikutus tietyillä tavoilla liiketoimintaa tekeviin yrityksiin, on erittäin merkittävä. Esimerkiksi kolmannen osapuolen tuotteiden myyntiin ja markkinointiin erikoistuneiden yritysten liiketoimintamalli on jatkossa suurilta osin rajoitettu tai joissain tapauksissa jopa kielletty. Tällaiset yritykset joutuvat vuoden alusta alkaen pohtimaan, mihin suuntaan ne haluavat liiketoimintaansa kehittää.

3.2.4 Kulujen esittäminen

Yksi MiFID II:n merkittävimpiä uudistuksia alkuperäiseen MiFID:iin nähden on asiakkaalle koituvien kulujen esittämiseen liittyvien vaatimusten tiukentaminen. Uudistuksen myötä sijoitustuotteen kuten vaikkapa rahaston hallinnointi- ja muut kulut tulee selvästi esittää sekä prosentuaalisesti että euromääräisesti asiakkaalle. Tämä tarkoittaa, että asiakkaalle tulee jatkossa kertoa selvästi, esimerkiksi miten paljon hän maksaa sijoitusneuvojan tapaamisesta. Nordeasta asiaa kommentoitiin näin:

”Varmaan niinku se odotusarvo on et palkkiot tulee jonku verran painumaan kasaan. En usko et iha hirveesti meillä, mut niinku tavallaa ne isoimmat ylilyönnit tulee laskemaan sielt siihen alan keskiarvoon niinku palkkioiden suhteen.”

eQ puolestaan palvelee keskimäärin hieman erilaista asiakaskuntaa ja heiltä todettiin:

”On ja kylhän ne on ollu tänäki päivänä (kulut näkyvissä), et kyl ainaki mejän asiakaskunnassa ne on ne samat tiedot kysyny.”

Tämä viittaa siihen, että eQ palvelee lähinnä varakkaita yksityishenkilöitä ja instituutioasiakkaita. Tällaiset asiakkaat tekevät yleensä omankin tutkimuksensa

tarkemmin ja ovat paremmin selvillä kokonaiskuluista. On myös varsin todennäköistä, että tällaiset sijoittajat suhtautuvat palvelun hinnan arviointiin analyyttisemmin.

Nordean edustaja nosti kuitenkin esiin tärkeän seikan asiakkaiden käyttäytymisestä, joka ainakin heillä on tulevaisuuden liiketoimintaa suunniteltaessa otettu huomioon. Nordeassa tiedostetaan kulujen esittämistavan vaikuttavan asiakkaan ostopäätökseen. Ennen sijoitusneuvonnan kulut eivät olleet yhtä selvästi näkyvillä, kun ne tulevat jatkossa olemaan. Tämä tulee todennäköisesti vaikuttamaan sijoituspalveluiden myyntiin. Nordealla tämä on kuitenkin ennakoitu ja tuotevalikoimaa on laajennettu edullisempaan suuntaan, esimerkiksi pian käyttöön tulevalla digitaalisella sijoitusneuvontapalvelu Noralla. Eli Nordeassa on huomioitu markkinoiden uusi tilanne. Samalla on avattu kokonaan uusi markkina. Sijoitusneuvonta ei siis kallistu, vaan tarjottujen palveluiden skaala laajenee. Tilanne on edullinen asiakkaille, jotka saavat jatkossa valita haluamansa palvelun tason laajemmasta valikoimasta.

3.2.5 Rajoitetut toimiluvat

MiFID II:ta suunniteltaessa on tullut puheeksi myös niin kutsutut rajoitetut toimiluvat. Tällaisen toimiluvan turvin toimiminen takaisi pienemmille toimijoille mahdollisuuden jatkaa liiketoimintaansa ilman, että se täyttää kaikkia MiFID II:n osittain melko raskaitakin vaatimuksia. On spekuloitu, että tällainen mahdollisuus voi aiheuttaa porsaanreiän sääntelyyn, mitä mahdollisesti jotkut opportunistiset toimijat saattaisivat hyödyntää. Haastatellut henkilöt ovat kuitenkin sitä mieltä, että käytännössä mahdollisuudet tällaiseen sääntelyn kiertoon ovat heikot.

”Mun henkilökohtanen mielipide ja fiilis on et ei oikeesti oo porsaarreikää. Siis puhutaa pienemmist toimijoista jotka pääsis vähä kevyemmällä sääntelyllä. Sanotaan niinku näinpäin, et jos niil ois tää koko prosessi käytävänä ni se johtas siihen et pienet yhtiöt ei vois enää toimia. Et semmonen riski on et pienet toimijat kaatuu sen ihan vaa työmäärään.”

eQ:n edustaja nosti esiin tärkeän huomion. MiFID II uudistus todellakin on joiltakin osin melko raskas ja voisi aiheuttaa sen, että työn määrä uudistuksen läpi ajamiseksi

osoittautuisi joillekin toimijoille ylivoimaiseksi. Rajoitettu toimilupa voisi tarjota tähän ratkaisuun. Finanssivalvonnan edustaja oli eQ:n edustajan kanssa samaa mieltä siitä, että varsinaista porsaanreikää ei todellisuudessa mitä todennäköisimmin ole.

3.2.6 Yritysten toimintaedellytykset jatkossa

Viimeiseksi haastatteluissa haluttiin selvittää yhtä tutkimuksen kannalta keskeistä asiaa. MiFID II on merkittävä uudistus, jolla on suoria vaikutuksia yritysten toimintamalleihin. Joidenkin yritysten liiketoiminta nykyisessä muodossaan tulee olemaan kiellettyä. Viimeiseksi haastatelluilta asiantuntijoilta kysyttiin uskovatko he, että tulee sellaisia tilanteita, joissa joidenkin yritysten toimintaedellytykset vaarantuvat kokonaisuudessaan MiFID II:n seurauksena.

Kaikki haastatellut olivat sitä mieltä, että MiFID II ei uhkaa minkään yrityksen elinkelpoisuutta, vaan lähinnä ohjaa alan yrityksiä parempaan suuntaan. Nordean edustaja totesi:

”Jos palvelu on niin hyvää, et sijoittajat on valmiita maksamaan siitä, ni kyl niil on mun mielestä edelleenki samat toimintaedellytykset, et lähinnä se on vaan se, et varmaan monen pienen toimijan pitää kouluttaa omii työntekijöitä paremmin. Et sä et voi enää ottaa mitä tahansa myyjää myymään sijoitustuotteita, vaa sul pitää olla tarpeellinen osaaminen sijottamisesta.”

Tämän lisäksi hän totesi, että kulurakenteiden tullessa helpommin näkyville, niiden on oltava entistä kilpailukykyisemmät. Loppuun hän summasi, että tällä hetkellä mitään systemaattista ongelmaa ei sijoituspalveluyritysten palvelutasossa ole. Suurin osa toimijoista tekee liiketoimintaa jo valmiiksi hyvän tavan mukaisesti, eli mitään merkittävää muutosta alan toimijoiden määrään tai tyyppiin ei ole odotettavissa.

Myös eQ:lta todettiin, että varsinaisesti MiFID II:n takia ei kenenkään toimintaedellytysten pitäisi vaarantua. Esiin kuitenkin nostettiin huomio, että mikäli liiketoimintamalli on ollut jotenkin yleisellä tasolla epäeettinen, voi toiminnan jatkuvuus olla uhattuna. Yksin MiFID II ei tällaista uhkaa aiheuta. Edustaja totesi:

”Mut tämmöst systemaattista ongelmaa mä en oo nähny markkinoilla, et ne on ehkä vähän enemmän ollu sit kuitenkin yksittäistapauksia. Suomessahan on noi asiakasvalitusten määrät aika pienet verrattuna muihin maihin. En usko et kukaa MiFID II:n takia joutuu lopettaa liiketoiminnan, vaa joutuu muuttaa sitä liiketoimitamallii.”

Yksittäistapauksilla hän viittaa juuri viimeisen muutaman vuoden aikana julki tulleisiin tapauksiin, joissa muutamien pankkiiriliikkeiden neuvot ovat olleet huonoja ja ne ovat aiheuttaneet asiakkaille suuriakin kuluja. Hän totesi, että liiketoimintamalleja joudutaan joiltain osin muuttamaan. Tämä tarkoittaa kannustinkieltoja ja muita MiFID II:n tuomia uudistuksia, joiden puitteissa yritysten pitää jatkossa toimia.

Finanssivalvonnan edustaja oli hieman varautuneempi kommentoimaan uudistusta tältä kannalta. Hän tyytyi toteamaan, että on mahdollisesti odotettavissa tietyn tyyppisten yritysten toimintamallien jonkin asteista muuttumista. Tällä hän viittasi lähinnä juuri kolmannen osapuolen tuotteita välittämiin yrityksiin, jotka joutuvat joiltain osin muuttamaan toimintamalliaan vastaamaan uutta sääntelyä. Hän oli kuitenkin muiden kanssa samaa mieltä, että mitään laajempaa ongelmaa markkinoilla ei ole, vaan tapaukset, joissa muutos tulee aiheuttamaan yritykselle jotain suurempia muutoksia, ovat lähinnä yksittäisiä.

3.3 Asiantuntijoiden vapaa puheenvuoro

Koska haastatellut ovat aiheen asiantuntijoita ja heillä on omat mielipiteensä siitä, mitkä asiat ovat uudistuksessa erityisen merkittäviä, annettiin heille haastattelujen loppupuolella aikaa keskittyä mielestään tärkeisiin seikkoihin. Näissä puheenvuoroissa pyydettiin vielä erikseen korostamaan niitä asioita, jotka koettiin erityisen merkittäviksi niin omasta mielestä kuin oman organisaation kannalta. Puheenvuorot muodostuivat tässä vaiheessa hieman pidemmiksi ja ikään kuin omiksi asiakokonaisuuksikseen. Käydäänkin tämän vuoksi jokaisen haastatellun tekemät huomiot henkilö kerrallaan läpi.

3.3.1 eQ

eQ:n edustajan mielestä yleisellä tasolla merkittävin muutos tapahtuu kaupankäynnin tiimoilla. Tällä hän viittaa jo aiemmin esiteltyihin muutoksiin ja täsmennyksiin osakekauppaa koskevassa sääntelyssä. Tämän lisäksi muutos käsittää myös uusien tuotelajien kuten joukkolainojen ja johdannaisten tuomisessa sääntelyn piiriin. Lisääntynyt sääntely koskee esimerkiksi uudenlaisia teknisiä vaatimuksia, raportointia sekä kauppojen aiempaa kattavampaa julkistamista. Toiseksi merkittävimäksi muutokseksi hän näkee:

”Ja sit ehkä mä nostasin esille sen kannustinuudistuksen, mistä alotit keskustelun, ni sil on alan tietyille toimijoille tosi iso vaikutus.”

Tällä hän viittaa aiemmin esiteltyihin kannustinten vastaanottamiseen liittyviin rajoituksiin, jotka tiukentuvat uudistuksen myötä merkittävästi. Riippumattoman neuvonnan kriteerit tiukentuvat huomattavasti ja kannustimet kielletään täyden valtakirjan varainhoidosta kokonaan.

eQ:n kannalta merkittävimiksi uudistuksiksi hän näkee:

”Jos kattoo meillä suurimpia vaikutuksia, ni on tota toi kauppaportointi. Eli vaikka me ollaan niinkun kauppapaikalla asiakas, ni meidän täytyy kuitenkin sijoituspalveluyrityksenä raportoida kaikki ne tiedot siitä finanssivalvonnalle, joka yhdessä muiden eurooppalaisten toimijoiden kanssa käyttää sitä sit markkinavalvontaan ja väärinkäytösten seurantaan. Se on yllättävän iso niinkun tekninen duuni.”

Hän siis näkee, että kaikenkaikkiaan MiFID II ei tule aiheuttamaan eQ:lle oikeastaan muutoksia varsinaiseen liiketoimintaan. Kuitenkin on odotettavissa, että liiketoiminnan tukitoimintoihin on tulossa osin merkittäviäkin muutoksia. Haastattelusta saatiin sellainen käsitys, että MiFID II nähtiin kaiken kaikkiaan melko positiivisena uudistuksena, jonka toteuttamisesta tosin koituu melko paljon vaivaa.

3.3.2 Nordea

Nordean edustaja esitteli oman näkemyksensä merkittävimmistä uudistuksista ensin asiakkaan-, sitten yrityksen kannalta. Asiakkaan kannalta hän nosti esiin viisi näkyvintä muutosta. Ensimmäinen asiakkaan kokema hyöty on, että kustannukset tulevat entistä läpinäkyvämmiksi. Tällä tarkoitetaan juuri kaupankäynti- ja muita vastaavia kuluja. Toinen merkittävä hyöty asiakkaalle on lisäarvopalveluiden parempi näkyvyys, eli asiakkaalle täytyy kertoa tarkemmin, millaisiin lisäarvopalveluihin hän on oikeutettu. Kolmas merkittävä asiakkaan kokema hyöty on hänen mukaan tuotevalikoima:

”Tää MiFID II puskee kaikki toimijat laajentamaan tuotevalikoimaa myös niinku omien tuotteiden ulkopuolelle ja se on meidänki asiakkaille tavallaa aika iso uudistus, niinku iha varmasti kaikille asiakkaille ja se tarkoittaa et se universumi mitä kaikkii tuotteita on saatavilla, ni se tulee laajenemaan.”

Tällä hän viittaa yritysten läpinäkyvämmän kulurakenteen aiheuttamaan lisääntyneeseen paineeseen tarjota asiakkaille entistä enemmän vastinetta rahalle. Tällaisesta laajentuneesta palveluvalikoimasta esimerkkinä toimii esimerkiksi Nora sijoitusneuvontapalvelu, jonka Nordea lanseeraa ensi vuonna.

Seuraavana merkittävänä seikkana Nordean edustaja näkee pre- ja post tradeen, ja tuotehallintamenettelyyn liittyvät täsmennykset ja tiukennukset. Näillä muutoksilla tarkoitetaan lähinnä suurempaa määrää asioita, jotka yritysten tulee suorittaa ennen ja jälkeen varsinaisen kaupanteon.

”No yritysten kannalta, nää niinku pre- ja post-trade on niinku iha varmasti yks niistä asioista. Sit nää markkinapaikat ja niiden sääntely tulee kasvamaan, eli niinku johdannaisille ja joukkolainoille tarjotaan säännelty markkinapaikka.”

Jälkimmäisellä lauseella viitataan toisessa luvussa esiteltyyn muutokseen, eli uusien markkinapaikkojen, esimerkiksi OTF:ien luomiseen, jonka Nordean edustaja näki myös yritysten kannalta merkittävänä uudistuksena.

3.3.3 Finanssivalvonta

Finanssivalvonnan edustajan haastattelu muotoutui luonteeltaan vielä avoimemmaksi tilanteeksi, kuin kahden aiemman toimijan edustajien haastattelut. Haastattelutilanne muodostui enemmän monologin tapaiseksi tilanteeksi ja haastattelijan tehtäväksi jäikin lähes pelkästään satunnaisten tarkennuksien pyytäminen. Selvyyden vuoksi hän kertoi ensin laajemmin sijoituspalveluyritysten ja pankkien osalta, mitä kaikkia muutoksia niille on luvassa. Tämän jälkeen hän käsitteli pankkiiriliikkeet erikseen. Haastattelu oli varsin pitkä ja siinä käsiteltiin melko paljon jo aikaisemmin esille tulleita seikkoja. Finanssivalvonnan edustaja ei määritellyt mitkä muutokset ovat hänen mielestään oleellisimpia, mutta nostetaan tässä esiin muutama MiFID II:n osa, joilla uskotaan olevan jatkossa oleellisia vaikutuksia yritysten toimintaan.

Ensimmäiseksi käsiteltiin tuotehallintamenettelyä. Sen tarkoituksena on varmistaa, että kuluttajille ja yrityksille myydään vain kunkin tarpeeseen sopivia tuotteita. Jatkossa sijoituspalveluyritys joutuu määrittelemään kullekin tuotteelle sitä vastaavan asiakasryhmän. Uudistuksen tarkoituksena on varmistaa, ettei esimerkiksi myydä kohtuuttoman monimutkaisia tuotteita sellaisille henkilöille, jotka eivät ymmärrä miten ne toimivat.

Seuraavaksi esiin nostettiin kannustimia koskevat kiellot ja täsmennykset (kts. Kuva 3). Tämä uudistus tarkoittaa käytännössä sijoitusneuvonnan jakamista riippumattomaan- ja ei riippumattomaan sijoitusneuvontaan. Riippumaton sijoitusneuvonta tarkoittaa käytännössä, että asiakkaalle tulee tarjota riittävä määrä myöskin muiden yritysten tuotteita. Riippumattomassa sijoitusneuvonnassa kannustinten vastaanottaminen on jatkossa kiellettyä. Vaihtoehtoinen liiketoimintamalli on ei riippumaton sijoitusneuvonta. Tässä mallissa kannustimia saa edelleen vastaanottaa, mutta neuvojalla on vastuu pystyä perustelemaan, minkä takia jokin tuote on omiaan maksimoimaan asiakkaan hyödyn.

Sijoitusneuvojien on jatkossa oltava entistä pätevämpiä. Pätevyys on ennen ollut alan sisäisessä sääntelyssä, mutta MiFID II:n myötä tulee voimaan yhteneväinen sääntely, jolla on tarkoitus varmistua, ettei markkinoilla ole epäpäteviä myyjiä. Käytännössä

tämä tarkoittaa Suomessa vaatimusta suorittaa joko APV1, eli sijoituspalvelututkinto, tai muu vastaava tutkinto, jolla varmistetaan myyjän riittävä osaaminen.

Finanssivalvonnan edustaja kävi läpi monta muutakin seikkaa, joiden tarkoituksena on muun muassa parantaa tiedonantoa asiakkaalle, lisätä viranomaisten valtaa puuttua väärinkäytöksiin ja taata edullisin mahdollinen kaupankäynti asiakkaalle. Näiden kaikkien uudistusten päämääränä on lisätä sijoittajansuojaa ja parantaa markkinoiden läpinäkyvyyttä.

4. Tulokset

Neljännessä luvussa, eli johtopäätöksissä ja yhteenvedossa kootaan toisen luvun ja haastattelujen löydökset yhteen ja muodostetaan päätelmä MiFID II:n keskeisimmistä vaikutuksista Suomalaisiin sijoituspalveluyrityksiin. Kappaleessa pohditaan myös, onko tutkimuksen johtopäätökset linjassa muun tutkimusten kanssa. Havaintojen pohjalta vastataan saman kappaleen päätteeksi vielä tutkimuksen alussa määriteltyihin tutkimuskysymyksiin.

Artikkelien ja haastattelujen valossa on käynyt ilmi, että MiFID II on merkittävä uudistus sijoituspalvelualalle. Siinä on paljon uusia sääntöjä ja edellisten sääntöjen täsmennyksiä, jotka tulevat tiukentamaan useimpien jo sääntelyn piirissä olevien tuotteiden myyntiä. Lisäksi suuri määrä uusia tuotteita, on tuotu sääntelyn piiriin. MiFID II tulee vaikuttamaan muun muassa markkinoiden rakenteeseen, läpinäkyvyyteen, sijoittajansuojaan sekä sisäiseen- ja ulkoiseen kontrolliin.

4.1 Haastattelut

Haastatellut asiantuntijat ovat yhtä mieltä siitä, että muutos on merkittävä. He kuitenkin työskentelevät erilaisissa yrityksissä ja asemissa, joten heidän näkökulmansa ja mielipiteensä eroavat tiettyjen asioiden osalta jonkin verran.

Nordealla muutos nähtiin kokonaisuutena tervetulleena, sekä hyödyllisenä koko alan kannalta. Normaalien jo tehtyjen huomioiden lisäksi, nostetaan tässä kuitenkin toistamiseen esille sellaiset huomiot, jotka Nordean edustajan mielestä kuvaavat muutoksen todellista olemusta parhaalla tavalla. MiFID II implementointi nähdään Nordeassa business development hankkeena, eli kokonaisvaltaisena liiketoiminnan kehittämishankkeena, jonka tavoitteena on nostaa sijoituspalveluiden parissa työskentelevien ihmisten osaamistasoa ja laajentaa tuotevalikoimaa ja näin lisätä asiakkaan kokemaa arvoa. Täysin varauksettomia uudistusta kohtaan ei kuitenkaan olla, sillä huolenaiheeksi nousivat muun muassa muutoksen työläys, sekä mahdolliset tarkoituksettomat lieveilmiöt, kuten tiettyjen markkinoiden likvidiyden heikkeneminen ja muut toiminnan häiriöt. Nämä ovat osin samoja asioita, kun Hadfield (2017) totesi omassa pimeän kaupankäynnin lisääntymistä käsittelevässä artikkelissaan.

Vaikka eQ onkin sijoituspalveluyritys, on sen rooli markkinoilla enemmän ostajan kuin myyjän. Tästä ja muun muassa yritysten kokoerosta johtuen, sen näkökanta muutokseen on jokseenkin eri kuin Nordean. MiFID II ei myöskään lähtökohtaisesti vaikuta ostajiin yhtä paljon, kuin myyjiin. eQ:lla muutos nähdään myös tervetulleena, markkinoiden toimintaa ja sijoittajansuojaa kokonaisuutena parantavana asiana. eQ on kuitenkin ollut esimerkillinen toimija, eikä sitä ole esimerkiksi mainittu Fivan sanktiokirjeissä. Todennäköisesti myös osaksi tästä syystä eQ:n edustaja totesi, että muutos aiheuttaa osin tarpeetonta vaivaa ja ennen kaikkea tarpeettomia kustannuksia sellaisille toimijoille, jotka ovat jo hoitaneet asiansa hyvin. Tämä viittaa samaan huomioon, joka tehtiin toisessa luvussa, jossa vertailtiin eri lakijärjestelmien kattavuutta sijoittajansuojan kannalta. Scandinavian civil law oli sijoittajansuojan osalta kaikista kattavin ja luvussa pohdittiinkin, onko MiFID II Suomen kannalta osin tarpeeton. Samaan tapaan, kun esimerkiksi Johnson (2000) tuli tulokseen, eQ:n edustaja totesi myös, että muutos todennäköisesti on oikeasti tarpeellinen, sillä esimerkiksi julkisuuteen tulleet johdannossa mainitut tapaukset ovat olleet sellaisia, että lisätty sääntely on paikallaan. eQ:n edustaja jakaa osin Nordean edustajan näkemyksen joidenkin henkilöiden työnkuvan muuttumisesta. eQ:lla tosin liiketoiminnan luonteen vuoksi työntekijöiden keskimääräinen osaamistaso on jo varsin korkea, eikä MiFID II ei aiheuta suurempaa tarvetta työntekijöiden lisäkoulutukseen.

Finanssivalvonnan edustajan kanssa uutta direktiiviä käytiin läpi laajemmasta näkökulmasta, kuin aiempien haastateltujen kanssa. Hän oli osin varautuneempi esittämään henkilökohtaista mielipidettään joistain asioista. Haastattelussa keskityttiin siten enemmän käymään läpi MiFID II:n teknisiä seikkoja yksityiskohtaisemmin. Haastattelusta jäi kuitenkin sellainen kuva, että esimerkiksi sijoittajansuojan- ja markkinoiden läpinäkyvyyden paraneminen ja esimerkiksi kannustimien käytön rajoittaminen, olisivat melko keskeisiä asioita. Nämä kolme aihetta nousivat keskeisinä tai melko keskeisinä aiheina esille kaikissa haastatteluissa, mikä onkin perusteltua, sillä näillä seikoilla tulee todennäköisesti olemaan suurin vaikutus monien sijoituspalveluyritysten toimintaan. Finanssivalvonnan edustaja on työskennellyt paljon MiFID II:n parissa ja näkee muutoksen ehkä osin merkittävämpänä, kuin kaksi muuta haastateltua. Tämä johtuu varsin todennäköisesti siitä, että hän tuntee pitkään direktiivin parissa työskennelleenä sen kokonaisvaltaiset vaikutukset erilaisiin yrityksiin ja markkinoihin kautta linjan. Haastattelujen ja niissä selvinneiden asioiden valossa,

voitaisiin pitää perusteltuna, että MiFID II todellisten vaikutusten laajuus tulee olemaan ehkä jossain yritysten edustajien ja fivan edustajan näkemysten välissä. Tämä johtuu siitä, että Finanssivalvonta sääntelyä tekevänä tahona näkee MiFID II:n kokonaisvaltaiset vaikutukset, kun taas yksittäiset yritykset ovat keskittyneet enemmän tarkastelemaan muutosta omasta näkökulmastaan. Vaikka Finanssivalvonnan edustaja näkee muutoksen osin merkittävämpänä, kuin Nordean ja eQ:n edustajat, on hän kuitenkin samaa mieltä siitä, että todennäköisesti varsinaisia esteitä joidenkin yritysten toiminnalle ei ole odotettavissa.

4.2 Tulokset suhteessa aiempaan tutkimukseen

Tutkielman tulokset ovat melko tarkkaan linjassa toisten tutkimusten kanssa. Esimerkiksi Busch (2017) toteaa että muutos tulee olemaan merkittävä, mutta ei kuitenkaan perustavanlaatuinen. Niin ikään Busch nostaa oleellisiksi muutoksiksi samoja seikkoja, jotka tätä tutkimusta tehdessä ovat nousseet keskeisimmiksi. Tiedonantoa asiakkaalle täytyy lisätä ja asiantuntijoita täytyy kouluttaa paremmin. Keskeisimmäksi muutokseksi Busch nostaa kuitenkin juuri tulevan erottelun riippumattoman ja ei riippumattoman neuvonnan välillä. Tämä on erittäin mielenkiintoista, sillä samassa yhteydessä hän esittää jopa melko kärkkään mielipiteensä MiFID II:n kyseistä osaa vastaan. Hän toteaa, että erilaiset eturistiriidat ja muut lieveilmiöt, saattavat johtaa tilanteeseen, jossa asiakas saa sijoitusneuvojalta huonoja neuvoja. Tämä on huomio, joka ei tullut esille tätä tutkielmaa varten tehdyssä kirjallisuuskatsauksessa muista lähteistä tai asiantuntijahaastatteluista. Huomio vaikuttaa kuitenkin oleelliselta MiFID II:n päämääriä ajatellen ja voisikin olla mahdollisesti jopa mielenkiintoinen jatkotutkimusaihe, kunhan MiFID II:n vaikutuksista on parin vuoden kuluttua saatavilla numeerista dataa. Muilta osin tutkielman tulokset niin haastattelujen, kuin kirjallisuuskatsauksenkin osalta ovat melko tarkasti linjassa aiemman kirjallisuuden ja raporttien kanssa. MiFID II on kuitenkin vasta tulossa voimaan ja kirjallisuus aiheesta on varsin rajallista. Tutkielmaa tehdessä on kuitenkin vertailtu MiFID II:n sisältöä vanhaan direktiiviin ja luettu sitä käsitteleviä artikkeleita ja kirjallisuutta. Alkuperäistä MiFID:iä käsittelevä kirjallisuus onkin osin vanhentunutta, sillä siitä kirjoittaneista monet olivat sitä mieltä, että muutos tulee olemaan todella merkittävä ja esimerkiksi parantamaan markkinoiden toimintaa ja likvidiyyttä (Degryse, 2009). Kuitenkin melko pian finanssikriisin lauettua tuli selväksi, että sääntely on

riittämätöntä ja alettiin valmistella uutta direktiiviä. MiFID I:stä ja MiFID II:sta on molemmista kirjoitettu ennen niiden voimaantuloa samaan sävyyn merkittävinä uudistuksina ja onkin mielenkiintoista nähdä, tuleeko MiFID II olemaan edeltäjänsä merkittävämpi.

4.3 Vastaukset tutkimuskysymyksiin

Tutkimuksen aineistoa kerätessä ja tutkimusta tehdessä on muodostunut varsin kattava kuva MiFID II:n tuomista muutoksista ja niiden todellisesta merkityksestä. Selville saatujen tietojen ja tehtyjen päätelmien valossa voidaan vastata päätutkimuskysymykseen:

”Miten MiFID II uudistus tulee vaikuttamaan Suomessa toimivien sijoituspalveluita tarjoavien yritysten toimintaan?”

Vaikutukset tulevat olemaan moninaisia ja ne tulevat vaikuttamaan erilaisiin yrityksiin eri tavalla. Suurimman muutoksen kokevat todennäköisesti sellaiset sijoituspalveluyritykset, joiden liiketoimintamalli perustuu kolmannen osapuolen tuotteiden välitykseen. Tähän toimintaan tulee merkittäviä rajoituksia ja kieltoja. Mitä laajemmin yritys toimii finanssimarkkinoilla, sitä useammat MiFID II:n muutokset tulevat sitä koskettamaan. Esimerkiksi yritys, joka tarjoaa sijoitusneuvontaa, sekä toisaalta käy kauppaa monilla erilaisilla tuotteilla kuten osakkeilla ja johdannaisilla, joutuu tekemisiin direktiivin eri osien kanssa. Muutos vaikuttaa suhteellisesti eniten, mutta absoluuttisesti vähiten pieniin yrityksiin. Direktiivi uudistuksen läpiajaminen on pienille yrityksille isompi taakka, mutta suurien yritysten kokemat rahalliset hyödyt tai haitat muodostuvat merkittävämmiksi. Mitä tulee yritysten toimintaedellytyksiin, ei löydetty mitään selvää ja varteenotettavaa syytä, etteikö kaikki tai lähes kaikki yritykset muutokseen sopeutumalla ja tarvittaessa hieman liiketoimintamallia muuttamalla voisi sopeutua direktiivi uudistukseen ja siten jatkaa liiketoimintaansa.

Yhtä lailla saatiin kerättyä riittävästi tietoa, jotta voidaan vastata luotettavasti myöskin alatutkimuskysymyksiin:

”Mitä hyötyjä ja mahdollisuuksia uudistus tuo alalle?”

”Mitä haittoja ja uhkia alalle koituu uuden direktiivin myötä?”

Uudistuksesta tulevat hyötymään ne yritykset, joiden liiketoiminta on jo valmiiksi hyvän tavan mukaista, eikä toiminnassa ole huomautettavaa. Tämän lisäksi muutoksesta hyötyvät ne yritykset, mitkä siihen pystyvät kaikista nopeimmin sopeutumaan. Esimerkiksi Nordeassa muutos nähtiin liiketoiminnan tapaa uudistavana asiana ja heillä on jo valmis suunnitelma siitä, miten liiketoimintaa muutetaan vastaamaan direktiivi uudistusta parhaalla mahdollisella tavalla. Nordeassa uskotaan esimerkiksi, että asiakkaalle tarjottavien tuotteiden valikoima ja hintataso tulevat laajenemaan ja siellä on jo valmistauduttu muutokseen esimerkiksi laajentamalla sijoitusneuvonnan tuotevalikoiman edullista päätä digitaalisella sijoitusneuvonnalla.

Haittoja ja uhkia koituu niille yrityksille, joiden liiketoimintamalli ei nykyisessä muodossaan enää ole sallittu. Muun muassa niiden yritysten joiden toiminta perustuu kolmannen osapuolen tuotteiden myyntiin, tulee muuttaa liiketoimintamallejaan niin, että ne vastaavat uutta sääntelyä. Muutos tulee olemaan uhka sellaisille yrityksille, jotka eivät siihen syystä tai toisesta pysty sopeutumaan, mutta niillä yrityksillä, jotka muuttavat liiketoimintamallejaan uuden sääntelyn mukaiseksi, on kaikki mahdollisuudet menestyä.

5. Yhteenveto

Tutkielmassa tarkasteltiin MiFID II:n vaikutuksia sijoituspalveluyritysten toimintaan. Direktiivi uudistuksen vaikutuksia kuvattiin ensin yleisellä tasolla kirjallisuuskatsauksessa, jossa käytiin läpi myös keskeisimmät muutokset vanhaan sääntelyyn, eli MiFID I:en. Kirjallisuuskatsauksen jälkeen siirryttiin tutkielman päätutkimusmenetelmään, eli asiantuntijahaastatteluihin. Tässä osiossa haettiin vastauksia tarkemmin määriteltyihin kysymyksiin ja tehtiin analyysia eri näkökulmista erilaisten yritysten vastausten pohjalta.

Saatujen tutkimustulosten pohjalta MiFID II:lla tulee olemaan konkreettisia vaikutuksia sijoituspalveluyritysten toimintaan. Vaikutukset eivät kuitenkaan tule olemaan luonteeltaan yritysten toimintaa fundamentaalisella tasolla muuttavia ja ei ole myöskään todennäköistä, että monen yrityksen toiminta estyy sääntelyn uudistuessa. Tutkimustulokset ovat melko tarkasti linjassa muun kirjallisuuden ja raporttien kanssa. Niiltä osin, kun MiFID II:sta on vielä ehditty kirjoittaa, ollaan sitä mieltä, että muutos on tervetullut ja sillä tulee olemaan joiltain osin merkittäviäkin vaikutuksia joidenkin yritysten toimintaan. Osin uusi direktiivi nähdään kuitenkin tarpeettoman raskaana taakkana, mikä on niin ikään mielipide, jonka jotkut asiantuntijat jakavat.

Tutkielmaa tehdessä nousi esiin monia kiinnostavia jatkotutkimusaiheita. Tällaisia jatkotutkimuksia voitaisiin suorittaa esimerkiksi rajaamalla tutkimuksen aihetta kapeammaksi, esimerkiksi vain tietynkokoisiin yrityksiin. Vaihtoehtoisesti tarkasteluun voitaisiin ottaa entistä kapeampi toimiala. Esimerkiksi jatkotutkimuksissa voitaisiin keskittyä vain kolmannen osapuolen tuotteita välittäviin yrityksiin, sillä tutkimuksen perusteella vaikuttaa siltä, että tämä on yksi niistä toimintamalleista johon MiFID II asettaa eniten rajoituksia. Aihe on terittäin mielenkiintoinen ja uuden direktiivin vaikutuksista aletaan saada numeerisia tuloksia vasta vuonna 2018. Muutaman vuoden kuluttua tällaista aineistoa on jo runsaasti saatavilla ja erilaiset jatkotutkimukset aiheen tiimoilta voisivat olla esimerkiksi mielenkiintoisia graduaiheita.

Lähdeluettelo

Kirjalähteet

Avgouelas, E. 2008. The Regulation of Investment Services in Europe under MiFID: Implementation and Practice. West Sussex: Tottel Publishing

Busch, D & Van Dam, C. 2017. A Bank's Duty of Care. London: Bloomsbury Publishing Plc.

Davies, H 2010. The Financial Crisis, who is to Blame? John Wiley & Sons

Rudanko, M. 1998. Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton kustannus. Helsingin yliopiston kansainvälisen talousoikeuden instituutin julkaisuja 33. 80 s.

Schlösser, A. 2011. Pricing and Risk Management of Synthetic CDOs. Lecture Notes in Economics and Mathematical Systems 55-65 s.

Verkkolähteet

Aron, T. (2015) Organised trading facilities: How they differ from MTFs [verkkodokumentti]. [Viitattu 25.10.2017]. Saatavilla <https://www.financierworldwide.com/organised-trading-facilities-how-they-differ-from-mtfs/#.Wfm2VLFh2Rs>

Arvopaperimarkkinayhdistys. Corporate Governance, mitä se on? [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.10.2017]. Saatavilla <https://cgfinland.fi/corporate-governancesta/corporate-governance-mita-se-on/>

Barclays. (2017) Execution-only services [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2017]. Saatavilla https://wealth.barclays.com/wealth-management/en_gb/home/what-we-offer/investing/execution-only-services.html

Beck, T & Levine, R & Loayza, N. (1999) Finance and the sources of growth. Journal of financial economics [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.1.2018]. Saatavilla <https://www.deepdyve.com/lp/elsevier/finance-and-the-sources-of-growth-0K2xhFIC6F?key=elsevier>

Danske Bank. MiFID – rahoitusvälineiden markkinat-direktiivi [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2017]. Saatavilla <https://danskebank.fi/FI-SIVUT/MIFID/MIFID/Pages/MiFID.aspx>

Degryse. (2009) – Competition between financial markets in Europe: what can be expected from MiFID? Financial markets and portfolio management [verkkodokumentti]. [Viitattu 1.12.2017]. Saatavilla <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs11408-008-0095-5.pdf>

Deloitte. (2014) From MiFID I to MiFID II, what are the main changes? [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.10.2017]. Saatavilla <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/IM/mifidii-changes.pdf>

Deutsche Börse Group. (2017) Investor protection [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2017]. Saatavilla <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-dossiers/mifid-mifir/mifid-i-to-mifid-ii/investor-protection>

Deutsche Börse Group. (2017) The new market structure under MiFID II/MiFIR [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2017]. Saatavilla <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/regulation/regulatory-dossiers/mifid-mifir/mifid-i-to-mifid-ii/market-structure/The-new-market-structure-under-MiFID-II-MiFIR/2799144>

ESMA. (2017) MiFID (II) and MiFIR [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.10.2017]. Saatavilla <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

EY. (2017) The world of nancial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II [verkkodokumentti]. [Viitattu 27.10.2017]. Saatavilla [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf)

Finanssivalvonta. (2017) Rahoitusvälineiden kaupankäynti, sijoituspalvelut ja sijoittajansuoja – MiFID II ja MiFIR [verkkodokumentti]. [Viitattu 29.10.2017]. Saatavilla <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/MiFID/Pages/Default.asp>

Hadfield, W. (2017) How Europe's MiFID II lets dark trading stay dark [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2017]. Saatavilla <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-08-02/how-europe-s-mifid-ii-lets-dark-trading-stay-dark-quicktake-q-a>

Johnson, S & Boone, P & Breach, A & Friedman, E. (2000) Corporate governance in the Asian financial crisis. Journal of financial economics [verkkodokumentti]. [Viitattu 4.1.2018]. Saatavilla <https://www.deepdyve.com/lp/elsevier/corporate-governance-in-the-asian-financial-crisis-SbhBjK66Vj?key=elsevier>

King, RG & Levine, R (1993) Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. The quarterly journal of economics [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.1.2018] Saatavilla <https://www.isid.ac.in/~tridip/Teaching/DevEco/Readings/07Finance/05King&Levine-QJE1993.pdf>

Kirilenko, A & Kyle, A & Samadi, M & Tuzun, T. (2014) The flash crash: High-frequency trading in an electronic market. The journal of Finance [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.1.2018] Saatavilla http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@economicanalysis/documents/file/oce_flashcrash0314.pdf

La Porta, R & Lopez-de-Silanes, F & Schleifer, A & Vishny, R. (1999) Investor protection and corporate governance. Journal of financial economics [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.1.2018] Saatavilla https://ac.els-cdn.com/S0304405X00000659/1-s2.0-S0304405X00000659-main.pdf?_tid=5da16234-f2cf-11e7-a282-00000aab0f6b&acdnat=1515235990_0700a150fad64fd99b45545e0a1e0f33

La Porta, R & Lopez-de-Silanes, F & Schleifer, A & Vishny, R. (1999a) The quality of government. Journal of Law, Economics and Organization 15 [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.1.2018] Saatavilla <http://www.nber.org/papers/w6727.pdf>

Lassila, A & Pietiläinen, T. (2017) 80-vuotiaan Aulin säästöt katosivat, kun pankkiiriliike myi sijoitustuotteen toisen perään – Auli ei edes muista tapaamisia [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.10.2017] Saatavilla <https://www.hs.fi/talous/art-2000005175700.html>

Lassila, A. (2015) Pankin sijoitusvinkki toi vanhukselle jättiverot [verkkodokumentti]. [Viitattu 15.10.2017] Saatavilla <https://www.hs.fi/talous/art-2000002828703.html>

Lehto, M & Toivoniemi, S. (2016) [verkkodokumentti]. [Viitattu 20.10.2017]. Saatavilla <https://uutishuone.pwc.fi/mifid-ii-tahtaimessa-sijoittajasuojan-parantaminen/>

Minilex. (2017) Kirjanpitolaki ja tositteiden säilytys [verkkodokumentti]. [Viitattu 22.10.2017]. Saatavilla <https://www.minilex.fi/a/kirjanpitolaki-ja-tositteiden-sailytys>

Norton Rose Fulbright. (2014) MiFID II: Corporate governance [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2017]. Saatavilla <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/121868/mifid-ii-mifir-series#autofootnote3>

Norton Rose Fulbright. (2015) MiFID II: Conflict of interests [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2017]. Saatavilla <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/121979/mifid-ii-mifir-series>

Parmanne, S. (2011) Rahoitusvälineiden markkinat –direktiivin (MiFID) vaikutukset sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojaan [verkkodokumentti]. [Viitattu 6.1.2018]. Saatavilla <http://www.doria.fi/bitstream/handle/10024/67413/nbnfi-fe201103021293.pdf?sequence=3>

Prorokowski, L. (2015) MiFID II compliance – are we ready? Journal of financial regulation and compliance [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.12.2017]. Saatavilla <https://doi.org/10.1108/JFRC-02-2014-0009>

Ruohonen, S & Rissanen, R & Manninen, P. (2006). Laadullisen aineiston keruutapoja – haastattelu. [verkkodokumentti]. [Viitattu 21.10.2017]. Saatavilla

<http://www2.amk.fi/digma.fi/www.amk.fi/opintojaksot/030906/1144934265902/1144934468296/1144934658929/1146047870666.html>

Stigler, G. (1964). Public Regulation of the Securities Markets. The Journal of Business, 37(2), 117-142. [verkkodokumentti]. [Viitattu 5.1.2018]. Saatavilla <http://www.jstor.org/stable/2351027>

Wennerberg, C. (2015). Double volume caps in MiFID II: what are the effects? [verkkodokumentti]. [Viitattu 10.12.2017]. Saatavilla <http://www.bobsguide.com/guide/news/2015/Nov/30/double-volume-caps-in-mifid-ii-what-are-the-effects/>

LIITTEET

Haastattelukysymykset

Fiva

Mitä eroa mifid 1 ja 2 säännöksillä?

Miten raportointi tulee muuttumaan?

Mitä muutoksia aiheuttaa teille raprtointiin valvontaan ym.?

Mitä muutoksia veikkaat et aiheuttaa yrityksille?

Millaisille yrityksille muutoksesta on haittaa ja millaisille hyötyä?

Koituuko asiakkaalle enemmän kuluja kun mitä uudistus mahdollisesti säästää häneltä sijottajansujan paranemisessa?

eQ

Mitä mieltä olet uudistuksesta? Onko tervetullut/tarpeellinen?

Uhka vai mahdollisuus (te vs semmonen yritys joka ainoastaan välittää muiden tuotteita)

Onko merkittävä uudistus teidän näkökulmasta?

Miten vaikuttaa teidän alaan?

Miten vaikuttaa teidän firmaan?

Miten vaikuttaa esim alexandia, aalto, investium (sellaset joilla ei omia tuotteita, tai omia tuotteita pieni osa kaikista myydyistä) toisin ku Eq jolla omat tuotteet ja merkintäpalvelut pääosassa

Miten raportointi tulee muuttumaan, onko jotain erityisiä huomioonotettavia asioita jotka tulee vaatimaan erityistä keskittymistä?

Miten compliance tulee muuttumaan?

Oletteteko palkanneet sinne jonku työntekijän/käyttäny konsulttii et meettaatte compliance requiremnsit? Ja mitä muita valmisteluita siirtymiseen on tehty

Paljonko maksaa muutoksen läpivienti ja erilaiset siihen valmistautumiset? Vaikuttaako paljon keskiverto työntekijän päivittäiseen työnkuvaan? Tuleeko vaikuttamaan teidän tuottomahollisuuksiin?

Mitä veikkaat miten vaikuttaa asiakkaan tuottoihin vai vaikuttaako edes?

Nordea

Mitä mieltä olet uudistuksesta? Onko tervetullut/tarpeellinen?

Uhka vai mahdollisuus (te vs semmonen yritys joka ainoastaan välittää muiden tuotteita)

Onko merkittävä uudistus teidän näkökulmasta?

Miten vaikuttaa teidän alaan?

Miten vaikuttaa teidän firmaan?

Miten vaikuttaa esim alexandia, aalto, investium (sellaset joilla ei omia tuotteita, tai omia tuotteita pieni osa kaikista myydyistä) toisin ku Eq jolla omat tuotteet ja merkintäpalvelut pääosassa

Miten raportointi tulee muuttumaan, onko jotain erityisiä huomioonotettavia asioita jotka tulee vaatimaan erityistä keskittymistä?

Miten compliance tulee muuttumaan?

Oletteteko palkanneet sinne jonku työntekijän/käyttäny konsulttii et meettaatte

compliance requirements? Ja mitä muita valmisteluita siirtymiseen on tehty

Paljonko maksaa muutoksen läpivienti ja erilaiset siihen valmistautumiset? Vaikuttaako paljon keskiverto työntekijän päivittäiseen työnkuvaan? Tuleeko vaikuttamaan teidän tuottomahollisuuksiin? Mitä veikkaat miten vaikuttaa asiakkaan tuottoihin vai vaikuttaako edes?

Miten suureen osaan teidän liiketoimia vaikuttaa (siis eri osastoihin tms. Esim. Corporate tai private banking)?

Tuleeko mifid II siirtyminen ja implementointi aiheuttamaan minkäänäköstä merkittävää muutosta teidän complianceen ym. Kuluviin rahamääriin?

Miten veikkaat et vaikuttaa teihin vs. Pienempiin, lähinnä että uskotko että voi tarjota isoille yrityksille etulyöntiasemaa pieniin nähden kun sopeutuminen ei maksa suhteellisesti niin paljoa?

