



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Mariella Järvi

**Sijoittaja yksilöllisen sijoittajansuojan
tavoittelijana**

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

Vaasa 2022

VAASAN YLIOPISTO
Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö

Tekijä:	Mariella Järvi		
Tutkielman nimi:	Sijoittaja yksilöllisen sijoittajansuojan tavoittelijana		
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri		
Oppiaine:	Talousoikeuden maisteriohjelma, rahoitusjuridiikka		
Työn ohjaaja:	Vesa Annola		
Valmistumisvuosi:	2022	Sivumäärä:	93

TIIVISTELMÄ:

Oikeusdogmaattisella tutkimusmenetelmällä selvitetään, miten sijoittaja voi itse vaikuttaa sijoittajansuojan tavoitteluun sekä oman etunsa varmistamiseen sijoitusneuvonnassa. Yleisesti arvopa-perimarkkinoilla sijoittajan heikompi asema aiheutuu informaation epäsymmetriasta ja heterogeenisyydestä sijoittajien välillä, joka puolestaan aiheutuu sijoittajien yksilöllisyydestä. Sijoitusneuvonnassa sijoittajan heikomman aseman aiheuttaa suhde sijoituspalveluiden tarjoajaan, minkä vuoksi sijoittaja tarvitsee erityistä suojaa - myös informaation epäsymmetrian ja yksilöllisyyden vaikutuksesta. Yksilöllistä sijoittajansuojaa tavoitellessaan sijoittajan vaikutusmahdollisuuksissa ilmenee promotiivinen näkökulma, jonka mukaan haluttujen tavoitteiden saavuttamista edistetään - sijoittaja tavoittelee oman asemansa vahvistamista ja etunsa varmistamista tavoittelemalla välillisesti mahdollisimman laajaa sijoittajansuojaa.

Sijoitusneuvonnassa ei-ammattimaisen sijoittajan yksilölliseen asemaan vaikuttaa ensi sijassa asiakasluokitus, minkä lisäksi asema muodostuu myös muista sijoittajan yksilöllisistä ominaisuuksista. Näitä ovat sijoitustietämys ja -kokemus, taloudellinen lukutaito, taloudellinen tilanne, sijoitusvarallisuus sekä yksilöllinen käyttäytyminen. Yksilölliset ominaisuudet ovat sijoittajan staattisia vaikutuskeinoja sijoittajansuojan välillisessä tavoittelussa. Vaikutus ilmenee konkreettisesti laajentaen tai supistaen sijoitusneuvojan velvollisuuksia, joiden kautta sijoittajan etua ja sijoittajansuojaa tavoitellaan. Toisenlainen vaikutus sijoitusneuvonnan velvollisuuksiin syntyy sijoittajan muodostamista sijoitusperiaatteista, joita ovat sijoitusstrategia mukaan lukien sijoitus-tavoitteet sekä riskinsietokyky ja varojen allokaatio.

Sijoittaja voi itse myötävaikuttaa menettelyllään sijoitusneuvojan velvollisuuksien täyttämiseen ja siten välillisesti vaikuttaa sijoittajansuojan tavoitteluun, jolloin sijoittaja samalla tavoittelee oman etunsa varmistamista. Vaikka sijoittajan velvollisuuksia ei ole säädettykään nimenomaisesti laissa, tunnustetaan sijoittajan dynaamisiksi myötävaikutuskeinoiksi tiedonanto- ja selontovellisuus, tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuus, päätöksenteko- ja reklamaatiovelvollisuus.

Sijoittajan välilliset mahdollisuudet tavoitella sijoittajansuojaa ilmenevät yksilöllisten ominaisuuksien ja sijoitusperiaatteiden konkretisoitumisesta sijoitusneuvojan velvollisuuksissa. Sijoittaja voi osaltaan myös myötävaikuttaa menettelytavoillaan sijoitusneuvojan velvollisuuksien täyttämistä. Mitä vahvempi asema sijoittajayksilöllä on, sitä helpompaa sijoitusneuvojan velvollisuuksiin myötävaikuttaminen on ja siten sijoittajansuojan sekä oman etunsa välillinen tavoittelu. Mitä heikompi sijoittajan asema on, sitä korostuneemmat ovat sijoitusneuvojan velvollisuudet, mutta toisaalta myös sijoittajan omat myötävaikutuskeinot ensinnäkin omien yksilöllisten ominaisuuksiensa vahvistamiseksi sekä toisaalta myös oman asemansa suojaamiseksi ja etunsa tavoittelun varmistamiseksi.

AVAINSANAT: sijoittajansuoja, ei-ammattimainen sijoittaja, informaatiovelvoitteet, sijoitusneuvonta, sijoituspalvelulaki, MiFID II -direktiivi

Sisällys

Lyhenteet	5
Oikeustapausero	6
1 Johdanto	7
1.1 Aluksi	7
1.2 Tutkittava ilmiö ja tutkimustarve	8
1.3 Tutkimustehtävä ja kysymyksenasettelu	10
1.4 Konteksti ja rajaus	11
1.5 Tutkimusmenetelmä ja näkökulma	12
2 Sijoittaja sijoittajansuojan kohteena	15
2.1 Sijoittajan asema arvopaperimarkkinoilla	15
2.2 Sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan välinen suhde	17
2.3 Sijoittajansuojaan vaikuttavien elementtien tunnistaminen	19
2.3.1 Sijoittajansuojan tavoitteluun vaikuttavat muuttajat ja MiFID II -direktiivi	19
2.3.2 Heikomman suojan oikeusperiaatteen tuki	23
3 Sijoittajan asemaan vaikuttavat elementit	27
3.1 Sijoittajan asemaan vaikuttavien elementtien tunnistaminen	27
3.2 Sijoittajakohtaiset yksilölliset ominaisuudet staattisena vaikutuskeinona	29
3.2.1 Ei-ammattimaisuus	29
3.2.2 Sijoitustietämys ja -kokemus sekä taloudellinen lukutaito	32
3.2.3 Taloudellinen tilanne ja sijoitusvarallisuus	36
3.2.4 Yksilöllinen käyttäytyminen	38
3.3 Sijoittajayksilön muodostamat sijoitusperiaatteet vaikutuskeinoina	42
3.3.1 Sijoitusperiaatteiden tunnistaminen	42
3.3.2 Sijoitusstrategia ja sijoitustavoitteet	44
3.3.3 Riskinsietokyky	47
3.3.4 Varojen allokaatio	49
4 Sijoittajansuojaan vaikuttaminen	52
4.1 Vaikutuskeinojen konkretisoituminen vuorovaikutuksessa	52

4.2	Sijoitusneuvonnan tunnistaminen	52
4.3	Sijoittajan menettely dynaamisena myötävaikutuskeinona	54
4.3.1	Sijoittajan tiedonantovelvollisuus	57
4.3.2	Sijoittajan selonottovelvollisuus	60
4.3.3	Sijoittajan tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuus	62
4.3.4	Sijoittajan päätöksenteko- ja reklamaatiovelvollisuus	65
4.4	Sijoittajan elementtien ja menettelyn ilmeneminen sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksissa	69
4.4.1	Selonottovelvollisuus ja soveltuvuusarviointi	70
4.4.2	Tiedonantovelvollisuus	72
4.4.3	Lojaliteettiperiaate ja pedagoginen velvollisuus	77
5	Johtopäätökset	82
5.1	Vaikutusmahdollisuudet ja sijoittajan vastuu sijoittajansuojan tavoittelussa	82
5.2	Sijoittajan vaikutuspiirin ulkopuolelle jäävät elementit jatkotutkimusehdotuksena	87
	Lähdeluettelo	90

Lyhenteet

APL	Arvopaperilautakunta (nyk. FINE)
ESMA	European Securities and Markets Authority (Euroopan arvopaperi- markkinaviranomainen)
HE	Hallituksen esitys Eduskunnalle
KKO	Korkein oikeus
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II (Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi 2014/65/EU)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development (Talou- dellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö)

Lait

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
Sipal	Sijoituspalvelulaki (14.12.2012/747)
OYL	Osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
OikTL	Laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista (13.6.1929/228)
KL	Kauppalaki (27.3.1987/355)

Oikeustapausluettelo

Korkein oikeus

KKO 2013:53	s. 39–40
KKO 2015:93	s. 30, 55, 63–64, 73

Arvopaperilautakunta (nyk. FINE)

APL 621/02 (2002)	s. 80–81
APL 758/02 (2002)	s. 34–35, 37
APL 1555/02 (2003)	s. 73, 88
APL 1607/02 (2003)	s. 62, 63
APL 210/03 (2004)	s. 43–44, 70
APL 2039/02 (2004)	s. 79
APL 260/06 (2007)	s. 58
APL 273/06 (2007)	s. 68
APL 11/10 (2010)	s. 76
APL 1/11 (2011)	s. 76
APL 11/11 (2011)	s. 48
APL 13/13 (2014)	s. 55–56, 60
APL 5/14 (2014)	s. 53–54
APL 6/16 (2016)	s. 68

1 Johdanto

1.1 Aluksi

Osakemarkkinoilla tuotto-odotus ja riski kulkevat usein käsi kädessä, minkä vuoksi sijoitusten tuotto saattaa joillakin ajanjaksoilla olla negatiivinen. Miksi sijoittaminen esimerkiksi osakemarkkinoille ylipäättään kannattaa, jos riskinä on menettää sijoittamansa varallisuus? Vaikka historialliset tuotot eivät ole tae tulevasta, voidaan niitä tarkastelemalla todeta, että osakemarkkinat ovat pitkällä aikavälillä tuottaneet paremmin kuin sijoitukset muissa omaisuuslajeissa. Esimerkiksi Suomessa osakemarkkinat ovat tuottaneet keskimäärin noin 10,7 % vuodessa aikavälillä 1994–2021.¹

Suomalaisten kiinnostus säästämistä ja sijoittamista kohtaan on lisääntynyt. Syitä säästämis- ja sijoitusinnolle ovat *Finanssiala ry:n* tekemän tutkimuksen mukaan esimerkiksi kiinnostus asunnon hankintaan ja oman varallisuuden kasvattaminen.² Sosiaalisen median eri kanavissa kannustetaan sijoittamisen aloittamiseen ja annetaan vinkkejä vaurastumiseen³. Toisaalta tarjolla olevaa tietoa on niin paljon, että sijoittajan voi olla vaikea tunnistaa ja erottaa relevantti tieto epärelevantista⁴. Informaation määrän ja varallisuuden kasvaessa yhä useammat kokevat tarvitsevansa sijoitusneuvontaa⁵.

*Warren Buffettin*⁶ sanoin ei pidä sijoittaa siihen, mitä ei ymmärrä⁷. Tähän ajatukseen perustuu myös pro gradu -tutkielmani. Kuka on vastuussa sijoittajan ymmärryksestä ja tie-

¹ Pörssisäätiö, 2021; J.P.Morgan, 2020, s. 21. Kaaviosta voidaan tunnistaa lyhyiden ajanjaksojen esimerkiksi sotien ja vuoden 2008 finanssikriisin aiheuttamat kurssilaskut, mutta pitkällä aikavälillä markkinatrendi on ollut positiivinen.

² Finanssiala ry, 2021, s. 3, 13, 21–22.

³ Esim. Mimmit sijoittaa, 2021.

⁴ Ks. Salo, 2016, s. 18–20. *Salon* mukaan sijoittajan voi olla vaikea ymmärtää monista eri kanavista saatavaa sijoittamiseen ja arvopaperimarkkinoihin liittyvää informaatiota. Samalla sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan välinen informaatioepäsymmetria voi vaikeuttaa sijoittajan käsitystä sijoittamisen ohjaamisen asianmukaisuudesta.

⁵ Salo, 2017.

⁶ Lue lisää maailman taitavimmaksi sijoittajaksi kutsutusta Warren Buffettista. Saario, 2020, s. 287–288.

⁷ Ks. Hyttinen, 2014, s. 26–28; ESMA 2014, s. 1.

tämyksestä – heikommassa asemassa oleva sijoittaja vai sijoituspalveluiden tarjoaja? Sijoituspäätöksenhän tekee loppujen lopuksi sijoittaja itse saamiensa sijoitusneuvojen ja -suositusten sekä sijoitusinformaation⁸ pohjalta sekä toisaalta myös yksilöllisten ominaisuuksiensa ja tilannekohtaisten tekijöiden vaikutuksesta⁹. On seikkoja, joihin sijoittaja pystyy itse vaikuttamaan ja on seikkoja, jotka ovat sijoittajan vaikutuspiirin ulottumattomissa.

1.2 Tutkittava ilmiö ja tutkimustarve

Tehokkaiden markkinoiden -teorian keskeisten oppien mukaan arvopaperimarkkinat heijastavat kaiken relevantin informaation välittömästi arvopaperien hintoihin. Päivän pörssikurssista ilmenee kaikki sillä hetkellä tietystä yhtiöstä saatavilla oleva tieto¹⁰. Sijoittajat toimivat rationaalisesti ja hyödyntävät informaatiota.¹¹ Teoria ei kuitenkaan ota huomioon käyttäytymistaloustieteellisiä (engl. *behavioral economics*) seikkoja, kuten sijoittajan psykologisia ja sosiologisia piirteitä, jotka osaltaan selittävät esimerkiksi markkinoiden anomaliaita, jotka käytännössä tekevätkin markkinoista epätehokkaat¹². Sijoittajien rationaalista käyttäytymistä voi siis kyseenalaistaa. Tutkielmassa tunnistan mahdollisia keinoja, joilla sijoittaja voisi toimia mahdollisimman rationaalisesti, sijoittajansuojaa edistävällä ja omalle asemalleen suotuisalla tavalla.

Arvopaperimarkkinoiden toimintaa säännellään laajasti EU-tasolla, jotta arvopaperimarkkinat toimisivat mahdollisimman tehokkaasti ja varmistaisivat vakaan talouskehityksen¹³. Arvopapereiden kaupankäynnin tueksi sijoittaja voi vastaanottaa sijoitusneu-

⁸ Ks. Saario, 2020, s. 236. *Saarion* mukaan piensijoittajat tarttuvat helposti hyödyttömään uutisvirtaan ja tekevät sijoituspäätöksiä kurssiheilahtelujen perusteella, eivätkä varsinaisen hyötytiedon perusteella. Saario katsoo hyötytiedoksi osakeyhtiön tilinpäätöstiedotteet, osavuositarkastukset, osinkoehdotukset, tulostuoreitukset, uuden toimitusjohtajan nimityksen ja tiedot yrityskaupoista.

⁹ Salo, 2016, s. 92, 143.

¹⁰ Saario, 2020, s. 24.

¹¹ Norros, 2009, s. 224–225; Fama, 1970; Salo 2016, s. 109.

¹² Shiller, 2003; Norros, 2009, s. 225–226.

¹³ Valtiovarainministeriö, 2021.

vontaa sijoituspalveluiden tarjoajalta. Tällaisessa sopimussuhteessa osapuolet ovat lähtökohtaisesti epätasavertaisessa asemassa toisiinsa verrattuna. Yhdenvertaisuuden turvaamiseksi sopimuksen heikompi osapuoli eli yksittäinen sijoittaja saa sääntelyn antamalla suojaa sijoittajansuojan myötä. Sääntelyssä on vastikään tehty laaja uudistus MiFID II -direktiivin¹⁴ myötä, jolla tavoitellaan muun muassa sijoittajansuojan parantamista ja vahvistamista¹⁵.

MiFID II -direktiivin tuomia velvollisuuksia ja sijoittajansuojaa on tutkittu sijoituspalveluiden tarjoajan näkökulmasta¹⁶, mutta tarkastelua sijoittajan näkökulmasta on tutkittu huomattavasti vähemmän. Koska päätöksentekovelvollisuus sijoituksesta on sijoittajalla itsellään, ei olisi sijoittajan edun mukaista tehdä (huonoja) sijoituspäätöksiä, joissa sijoittaja ei ymmärtäisi, mihin on sijoittamassa¹⁷. Myös *Luukkonen* on todennut, että ”sijoittajan on kannettava oma vastuunsa sijoittamisesta”¹⁸. Lisäksi *Luukkosen* sanoin ”tehokkaan sijoittajansuojan toteuttamiseksi yksittäisellä sijoittajalla on oltava myös henkilökohtainen mahdollisuus toteuttaa sijoittajansuojaansa”¹⁹. Sijoittajalta voidaan odottaa, että hän ymmärtää sijoituspäätöksen tehdessään, mihin on sijoittamassa. Asetelmaa voi pohtia myös vastakkaisesta näkökulmasta – jos sijoittaja ei ymmärrä, mihin hän sijoittaa, onko se sijoittajan edun mukaista? Vaikka sijoittajansuoja tarjoaakin tukea sijoittajan päätöksentekoon, voisiko suojan laajuutta lisätä sijoittajan eduksi? Miten sijoittaja voisi itse vaikuttaa siihen, että sijoitusneuvonta olisi mahdollisimman onnistunutta ja johtaisi sijoittajan kannalta parhaaseen mahdolliseen sijoituspäätökseen? On siis perusteltua tarkastella sijoittajansuojaa nimenomaan sijoittajan näkökulmasta.

¹⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta. EUVL L 173/349, 12.6.2014. Jäljempänä MiFID II -direktiivi.

¹⁵ MiFID II -direktiivin johdantolauseet 4 ja 70. MiFID II -direktiivin hyötyjä ESMA:n mukaan ovat muun muassa harhaanjohtavan sijoitusneuvonnan riskin pieneneminen ja sijoittajien luottamuksen palautuminen arvopaperimarkkinoita kohtaan. ESMA, 2018, s. 8.

¹⁶ Esim. Abassov, 2017.

¹⁷ Ks. Salo, 2016, s. 191.

¹⁸ Luukkonen, 2018, s. 93.

¹⁹ Luukkonen, 2018, s. 80.

Tutkimalla aihetta voidaan selkeyttää raameja sijoittajan oikeuksille ja velvollisuuksille sijoitusneuvonnassa. Sijoittajalle tarjoutuu vaikutusmahdollisuuksia sen suhteen, miten sijoittaessa ja sijoitusneuvonnassa kannattaa toimia välttyäkseen mahdollisilta ikäviltä yllätyksiltä ja huonoilta sijoituspäätöksiltä. Tietoisuuden lisääminen sijoittajan mahdollisuuksista tavoitella sijoittajansuojaa voi myös kannustaa sijoittamaan tai aloittamaan sijoittamisen²⁰, mikä puolestaan voisi saada suomalaiset innostumaan entistä enemmän vaurastumisen tavoittelusta ja mahdollisen tuoton maksimoinnista sekä oman talouden hallinnasta.

1.3 Tutkimustehtävä ja kysymyksenasettelu

Sijoittajansuojaan vaikuttamista tutkimalla tarkoitukseni on selvittää sijoitusneuvontaan liittyvien velvollisuuksien pohjalta mahdollisuudet vaikuttaa sijoittajansuojan tavoitteluun erityisesti sijoittajan näkökulmasta. Sijoittajansuojan tavoittelulla tarkoitetaan menettelyn suuntaamista sijoitusneuvonnassa siten, että sillä tavoitellaan sijoittajan etua. Tutkimusongelman ydinkysymykseksi siten muodostuu:

Miten sijoittaja voi itse vaikuttaa sijoittajansuojan tavoitteluun sekä oman etunsa varmistamiseen sijoitusneuvonnassa?

Tutkimusongelman ratkaisemiseksi on tunnistettava lähtökohdat ja selvitetävä työkalut, joiden avulla sijoittajan vaikutusmahdollisuudet voidaan tunnistaa. Sijoittajansuojan tavoittelun ja sijoittajan asemaan vaikuttamisen kannalta olennaista on ensin tarkastella sijoittajan asemaa yleensä arvopaperimarkkinoilla ja lisäksi suhteessa sijoituspalveluiden tarjoajaan. Sitten tunnistetaan sijoittajansuojaan vaikuttavia elementtejä, joiden pohjalta voidaan löytää sijoittajan vaikutuspiirissä olevia keinoja ja mahdollisuuksia, joilla sijoittaja voi vaikuttaa omaan asemaansa ja siten sijoittajansuojan laajuuteen. Tarkastelussa huomioin sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien ja tämän menettelyn vaikutusta eri tilanteissa ja sijoitusneuvonnan vaiheissa. Sijoittajan aseman ja ominaisuuksien

²⁰ Ks. sijoittamisen aloittamisesta Saario, 2020, s. 15–19.

vaikutusta peilataan sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin ja tutkitaan, miten nämä velvollisuudet konkreettisesti ilmenevät sijoitusneuvonnassa. Lisäksi huomioin sijoitusneuvontatilanteen tilannetekijöiden²¹ vaikutusta. Tavoitteena on selvittää, miten sijoittaja välillisesti pystyy vaikuttamaan sijoittajansuojan tavoitteluun ja toisaalta, miten sijoittaja voi vaikuttaa oikeuksiinsa ja velvollisuuksiinsa sekä oman tosiasiallisen asemansa suojaamiseen sijoitusneuvonnassa. Tutkimusongelman ratkaisemisen avuksi muodostuu siten seuraavat apukysymykset:

Millainen on sijoittajansuojan kohteena olevan sijoittajan asema sekä suhde sijoituspalveluiden tarjoajaan?

Millaisia sisällöllisiä muuttuvia elementtejä sijoittajansuojalla on, joihin sijoittaja voi vaikuttaa?

Miten sijoittaja voi myötävaikuttaa sijoitusneuvojan velvollisuuksien täyttämiseen?

1.4 Konteksti ja rajaus

Tutkielma sijoittuu arvopaperimarkkinaoikeudelliseen kontekstiin ja on yhdistelmä sopimus-, velvoite- ja kauppaoikeutta. Arvopaperimarkkinaoikeutta on kutsuttu myös rahoitusmarkkinaoikeudeksi²², mutta rajaan rahoitusmarkkinaoikeuteen tyypillisesti kuuluvat vakuutusoikeudelliset oikeuskysymykset tutkielman ulkopuolelle. Tutkielma keskittyy arvopaperimarkkinaoikeudellisiin sopimussuhteisiin ja erityisesti sijoituspalveluita koskeviin sopimuksiin. Näin ollen arvopaperimarkkinaoikeus on rahoitusmarkkinaoikeutta havainnollistavampi termi tutkielman kontekstista.

²¹ Ks. Salo, 2016, luku 6.

²² Luukkonen, 2018, s. 21.

Tutkielman tarkempi rajausta koskee sijoituspalveluyrityksen ja sijoittajan välisen sopimus-suhteen tarkastelua. Tässä tutkielmassa sijoituspalveluyrityksellä tarkoitetaan arvopaperimarkkinalain²³ (746/2012) 2 luvun 10 §:n ja sijoituspalvelulain²⁴ (747/2012) 1 luvun 13 §:n 1 kohdan ja 2 luvun 1 §:n mukaista yritystä, jolla on toimilupa tarjota sijoituspalvelua tai harjoittaa sijoitustoimintaa. Tutkielmassa termejä *sijoituspalveluyritys* ja *sijoituspalveluiden tarjoaja* käytetään synonyymeinä, ja *sijoitusneuvoja* on toimihenkilö, joka työskentelee sijoituspalveluyrityksessä. Sijoitusneuvojan toimenkuvaan kuuluu *sijoitusneuvonta*, jolla viitataan SipaL 1 luvun 15 §:n 5 kohdan mukaan tiettyä rahoitusvälinettä koskevaan suositukseen antamiseen sijoittajalle. Tässä tutkielmassa *rahoitusvälineellä* tarkoitetaan AML 2 luvun 1 §:n mukaista *arvopaperia*, jonka synonyyminä käytetään myös *sijoitustuotetta*. Rajaan tutkielman ulkopuolelle monimutkaiset rahoitusvälineet²⁵, eli tutkielmassa sijoitusneuvonta liittyy vain niin kutsuttuihin yksinkertaisiin arvopapereihin.

Tutkielmassa *sijoittajalla* tarkoitetaan SipaL 1 luvun 23 §:n 3 momentin mukaista ei-ammattimaista asiakasta, joka on vastaavan pykälän 4 momentin mukainen luonnollinen henkilö (tai oikeushenkilö), jolle tarjotaan sijoitus- ja oheispalveluja. MiFID II -direktiivissä ei-ammattimaisesta sijoittajasta on käytetty myös termiä vähittäissijoittaja ja yksityissijoittaja²⁶. Tutkielmassa termit *sijoittaja* ja *asiakas* ovat synonyymejä ja niillä viitataan siis ei-ammattimaiseen vähittäis- tai yksityissijoittajaan. Rajaan tutkielman ulkopuolelle oikeushenkilöiden, ammattimaisten asiakkaiden ja hyväksyttävien vastapuolien käsittelyn.

1.5 Tutkimusmenetelmä ja näkökulma

Tutkimusmenetelmänä käytän talousoikeuden oppiaineelle tyypillistä lainopillista eli oikeusdogmaattista tutkimusmetodia. Oikeusdogmaattisella tutkimusmetodilla tulkitaan

²³ Jäljempänä AML.

²⁴ Jäljempänä SipaL.

²⁵ ESMA, 2014.

²⁶ MiFID II -direktiivin johdantolause 86.

ja systematisoidaan vallitsevaa lainoppia sekä tehdään perusteltuja kannanottoja sen sisältöön eli voimassa olevaan oikeuteen²⁷. Kun kyseessä on talousoikeuden oppiaineesta tehty tutkielma, yhdistän lainopilliseen tulkintaan myös liiketaloudellista näkökulmaa, kun tarkastelussa on ne sääntelyn tuottamat mahdollisuudet sijoittajalle, joiden myötä sijoittaja voi vaikuttaa omilla toimillaan sijoitusneuvojan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojan tavoitteluun.

Tutkielmassa merkittävänä lähteenä käytän *Marja Luukkosen* väitöskirjaa *Sijoittajan velvollisuudet*²⁸. *Luukkonen* on katsonut, että sijoittajansuojaan liittyvien sijoituspalveluiden tarjoajan menettelytapasäännösten tehtävänä on turvata sijoittajan asemaa. Hänen mukaansa sijoittajansuojaan liittyisi sopimusoikeudellisten seuraamusten myötä kahdenlainen vaikutus sijoittajan kannalta: reparaatiivinen eli hyvittävä vaikutus ja preventiivinen eli ennaltaehkäisevä vaikutus. Reparatiivinen vaikutus liittyy sopimusoikeudellisen vastuun mahdollistamaan sijoittajansuojan tosiasialliseen toteutumiseen sijoituspalveluiden tarjoajan laiminlyödessä velvollisuuksiaan. Puolestaan preventiivinen ennaltaehkäisevä pelotevaikutus kohdistuu sijoituspalveluiden tarjoajaan tarkoituksena lisätä sijoittajan luottamusta sijoittamista, markkinoita ja sijoituspalveluiden tarjoajaa kohtaan, mikä puolestaan voisi lisätä sijoittamista ja markkinoiden tehokkuutta.²⁹

Sijoittajansuoja ei ole yksiselitteisesti määriteltävissä oleva asiakokonaisuus, vaan enemmänkin heikomman suojan oikeusperiaatteen sovellus, mikä saa ilmentymänsä suhteessa niihin faktoihin, jotka kussakin tilanteessa ovat. Näin ollen sijoittajansuojan sisältö vaihtelee tilanteesta riippuen. Sijoitusneuvonnassa sijoittajansuojaa tavoitellaan varsinaisena *suojana* sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien kautta, kun sijoittajan päätöksenteko saa tukea sijoituspalveluiden tarjoajan menettelytapasäännöksistä. En sulje

²⁷ Kolehmainen, 2016, s. 107.

²⁸ Luukkonen, 2018.

²⁹ Luukkonen, 2018, s. 79–81.

pois Luukkosen reparatiivista ja preventiivistä näkökulmaa, vaan katson näiden lisäksi sijoittajansuojaan liittyvän myös kolmannen promotiivisen³⁰ näkökulman eli proaktiiviseen ennakoivaan oikeuteen liittyvän näkökulman, joka edistää haluttujen tavoitteiden toteutumista³¹. Katson tämän promotiivisen vaikutuksen nimenomaan liittyvän sijoittajan omiin vaikutusmahdollisuuksiin haluttujen tavoitteiden saavuttamiseksi – sijoittaja tavoittelee oman asemansa vahvistamista ja etunsa varmistamista tavoittelemalla välillisesti mahdollisimman laajaa sijoittajansuojaa.

³⁰ Salo, 2016, s. 26

³¹ Siedel & Haapio, 2010, s. 14–15. *Siedel* ja *Haapio* käsittelevät artikkelissaan proaktiivista oikeutta, johon heidän mukaansa liittyy kaksi ulottuvuutta: preventiivinen ja promotiivinen ulottuvuus.

2 Sijoittaja sijoittajansuojan kohteena

2.1 Sijoittajan asema arvopaperimarkkinoilla

Luottamus on yksi arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytys³². Arvopaperimarkkinoilla keskeistä on sijoittajien markkinaluottamuksen suojaaminen, minkä vuoksi arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely ottaa huomioon sijoittajan näkökulman ja turvaa yksittäisen sijoittajan asemaa³³. Sääntely liittyy pitkälti informaatioon – tiedonantoon, selonottoon ja sijoittajasta hankittaviin tietoihin³⁴. Sijoittajan luottamuksen ylläpitäminen ja vahvistaminen edellyttää, että hänellä on yhdenvertaiset mahdollisuudet muihin markkinaosapuoliin verrattuna saada itse tai sijoitusneuvonnassa kaikki sijoituspäätökseen vaikuttava informaatio, joka on myös muiden markkinaosapuolten käytettävissä³⁵. Näin ollen sijoittajien luottamus sijoitusneuvontaa kohtaan on ensiarvoisen tärkeää, minkä vuoksi sijoittajan suojaaminen on varsin keskeisessä asemassa sijoitusneuvonnassa³⁶.

Millainen on sijoittajansuojan kohteena olevan sijoittajan asema? Sijoittajan aseman muodostumiseen vaikuttaa olennaisesti hänen suhteensa *informaatioon*. Tämä suhde riippuu esimerkiksi sijoittajan hyödyntämisestä ja hyödynnettävissä olevasta tiedosta, kuten hänen hankkimastaan ja saamastaan tiedosta sekä omasta aikaisemmasta tietämyksestään.³⁷ Sijoittajan asemaan informaation suhteen vaikuttaa olennaisesti hänen ominaisuutensa ja oma toimintansa, esimerkiksi millainen kyky sijoittajalla on omaksua ja ymmärtää sijoitusinformaatiota ja minkälaista informaatiota sijoittaja pitää tärkeänä sekä miten hän osaa tai ei osaa hyödyntää sitä sijoituspäätöksensä perusteiksi. Sijoittajan informaatioasemaan vaikuttaa myös hänen ympärillään olevat toimijat sekä heidän käy-

³² Ks. MiFID II -direktiivin johdantolause 4.

³³ Norros, 2009, s. 66; Salo & Oksaharju, 2019, s. 420.

³⁴ Esim. SipaL 10 luvun 4 § ja 5 §.

³⁵ Huovinen, 2004, s. 6.

³⁶ Salo, 2017.

³⁷ Tutkielmassa termit *tieto* ja *informaatio* ovat toistensa synonyymejä. Tiedon ja informaation erosta ks. Huovinen, 2004, s. 63.

tettävissään oleva informaatio. Koska tilanne on usein se, että informaatio on epätasapainossa sijoittajan asemalle haitallisella tavalla, pyritään sijoittajansuojalainsäädännöllä korjaamaan informaatioasetelmaa sijoittajan hyväksi³⁸. Esimerkiksi SipaL 10 luvun 5 §:ssä säännellään sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuudesta asiakkaalensa (sijoittajalle). Näin ollen informaatio toimii tavallaan menettelyvelvoitteiden laajuuden määrittäjänä sijoitusneuvonnassa – olennainen vaikutus on sillä, mitä sijoittaja jo tietää ja mitä sijoittaja kertoo sijoitusneuvojalle.

Arvopaperimarkkinoilla toimivat sijoittajat ovat hyvin heterogeenisiä toisiinsa verrattuna³⁹. Yksi sijoittaja voi toimia ammatikseen pääomasijoittajana ja omistaa valtavan sijoitusvarallisuuden, kun taas toinen saattaa olla vielä hyvin kokematon ja riskiä karttava sijoittaja. Nämä erot sijoittajien välillä johtuvat heidän *yksilöllisyydestään*. Jokaisella sijoittajalla on omanlaisensa lähtökohdat, joista tarjoutuu sijoittajille mahdollisuuksia vaihtaa tosiasiallisiin asemiinsa. Vaikutusmahdollisuuksien lähtökohdat vaihtelevat sijoittajien yksilöllisten ominaisuuksien, kuten ei-ammattimaisuuden tai ammattimaisuuden, käyttäytymisen ja taloudellisen lukutaidon, mukaan. Lisäksi sijoittajat menettelevät eri tavoin edellä mainituista yksilöllisistä ominaisuuksista sekä kunkin sijoittajan muodostamista sijoitusperiaatteista johtuen. Sijoittajien yksilöllisyyden takia tarve sijoittajansuojalle vaihtelee sijoittajakohtaisesti⁴⁰ ja sääntelyn kannalta haastavaa onkin kohdistaa sijoittajansuoja vain yhdenlaiseen ”standardisijoittajaan”. Onneksi sijoittajansuojan sisällössä on vaihteluvaraa olosuhteista, tilanteesta ja sijoittajan yksilöllisyydestä riippuen⁴¹.

³⁸ Ks. Luukkonen, 2018, s. 41–42.

³⁹ Hoppu, 2009, s. 67.

⁴⁰ Ks. Hoppu, 2009, s. 67–70.

⁴¹ Esimerkiksi MiFID II -direktiivissä erotellaan eri asiakasryhmät toisistaan, ammattimaiset asiakkaat ja yksityisasiakkaat, jolloin suoja on erilainen riippuen asiakkaan (sijoittajan) ryhmästä. Ei-ammattimainen yksityisasiakas saa pääsääntöisesti laajempaa suojaa kuin ammattimainen asiakas, koska ammattimaisen asiakkaan katsotaan osaavan ainakin jossain määrin huolehtia omasta suojastaan.

Yksittäisen sijoittajan aseman arvopaperimarkkinoilla voi katsoa muodostuvan kahdesta pääasiallisesta ulottuvuudesta: informaatiosta ja yksilöllisyydestä. Näiden ulottuvuuksien sisältöihin syventymällä pyritään löytämään sijoittajalle tarjoutuvia mahdollisuuksia vaikuttaa niihin seikkoihin, jotka vaikuttavat sijoittajansuojan sisältöön ja laajuuteen.

2.2 Sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan välinen suhde

Sopimusosapuolten välisen suhteen arvioinnissa korostuvat osapuolten roolit ja heidän tosiasialliset asemansa. Kun sijoittajan asemaa verrataan muihin toimijoihin arvopaperimarkkinoilla, mielletään sijoittaja yleensä heikommaksi osapuoleksi⁴². Sijoittajan yksilölliset ominaisuudet, tiedollinen ja taloudellinen eriarvoisuus sekä erityisesti informaation epätasapaino ovat usein syynä siihen, että sijoittaja varsinaiselta tosiasialliselta asemaltaan on heikompi osapuoli myös verrattuna sijoituspalveluiden tarjoajaan⁴³. Sijoitusneuvonnassa sijoituspalveluiden tarjoaja on siis lähtökohtaisesti vahvemman osapuolen roolissa, koska tällä on oletettavasti käytössään paremmat tiedolliset ja taloudelliset resurssit kuin sijoittajalla.⁴⁴

Sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan välisen heikompi-vahvempi-asetelman lisäksi heidän välillään vallitsee vastavuoroisuus. Sijoittaja voi hakeutua sijoitusneuvontaan esimerkiksi saadakseen informaatiota tiedollisesti vahvemmalta osapuolelta tehdäkseen sen pohjalta valinnan sijoituspäätöksestä. Sijoittajalla ei esimerkiksi ole aikaa tai osaa mistä itsenäisesti ensinnäkin tunnistaa ja lisäksi perehtyä relevanttiin tietoon informaatiotulvan⁴⁵ vuoksi. Sijoituspalveluiden tarjoajan tehtävänä on ohjata sijoittajaa päätöksenteossaan ja varmistua siitä, että sijoittaja kykenee tekemään järkevän sijoituspäätök-

⁴² Ks. Wuolijoki, 2009, s. 103.

⁴³ Saarnilehto, Annola, Hemmo, Karhu, Kartio, Tammi-Salminen, Tolonen, Tuomisto, & Viljanen, 2019, Luku I, Siviilioikeuden yleiset periaatteet: Heikomman suoja.

⁴⁴ Ks. Pöyhönen, 1988, s. 274; Saarnilehto & Annola, 2018, s. 23.

⁴⁵ Wuolijoki, 2009, s. 110–114; Salo, 2016, s. 40–43. Sijoitusinformaatiota saa sijoittamisen ohjaamisessa ja markkinoilta muun muassa tiedotusvälineiden ja median kautta sekä tiedonvälittäjiltä, kuten analyytikoilta, ja suoraan pörssistä. Haasteena voi olla informaatiotulva – liian suuresta informaatiomäärästä voi olla enemmän haittaa kuin hyötyä.

sen, joka perustuu riittäviin tietoihin. Sopivien sijoitustuotteiden tarjoamiseksi sijoituspalveluiden tarjoajan on kerättävä riittävät tiedot sijoittajasta ja arvioitava sijoitustuotteiden soveltuvuutta sijoittajalle.⁴⁶ Riskinä voi kuitenkin olla se, että sijoittaja ei esimerkiksi ymmärrä sijoitusneuvojan käyttämää terminologiaa tai tapaa ilmaista kysymyksiä, jolloin sijoittajan vastaukset jäävät puutteellisiksi, mikä voi johtaa siihen, että sijoittaja saa hänelle soveltumatonta sijoitusneuvontaa.⁴⁷ Olennaista sijoitusneuvojan velvollisuuksien kannalta ja toisaalta myös sijoittajan saaman suojan kannalta on se, mitä sijoittaja tietää ja mitä sijoittaja kertoo. Sijoitusneuvonnan voi nähdä vastavuoroisena informaation saamisena ja antamisena sijoittajan ja sijoitusneuvojan välillä sekä toisaalta myös informaation (onnistuneena) hyödyntämisenä.

Sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan välillä vallitsee myös tietynlainen päämies-agenttiongelman, kun informaatio on epätasapainossa ja sijoittajalla (päämiehellä) ei ole mahdollisuutta arvioida, tekeekö sijoituspalveluiden tarjoaja (agentti) parhaansa hänen hyväkseen, koska osapuolet pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä.⁴⁸ Sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan välillä saattaa siis toisinaan vallita intressiristiriita, koska sijoitustuotteiden myynnistä saatavat palkkiot voivat kannustaa sijoitusneuvojaa myymään sijoitustuotteita sijoittajan varsinaisen edun mukaisen neuvonnan sijaan. Sijoittajan etua suojaa kuitenkin ensisijainen säännös sijoituspalveluiden tarjoajan rehellisyydestä ja velvollisuudesta toimia asiakkaan edun mukaisesti (Sipal 10 luvun 2 §). Tämä perustuu kieltoon menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti (AML 1 luvun 2 §), joka on keskeinen säännös arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä. Sijoittajan etu on myös sijoituspalveluiden tarjoajan toiminnan ja elinvoimaisuuden kannalta hyödyllistä tai jopa välttämätöntä. Sijoituspalveluiden tarjoajien välinen kilpailu asiakkaista kannustaa toimimaan sijoittajan intressien mukaisesti⁴⁹, mikä sekin osaltaan suojaa sijoittajaa. Mitä sijoittajan

⁴⁶ Salo, 2017.

⁴⁷ Luukkonen, 2018, s. 93.

⁴⁸ Huovinen, 2004, s. 326; Luukkonen, 2018, s. 93.

⁴⁹ Ks. Turtiainen, 2004, s. 85–86. *Turtiaisen* mukaan kilpailu sijoitusrahastomarkkinoilla kannustaa rahastoyhtiötä toimimaan rahastosijoittajiensa intressien mukaisesti asiakkaiden menettämisen uhalla. Lisäksi kannustimena on rahastoyhtiön markkinaosuuden ja hallinnoitavien rahastopääomien määrän pienenevän uhka. Ks. myös osakeyhtiölain (OYL) (624/2006) 1 luvun 5 §, jonka mukaan osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajilleen.

edulla ja hyvän tavan sisällöllä varsinaisesti tarkoitetaan, ei ole määritelty sen tarkemmin laissa tai ratkaisukäytännössä.⁵⁰

Koska sijoitusneuvonta on asiantuntijapalvelua, on asiantuntijalla vastuu ottaa sijoittajan tavoitteet asianmukaisesti huomioon. Sijoitusneuvoja kantaa asiantuntijana riskin siitä, jos jokin sijoittajan tavoitteiden ja sijoitusperiaatteiden kannalta tärkeä seikka jää ottamatta huomioon sijoitusneuvonnassa.⁵¹ Näin ollen yhtenä sijoittajan edun toteutumiseväylänä voidaan pitää sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien sekä sijoitusperiaatteiden ja tavoitteiden huomioon ottamista ja sitä, millainen sijoituspäätös niiden huomioinnin lopputulemana syntyy. Siten sijoittajan ominaisuudet, sijoitusperiaatteet ja tavoitteet osaltaan suojaavat sijoittajaa. Siksi sijoittajalla voidaan nähdä myös oma vastuu päätöksenteostaan ja varsinkin sitä edeltävästä sijoittajan toiminnasta ja huolellisuudesta, jotta sijoituspalveluiden tarjoajalla on ylipäätään mahdollisuus saada sijoittajan muodostamat sijoitusperiaatteet ja tavoitteet tietoonsa.

2.3 Sijoittajansuojaan vaikuttavien elementtien tunnistaminen

2.3.1 Sijoittajansuojan tavoitteluun vaikuttavat muuttujat ja MiFID II -direktiivi

Sijoittajan suojaaminen on yksi keskeinen arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tavoite. Sijoittajansuojaan vaikuttamisen kannalta tarkastelun voi karkeasti jakaa kahteen olennaiseen lähtökohtaan: miten sijoittajansuoja toteutuu ja miten sen toteutumiseen voi vaikuttaa. Sijoittajansuoja ei kuitenkaan *toteudu* kyllä tai ei -tyylisesti, vaan näen sen ennemminkin arvopaperimarkkinaoikeudessa tavoiteltavana itseisarvona ja se toimii tukena, kun säännöksiä sisältöjä tulkitaan. Sijoittajansuoja ilmenee suoraan ja välillisesti eri tilanteissa ja eri tavoin tilannekohtaisesti muuttuvien elementtien vaikutuksesta. Oleellista on, millaisen sisällön sijoittajansuoja eri tilanteissa saa suhteessa kunkin

⁵⁰ Salo, 2017.

⁵¹ Ks. lisää Hemmo & Hoppu, 2006/2021, Luku 16. Asiantuntijapalvelujen tarjoaminen: Asiantuntijan velvoitteiden sisältö: Tavoitteiden huomioon ottaminen.

tilanteen muuttuviin elementteihin. Vaikka sijoittajansuoja on arvopaperimarkkinaoikeudessa tavoiteltava periaate, ei siihen vaikuttavia sijoitusneuvonnan tilannekohtaisia elementtejä ole systematisoitu arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä⁵². Jotta sijoittaja itse voisi vaikuttaa asemansa suojaamisen tavoitteluun, täytyy tunnistaa sijoittajan vaikutuspiirissä olevat sijoittajansuojan muuttuvat elementit. Kenties oikeampaa olisi muotoilla lähtökohdat seuraavasti: miten sijoittajansuojaa *tavoitellaan* ja miten sen *tavoittelemiseen* voi vaikuttaa. MiFID II -direktiivissä puhutaan tässä asiayhteydessä sijoittajansuojan *varmistamisesta*⁵³.

Sijoittajansuojan tavoitteluun vaikuttavia elementtejä voidaan tunnistaa MiFID II -direktiivin säännöksistä, joilla sijoittajansuojaa varmistetaan⁵⁴. 24 artiklan 1 kohdan mukaan sijoituspalveluyritykseltä edellytetään rehellistä, tasapuolista ja ammattimaista asiakaidensa etujen mukaista toimintaa sekä 25 artiklan mukaista soveltuvuuden ja asianmukaisuuden arvioimista. Sijoituspalveluiden tarjoajan velvoitteisiin kuuluu näiden artiklojen mukaan myös asianmukaisten tietojen antaminen hyvissä ajoin asiakkaalle. Näin ollen sijoittajansuojaan vaikuttaviksi elementeiksi voidaan tunnistaa sijoituspalveluiden tarjoajan menettely, jonka keskiössä on sijoittajan etu, ja erityisesti informaatioon liittyvät veloitteet. Sijoittajansuojaan vaikuttaa se, missä laajuudessa ja kuinka tehokkaasti sijoituspalveluiden tarjoaja menettelee sijoitusneuvontaan kuuluvien velvollisuuksien mukaisesti. Sijoittajansuojan vahvistamiseksi MiFID II -direktiivillä tavoitellaan juuri sijoituspalveluiden tarjoajan menettelytapavelvoitteiden tehostamista⁵⁵. Sijoittajan omat vaikutusmahdollisuudet liittyvät siihen, kuinka hyvin hän pystyy vaikuttamaan näihin sijoitusneuvojan menettelytapavelvoitteisiin. Sijoittaja voi siis itse vaikuttaa asemansa suojaamiseen vaikuttamalla seikkoihin, jotka vaikuttavat sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin.

⁵² Salo, 2016, s. 209.

⁵³ MiFID II -direktiivin säännökset, joilla varmistetaan sijoittajansuoja: artikkelit 24–30.

⁵⁴ Tutkielman kannalta oleelliset MiFID II -direktiivin artikkelit ovat 24 ja 25.

⁵⁵ MiFID II -direktiivin johdantolause 70.

Luukkosen mukaan sijoittajansuoja rakentuu eri osa-alueista, kuten sijoitustuotteiden sisällöllisestä hallinnasta sekä sijoituspalveluiden tarjoajan ja sijoittajien menettelystä sijoitustuotteiden myynnissä⁵⁶. Sijoittajansuojan muuttuvaksi elementiksi voi tässä yhteydessä tunnistaa sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan menettelyn vastavuoroisuuden: sijoittaja voi omalla menettelyllään vaikuttaa sijoittajansuojaan vaikuttamalla niihin seikkoihin, jotka vaikuttavat sijoituspalveluiden tarjoajan menettelyyn. Sijoittajansuojan muuttuvaksi elementiksi voidaan siten havaita *osapuolten menettely sijoitusneuvonnassa*, jonka myötä sijoittaja pystyy välillisesti vaikuttamaan sijoittajansuojan tavoitteeseen ja sen sisällön laajuuteen.

Muita sijoittajansuojaan vaikuttavia elementtejä voidaan tunnistaa sijoitusneuvonnan osapuoliin liittyvistä muuttujista. *Sijoittajan asema* sekä sijoittajan tietynlainen *heikommuus* suhteessa sijoituspalveluiden tarjoajaan vaihtelevat tilannekohtaisesti. Edellä on tunnistettu sijoittajan aseman muodostuvan yksilöllisyydestä, joka aiheuttaa sijoittajien välisen heterogeenisyyden, sekä sijoittajan suhteesta informaatioon, johon liittyy usein myös informaation epätasapaino niin sijoitusneuvonnassa kuin yleisestikin arvopaperimarkkinoilla. Yleensä sijoittaja mielletään näiden muuttujien vuoksi heikommaksi osapuoleksi, mikä on omiaan vaikuttamaan lähtökohtana sijoittajansuojaan. Heikomman asemaa tai heikkoutta voidaan yleisesti pitää jälkikäteenä sopimuksen tulkintaan vaikuttavana seikkana, mutta *heikomman aseman* ja yleisen *heikommuuden* välillä on havaittavissa kuitenkin ero – heikommuuden tulkinnassa tulkitaan nimenomaan sitä, miten ja mistä seikoista heikommuus aiheutuu, kun puolestaan *heikomman aseman* osalta arvioidaan juuri tämän *aseman* vaikutusta sopimuksen tulkintaan⁵⁷. Heikomman aseman voi siis nähdä aiheutuvan heikommuudesta, jonka puolestaan aiheuttavat tietyt tilannekohtaiset seikat. Sijoittajan asema verrattuna sijoitusneuvojan asemaan vaikuttaa sijoitusneuvontatilanteen tulkintaan. Sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien määrittelemä heikommuuden taso osoittaa tilanne- ja sijoittajakohtaisesti vaihtelevan tarpeen sijoittajansuojalle sijoitusneuvonnan tulkinnassa.

⁵⁶ Luukkonen, 2018, s. 58.

⁵⁷ Lehtinen, 1995, s. 138–139.

Myös hallituksen esityksessä HE 56/1998, jo aikaa ennen nykyistä sääntelyä ja MiFID II -direktiiviä, on tunnistettu erilaisten sijoittajien erilainen suojan tarve, joka johtuu vaihtelevuudesta sijoittajien ammattitaidossa ja sijoituskokemuksessa. Kyseisessä esityksessä on lisäksi todettu, että arvopaperinvälittäjien (sijoituspalveluiden tarjoajien) menettelytapasäännösten taso voisi olla erilainen riippuen sijoittajasta⁵⁸, minkä voi tulkita tarkoittavan sitä, että ammattimaisen sijoittajan tarve sijoittajansuojalle on pienempi kuin ei-ammattimaisen sijoittajan. Hallituksen esityksestä voi myös tulkita, että sijoittajansuojan tavoittelulla viitataan sijoitusneuvojan menettelytapasäännöksiin toteutumiseen eri laajuuksissa. Näin ollen arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tarjoamat mahdollisuudet tavoitella sijoittajansuojaa vaihtelevat riippuen siitä, kuka kullakin kerralla on suojan tavoittelijan roolissa, millaiset ominaisuudet tällä on sekä miten tämä menettelee eri tilanteissa ja miten tämä menettely vaikuttaa vastapuolen menettelytapasäännöksiin toteutumiseen.

Informaatiota voi pitää keskeisenä ”kauppatavarana” arvopaperimarkkinoilla ja sijoittamisen kannalta yksi tärkeimmistä taidoista onkin relevantin informaation erottaminen informaatiotulvasta⁵⁹. Sijoitusneuvonnassa kaikki asiat kytkeytyvät jollain tapaa informaation ympärille, minkä vuoksi informaation voi nähdä myös sijoittajansuojaan vaikuttavana elementteinä. Esimerkiksi sijoittajan heikommuuden usein aiheuttaa tiedollinen eriarvoisuus suhteessa sijoituspalveluiden tarjoajaan, eli esimerkiksi ei-ammattimaisella sijoittajalla voi olla puutteita tietämyksessään liittyen joihinkin sijoitustuotteisiin tai vaikkapa sijoitusten verokohteluun. Tiedolliset puutteet voivat myös liittyä osaamiseen ja taitoihin – sijoittaja ei välttämättä ymmärrä tai osaa tunnistaa relevanttia informaatiota.

⁵⁸ Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta, HE 56/1998 vp, s. 1, 32–33. Esityksessä on muun muassa lueteltu sijoittajansuojan sääntelyn koostuvan seuraavista osa-alueista: 1) *rahoitusmarkkinoiden keskeisten osapuolten toimilupaedellytykset*, 2) *ammattimaisten palvelujen tarjoajien muut toimintaedellytykset*, 3) *asiakkaansuoja*, 4) *markkinaosapuolten toimintaa koskeva itsesääntely*, 5) *liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus*, 6) *sijoittajan velvollisuudet*, 7) *viranomaisvalvonta*, 8) *viranomaisharkintavallan rajoitukset ja oikeussuoja viranomaisten päätöksiä kohtaan*, sekä 9) *rangaistussäännökset ja muut sanktiouhkat*. HE 56/1998 vp, s. 7.

⁵⁹ Kauppila, Puttonen & Repo, 2020, s. 18.

Wuolijoki katsoo informaation yhdeksi keinoksi suojella heikompaa osapuolta taloudellisesti vaarallisilta sopimuksilta, joissa vaarallisuus aiheutuu siitä, että sijoittaja ei puutteellisten tietojensa vuoksi ymmärrä sijoitustuotetta tai siihen liittyviä riskejä⁶⁰. Sijoittajan tiedollisia puutteita suojataan muun muassa sijoitusneuvojalle asetetuilla velvollisuuksilla, kuten tiedonanto- ja selonottovelvollisuuksilla.⁶¹ Lisäksi mahdollisuuksiin ymmärtää informaatiota vaikuttaa sen esittämistapa, oli sijoittajalla tiedollisia puutteita tai ei, mistä esimerkkinä mahdolliseen reklamaatioon oikeuttava tiedon puute tai virheellisyys⁶². Sijoittajan kannalta suojan tavoittelu informaation osalta on vahvimmissaan silloin, kun sijoittaja saa sijoituspäätöksensä tueksi tarvitsemansa informaation mahdollisimman ymmärrettävästi ja häneen vaikuttavat yksilölliset ominaisuudet ja hänen sijoitusperiaatteensa otetaan huomioon mahdollisimman kattavasti annettavan informaation osalta. Sijoittajan suojaamista tavoitellaan siis pitkälti informaatioon liittyvillä velvollisuuksilla, ja ne lähtökohtaisesti palvelevat nimenomaan tiedollisesti ja asiantuntemukseltaan heikommassa asemassa olevaa sijoittajaa⁶³.

2.3.2 Heikomman suojan oikeusperiaatteen tuki

Siviilioikeuteen ja erityisesti sopimusoikeuteen kuuluvasta heikomman suojan oikeusperiaatteista voidaan löytää tukea sijoittajansuojan tulkinnalle, koska niiden välillä voidaan havaita yhteneväisyyksiä. Sopimusoikeudelliseen lainsäädäntöön liittyy usein niin kutsuttu *suojeluperiaate*, jonka pyrkimyksenä on suojella sopimussuhteessa hetkellisesti tai pysyvästi heikommassa asemassa olevaa osapuolta, esimerkiksi kuluttajaa (kuluttajansuoja) ja sijoittajaa (sijoittajansuoja), ettei vastapuoli voi käyttää hyväkseen sopimus-kumppaninsa heikommuutta ja hyötyä siitä kohtuuttomalla tavalla.⁶⁴ Myös MiFID II -sääntelyyn liittyy vahvasti suojeluperiaate – sijoittajaa suojellaan heikomman asemansa vuoksi sijoittajansuojalla.

⁶⁰Ks. *Wuolijoki*, 2009, s. 108.

⁶¹ Samansuuntaisesti *Luukkonen*, 2018, s. 58–59.

⁶² Lisää tiedonantovirheistä sijoituspalveluiden ja -tuotteiden tarjoamisessa ks. *Norros*, 2009.

⁶³ Ks. *Wuolijoki*, 2009, s. 105.

⁶⁴ *Saarnilehto, Annola, Hemmo, Karhu, Kartio, Tammi-Salminen, Tolonen, Tuomisto, & Viljanen*, 2019, Luku I, Siviilioikeuden yleiset periaatteet: Heikomman suoja.

Heikomman suoja liittyy sellaisiin sopimussuhteisiin, joissa osapuolet ovat eriarvoisessa suhteessa toisiinsa verrattuna johtuen esimerkiksi siitä, että sovittavan asian (täydellinen) ymmärrys vaatii alan erityisasiantuntemusta, jota harvemmin on sillä sopijapuolella, joka ei esimerkiksi työskentele alalla. Tällainen tilanne on havaittavissa sijoitusneuvonnassa, jossa sijoittaja ja sijoitusneuvoja ovat usein eriarvoisessa suhteessa toisiinsa verrattuna, koska tyypillisesti sijoitusneuvoja voi olla niin tiedollisesti kuin taloudellisestikin sijoittajaa vahvempi osapuoli alalla työskennellessään⁶⁵. Sijoittajan suojaaminen nähdään siten tarpeellisena muun muassa sijoittajan erityisasiantuntemuksen puuttumisen, informaation epäsymmetrian ja siten tietynlaisen sopimussuhteesta johtuvan heikomman aseman vuoksi. Näitä puutteita suojataan muun muassa informaation ympärille kytkeytyvillä velvollisuuksilla, joilla tavoitellaan heikomman osapuolen, sijoittajan, suojaamista.⁶⁶

Sijoittajansuojan tavoittelun läsnäolo alkaa jo ennen varsinaista sijoitusneuvontaa asiakasluokituksen määrittelyllä – millaisiin oikeuksiin sijoittaja on oikeutettu sekä millaiseen menettelyyn sijoitusneuvoja on veloitettu? Sijoittajansuoja ei siis sovellu *pelkästään* heikomman suojan tapaan sopimussuhteen jälkipuolella mahdollisessa sovittelussa ja sopimuksen osapuolten arvioinnissa⁶⁷, vaan sijoittajansuojaa *varmistetaan*⁶⁸ alkaen sijoitusneuvojan velvollisuuksien määräytyessä sijoittajakohtaisesti.

Heikomman suoja pyrkii yhdenvertaistamaan sopimusosapuolten välistä suhdetta, mutta toisaalta heikomman suojelulla saatetaan kohdella heikompaa jopa paremmin kuin vahvempaa osapuolta, mikä saattaa johtaa osapuolten epäyhdenvertaiseen kohteluun.⁶⁹ Myös Pöyhönen on katsonut, että sopimustasapainosta joudutaan joskus poik-

⁶⁵ Esimerkiksi MiFID II -direktiivin 25 artiklan 1 kohdassa säännellään sijoitusneuvojalta vaadittavasta tietämyksestä ja pätevyyydestä sijoitusneuvonnan antamiseksi.

⁶⁶ Ks. Saarnilehto, Annola, Hemmo, Karhu, Kartio, Tammi-Salminen, Tolonen, Tuomisto, & Viljanen, 2019, Luku I, Siviilioikeuden yleiset periaatteet: Heikomman suoja; Wuolijoki, 2009, s. 105.

⁶⁷ Lehtinen, 1995, s. 138, 144.

⁶⁸ MiFID II -direktiivin säännökset, joilla varmistetaan sijoittajansuoja: artikkelit 24–30.

⁶⁹ Wilhelmsson, 2004, s. 222–223; Wuolijoki, 2009, s. 102.

keamaan vastapuolen vahingoksi, kun sopimussuhteiden heikompia osapuolia suojellaan⁷⁰. Sijoitusneuvonta ei kuitenkaan ole heikomman suojan oikeusperiaatteen kannalta perinteinen sopimustilanne⁷¹, jossa vastapuoli eli sijoitusneuvoja kokisi vahinkoa heikomman osapuolen suojelun tavoittelun seurauksena. Sijoittajan edun tavoittelu ei lähtökohtaisesti ainakaan huononna sijoitusneuvojan asemaa. Päinvastoin sijoittajan edun huomioimatta jättäminen voi heikentää sijoitusneuvojan asemaa mahdollisen vahingonkorvausvastuun aktualisoitumisen takia⁷². Näin ollen sijoittajan heikkommuuden suojele ei välttämättä suoranaisesti johda osapuolten epäyhdenvertaisuuteen tai ole riskitiedossa sijoituspalveluiden tarjoajan etujen kanssa, vaan sen voi nähdä sijoittajien näkökulmasta luottamusta lisäävänä tekijänä sijoituspalveluiden tarjoajia ja sijoitusneuvontaa kohtaan.⁷³

Lehtinen pitää heikomman suojan edellytyksenä heikomman osapuolen tavanomaista huolellisempaa toimintaa, mutta ”heikkommuutensa” vuoksi tämä osapuoli ei kykene samaan kuin vastapuoli, vaikka ”tekisi parhaansa”⁷⁴. Esimerkiksi sijoittaja ei välttämättä ymmärrä tiettyyn sijoitukseen liittyviä riskejä, vaikka olisi ottanut huolellisesti selvää sijoituskohteesta ja siksi tarvitsee erityistä suojaa heikkommuudestaan johtuvan ymmärtämättömyytensä takia. Sijoittajansuojan edellytyksenä voidaan siis pitää sijoittajan tavanomaista huolellisempaa toimintaa⁷⁵ tai ainakin siihen pyrkimistä, mikä toimii vastavuoroisessa suhteessa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien kanssa.

⁷⁰ Pöyhönen, 1988, s. 274.

⁷¹ Perinteisellä sopimustilanteella tarkoitetaan esimerkiksi tavarankäytön kauppaa, jossa myyjä luovuttaa tavarankäytön ostajalle vastiketta vastaan. Kyseessä voi myös tavarankäytön sijaan olla palvelu, jossa myyjä suorittaa palvelun ostajan vastiketta vastaan. Sijoitusneuvonta on palvelua, jossa sijoittaja saa neuvoja sijoitusneuvojalta tehdäkseen sijoituspäätöksen. Itse sijoitusneuvonta voi olla ilmaista, mutta se voi edellyttää esimerkiksi sijoitusneuvontapalvelua tarjoavan pankin tai finanssilaitoksen asiakkuutta. Vaikka sijoitusneuvoja ei suoraan saa sijoittajalta korvausta sijoitusneuvonnasta, ei se huononna sijoitusneuvojan asemaa tai aiheuta tälle vahinkoa – ainakaan samalla tavalla, mitä tavarankäytön kaupassa vastikkeen maksamatta jättäminen aiheuttaisi myyjälle.

⁷² Sipilä 16 luvun 1 §:n mukainen sijoituspalveluiden tarjoajan vahingonkorvausvelvollisuus koskee tahallisesti tai huolimattomuudellaan aiheuttamansa vahingon korvaamista sijoittajalle. Vahinko voi tulla ilmi sijoittajan tekemän reklamaation myötä, jolloin sijoituspalveluiden tarjoajan vahingonkorvausvelvollisuus voi konkretisoitua vuorovaikutuksessa sijoittajan reklamaatiovelvollisuuden kanssa. Ks. lisää Turtiainen, 2018, s. 387–389. Sijoittajan reklamaatiovelvollisuudesta ks. luku 4.3.4.

⁷³ Ks. Wilhelmsson, 2008, s. 9–10.

⁷⁴ Lehtinen, 1995, s. 140.

⁷⁵ Käsitellään luvussa 4.

Pöyhönen on kutsunut heikomman suojaa heikomman *hyvittämiseksi*, jolla hän tarkoittaa epäoikeudenmukaisuuden oikaisemista antamalla heikommalle osapuolelle yleisesti paremman juridisen aseman kuin normaalisti. Huomion kohteena ovat osapuolten roolit, jotka määräytyvät erilaisin perustein heidän ominaisuuksiaan tarkastelemalla. Sijoittajansuojan tavoittelun kannalta sijoittajaan liittyvien ominaisuuksien tarkastelu on relevanttia, koska ominaisuuksien välisten erojen perusteella saman tyyppisissä oikeussuh-teissa sijoittajia voidaan juridisesti käsitellä eri tavoin sopivimman sijoittajansuojan tavoittelemiseksi.⁷⁶ Näin ollen sijoittajansuojan sisältö voi vaihdella kunkin sijoittajan asemaa määrittävien yksilöllisten ominaisuuksien mukaan, joita käsitellään seuraavassa luvussa.

⁷⁶ Pöyhönen, 1988, s. 273–274, ks. tarkemmin Pöyhösen viittaukset (Wilhelmsson, 1987).

3 Sijoittajan asemaan vaikuttavat elementit

3.1 Sijoittajan asemaan vaikuttavien elementtien tunnistaminen

Edellä on todettu, että oikeussuhteen osapuolten roolien tarkastelussa huomio kiinnittyy henkilöiden ominaisuuksiin ja niiden välisiin eroihin, jotka voivat johtaa yksilön käsitteeseen juridisesti eri tavoin muutoin saman tyyppisissä oikeussuhteissa⁷⁷. Sijoittajan asemaan vaikuttavia elementtejä tulee tarkastella erityisesti sijoittajakohtaisesti, mutta myös tilannekohtaisesti. Tässä luvussa tarkastellaan niitä sijoittajayksilön elementtejä ja keinoja, joiden pohjalta sijoittaja voi staattisesti vaikuttaa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin, mikä puolestaan vaikuttaa sijoittajan saaman suojan sisältöön ja laajuuteen. Edellä on tunnistettu sijoittajan aseman olevan yksi sijoittajansuojaan vaikuttava muuttuva elementti. Mitkä ovat yksittäisen sijoittajan asemassa niitä muuttuvia elementtejä, jotka vaikuttavat sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien laajuuteen ja samalla sijoittajansuojan tavoitteluun?

Sijoituspalveluiden tarjoajan on luokiteltava asiakkaansa ennen sijoituspalveluiden tarjoamista, jotta tarjottava palvelu on sijoittajalle sopiva (Sipal 10 luvun 1 §). Näin selvitetään yksittäisen sijoittajan asiakasluokitus, joka on perustana sijoitusneuvojan menettelylle. MiFID II direktiivin 25 artiklan 2 ja 3 kohdan ja Sipal 10 luvun 4 § 1 ja 2 momentin mukaan sijoituspalveluiden tarjoajan on myös hankittava sijoittajan tietämyksestä ja kokemuksesta tarvittavat tiedot tarjotakseen sijoitusneuvontaa tai muuta sijoituspalvelua. Vastaavien lainkohtien mukaan sijoituspalveluiden tarjoajan on lisäksi selvitettävä sijoittajan sijoitustavoitteet ja taloudellinen tilanne, joista erikseen on vielä mainittu sijoittajan riskiraja ja tappionsietokyky. Nämä tiedot sijoittajasta kerätään, jotta sijoituspalveluiden tarjoaja voi ymmärtää sijoittajan olennaiset ominaisuudet ja voi arvioinnin perus-

⁷⁷ Ks. s. 17–18 ja Pöyhönen, 1988, s. 274, ks. Pöyhösen viittaukset (Wilhelmsson, 1987).

teella suositella sijoittajalle soveltuvia ja asianmukaisia sijoitustuotteita. Tällä tavoin sijoituspalveluiden tarjoaja myös edistää sijoittajan edun toteutumista.⁷⁸ Sijoittajan yksilöllisiksi ominaisuuksiksi voidaan edellä mainittujen lainkohtien pohjalta tunnistaa ainakin sijoittajan asiakasluokitus, sijoitustietämys ja -kokemus sekä taloudellinen tilanne. Kutsun näitä sijoittajan staattisiksi vaikutuskeinoiksi, koska ne ovat luonteeltaan pääsääntöisesti muuttumattomia tai hitaasti muuttuvia tekijöitä ja ne vaikuttavat sellaisinaan sijoitusneuvojan velvollisuuksiin, halusi sijoittaja sitä tai ei. Esimerkiksi sijoittaja ei voi valita asiakasluokitustaan, eikä pääsääntöisesti pysty vaikuttamaan sen määräytymiseen, mutta lain mahdollistamia poikkeustapauksia kuitenkin on. Myös sijoitustavoitteet, riskiraja ja tappionsietokyky ovat tunnistettavissa sijoittajan asemaan vaikuttavina tekijöinä, mutta ne liittyvät tarkemmin sijoitusperiaatteisiin, joita käsitellään jäljempänä tässä luvussa. Erittelen sijoitusperiaatteet omaksi ryhmäkseen, koska niissä on havaittavissa enemmän muuttumavaraa, ja siten enemmän sijoittajalle tarjoutuvia vaikutusmahdollisuuksia kuin sijoittajan yksilöllisissä ominaisuuksissa.

Ei voida vain olettaa, että sijoittajan asema tai siihen vaikuttavat tekijät, kuten yksilölliset ominaisuudet ja informaation epätasapaino, automaattisesti johtaisivat sijoittajansuojan tavoitteluun. *Lehtisen* mukaan varsinainen heikomman suojan tarpeen arviointi tulisi kohdistua sopimuksen osapuolten väliseen suhteeseen oikeustoimen ollessa arvioinnin taustalla. Osapuolen sosiaalinen asema ei saisi automaattisesti olla heikomman suojan piiriin kuulumisen tai kuulumattomuuden kriteeri. Tällä hän tarkoittaa sitä, että sosiaalinen asema, esimerkiksi koulutus ja varallisuus, saisi olla ainoastaan osakriteerinä heikkommuuden määrittelyssä. Jos osapuolen heikompi sosiaalinen asema oikeuttaisi suoraan heikomman suojan saamiseen, siirtyisi tämän osapuolen ottama riski heikomman suojan turvin jonkun toisen kannettavaksi. Tällaisen heikomman suojan väärinkäytön ehkäisemiseksi yksittäisen osapuolen arvioinnin sijaan tulisi arvioida osapuolten välistä suhdetta, mikä osoittaisi sen, että suojaa tarvitsee, tai voi tarvita, sopimussuhteen seurauksena osapuolista tosiasiallisesti heikompi.⁷⁹ Suojan tarve ei siis pelkästään perustu

⁷⁸ Turtiainen, 2018, s. 178.

⁷⁹ Lehtinen, 1995, s. 144–147.

esimerkiksi pieneen varallisuuteen, vaan pieni varallisuus voi olla yksi heikomman aseman aiheuttaja *suhteessa* vastapuoleen. Näin ollen sijoittajansuojan tulkinnan saadessa tukea heikomman suojan oikeusperiaatteesta myös sijoittajansuojan tarpeen arvioinnissa huomio tulisi kiinnittää osapuolten suhteeseen, eli tässä tilanteessa sijoittajan ja sijoitusneuvojan väliseen suhteeseen, jossa erityistarkastelussa on sijoittajan asema. Siten sijoittajan yksilöllisillä ominaisuuksilla on merkitystä, kun niiden vaikutusta arvioidaan suhteessa vastapuoleen. Sijoittajan asema ei yksistään välttämättä oikeuta sijoittajansuojan tavoitteluun, vaan sijoittajan heikompi asema *suhteessa* sijoitusneuvojaan voidaan nähdä perusteena saada erityistä suojaa tarvittaessa⁸⁰.

3.2 Sijoittajakohtaiset yksilölliset ominaisuudet staattisena vaikutuskeina

3.2.1 Ei-ammattimaisuus

Jo hallituksen esityksessä Eduskunnalle (56/1998) on tunnistettu tarve luokitella sijoittajat muun muassa heidän ammattimaisuutensa perusteella⁸¹. SipaL 10 luvun 1 §:n mukaan sijoituspalveluiden tarjoajan on ennen palveluiden tarjoamista luokiteltava asiakkaansa 1 luvun 23 §:n ja 24 §:n mukaisesti ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakkaisiin sekä hyväksyttäviin vastapuoliin, jotta tarjottava palvelu on sopiva suhteessa sijoittajan osaamiseen ja kokemukseen. Ei-ammattimainen asiakas on määritelty SipaL 1 luvun 23 §:n 3 momentissa käänteisesti – ei-ammattimaisia asiakkaita ovat ne, jotka eivät ole ammattimaisia asiakkaita. Asiakasluokitus määrittää sijoituspalveluiden tarjoajan menettelytapaasäännösten soveltamisen laajuuden sekä toisaalta myös sijoittajan oikeudet ja velvollisuudet suhteessa sijoituspalveluiden tarjoajaan. Asiakasluokitus voi olla myös rahoitusvälinekohtainen. Esimerkiksi tietyn rahoitusvälineen osalta ammattimaiseksi asiakkaaksi määritellyn sijoittajan voi olettaa ymmärtävän siihen liittyvän riskin

⁸⁰ Koska tutkielma keskittyy sijoittajan näkökulmaan, ei tässä tutkielmassa paneuduta sijoitusneuvojan asemaan tai ominaisuuksiin sen enempää, vaan painopiste on sijoittajan ominaisuuksien selvittämisessä. Sijoittajan ja sijoitusneuvojan välisessä suhteessa sijoitusneuvoja vain oletetaan ”vahvemmaksi osapuoleksi”.

⁸¹ HE 56/1998 vp, s. 32–33.

ja näin ollen sijoituspalveluiden tarjoajan ei tarvitse sen osalta selvittää sijoittajan sijoituskokemusta ja -tietämystä. Ei-ammattimaisessa asiakasluokassa sijoittaja saa laajimman sijoittajansuojan, koska tämän katsotaan olevan vähemmän kykenevä suojaamaan omaa asemaansa kuin ammattimainen asiakas.⁸² Arvopaperimarkkinalain esitöissä on esimerkiksi todettu, että arvopaperien markkinointia on arvioitava sijoittajan näkökulmasta ja arvioinnin tulee olla ankarampaa silloin, kun kohderyhmänä on ei-ammattimainen sijoittaja⁸³.

Sijoittaja voi omasta pyynnöstään SipaL 1 luvun 23 §:n 2 momentin perusteella tulla kohdelluksi ammattimaisena asiakkaana, jos sijoituspalveluiden tarjoaja arvioi sijoittajan kykenevän tekemään itsenäisiä sijoituspäätöksiä sekä ymmärtämään niihin liittyvät riskit. Lisäksi sijoittajan tulee täyttää kyseisen pykälän 2 momentin vaatimuksista vähintään kaksi. Kyseisten ammattimaisen sijoittajan vaatimusten perusteella voi tehdä käänteisen johtopäätöksen ei-ammattimaisuudesta. Ei-ammattimainen sijoittaja ei välttämättä osaa tehdä täysin itsenäisiä sijoituspäätöksiä tai ymmärrä niihin liittyviä riskejä, eikä hän ole toteuttanut huomattavan monta ja suurta liiketoimea tietyn aikavälin sisällä. Lisäksi asiakkaan sijoitusvarallisuus on pienempi kuin 500 000 euroa ja hänellä ei ole työkokemusta rahoitusosalta. Ei-ammattimainen sijoittaja usein tuntee ammattimaista sijoittajaa huonommin markkinoiden rakenteen sekä sijoituskohteet erityispiirteineen ja arvoon vaikuttavine seikkoineen, minkä vuoksi ei-ammattimaisella sijoittajalla on korostunut tarve saada neuvontaa ja informaatiota tehdäkseen rationaalisia sijoituspäätöksiä⁸⁴.

Asiakasluokitukseltaan ei-ammattimaisen sijoittajan laajempi sijoittajansuoja on perusteltu, koska sillä pyritään vähentämään ei-ammattimaisen ja ammattimaisen sijoittajan epätasavertaisia lähtökohtia sijoittamisessa ja sijoitusneuvontatilanteessa. Ei-ammattimaisen sijoittajan suojan tarvetta voi tarkastella myös sijoitusneuvonnan osapuolten

⁸² Turtiainen, 2018, s. 168–169, 180; Alhonsuo, Nisén, Nousiainen, Pellikka & Sundberg, 2012, s. 278, 284–285.

⁸³ Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi, HE 157/1988 vp s. 25. Ks. aiheesta myös KKO 2015:93.

⁸⁴ Ks. HE 56/1998 vp, s. 33

roolien näkökulmasta. Sijoitusneuvonnassa sijoittaja on lähtökohtaisesti heikompi osapuoli verrattuna sijoitusneuvojaan, joka ammatikseen työskentelee sijoitusneuvonnan parissa sijoituspalveluita tarjoavan yrityksen tai finanssilaitoksen alaisuudessa. Sijoittaja on esimerkiksi asiantuntemukseltaan ja ammattitaidoltaan sijoitusneuvojaa heikommassa asemassa, kun verrataan sijoittajan ammattimaisuuden tasoa *suhteessa* sijoitusneuvojaan. Ei-ammattimaisuuden voi katsoa olevan sijoittajansuojan tavoittelussa sijoittajan staattisessa vaikutuspiirissä oleva yksilöllinen ominaisuus, koska se määrittyy sijoitusvarallisuuden, sijoitusaktiivisuuden ja -kokemuksen perusteella. Nämä seikat voivat vaihdella, mutta lähtökohtaisesti ne vaihtuvat hitaasti ja ne eivät ole kovin muutosalttiita verrattuna esimerkiksi enemmän dynaamiseen tilannekohtaiseen sijoittajan tapaan menetellä, johon sijoittaja voi itse suoranaistemmin vaikuttaa.

Asiakkaiden luokittelu jakaa sijoittajat karkeasti ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin sijoittajiin, joissa heidät oletetaan tietyn luokan sisällä homogeeniseksi joukoksi. Ei-ammattimaisia asiakkaita ovat käytännössä suurin osa luonnollisista henkilöistä.⁸⁵ Siinä mielessä sijoittajansuoja ei kohdistu räätälöidysti sijoittajaan yksilönä, vaan ennemminkin siihen sijoittajaluokkaan, johon yksittäinen sijoittaja sattuu kuulumaan. Todellisuus luokkien sisällä voi olla kuitenkin täysin eri – sijoittajat voivat olla hyvinkin heterogeenisiä toisiinsa verrattuna ottaen huomioon yksittäisen sijoittajan aseman muodostumisen monesta muustakin muuttuvasta tekijästä kuin pelkästään ammattimaisuudesta tai ei-ammattimaisuudesta. On huomioitava sekin, että ne tekijät, jotka määrittävät sijoittajan ei-ammattimaiseksi, voivat vaihdella suurestikin ei-ammattimaisten sijoittajien välillä. Onko sijoittajansuoja saman sisältöinen jokaiselle ei-ammattimaiselle sijoittajalle? On siis perusteltua tarkastella ei-ammattimaisen sijoittajan luokassa muitakin vaihtuvia elementtejä, jotka vaikuttavat sijoittajan asemaan ja soveltavat, tiukentavasti ja lieventävästi, sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksia.

⁸⁵ Oksaharju & Salo-Lahti, 2020, s. 180.

3.2.2 Sijoitustietämys ja -kokemus sekä taloudellinen lukutaito

Sijoitustietämys ja -kokemus ovat asiakasluokituksen määräytymisessä vaikuttavia tekijöitä. MiFID II -direktiivin mukaan ammattimaisella asiakkaalla on riittävä kokemus, tietämys ja asiantuntemus itsenäisten sijoituspäätösten tekemiseen ja niistä aiheutuvien riskien asianmukaiseen arviointiin⁸⁶. Tämän pohjalta sijoitustietämyksen ja -kokemuksen voi tulkita tarkoittavan sijoittajan kykyä tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää taloudellisia riskejä.⁸⁷ Ei-ammattimainen sijoittaja ei siis ole yhtä kokenut, eikä hänen tietämyksensä sijoituspäätösten tekemistä varten ole yhtä korkealla tasolla kuin ammattimaisella sijoittajalla. Ei-ammattimainen sijoittaja ei välttämättä ymmärrä tietyn rahoitusvälineen kaikkia ominaisuuksia ja riskejä, minkä vuoksi sijoitusneuvoja voi jopa arvioida rahoitusvälineen olevan sijoittajalle soveltumaton, eikä tarjoa sitä. Sijoitusneuvonnalla tavallaan suojataan sijoittajaa tämän puutteilta sijoitustietämyksessä sekä niiltä mahdollisesti negatiivisilta seuraamuksilta, jotka soveltumaton sijoituspäätös voisi aiheuttaa sijoittajalle itselleen, mutta myös epäsuorasti sijoituspalveluiden tarjoajalle.

Sijoitustietämyksen ja -kokemuksen voi nähdä osana taloudellista lukutaitoa. *Kalmin* ja *Ruuskasen* mukaan taloudellinen lukutaito on kykyä ymmärtää omaan taloudenhoitoon liittyviä asioita ja kykyä soveltaa tietoa käytännössä. Taloudellisen lukutaidon voi mieltää olevan taloudellista tietämystä ja taloudellista käyttäytymistä sekä näihin vaikuttavia asenteita.⁸⁸ Myös kansainvälinen taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestö OECD (engl. *The Organisation for Economic Co-operation and Development*)⁸⁹ on määritellyt aikuisten taloudellista lukutaitoa koskevassa tutkimuksessaan taloudellisen lukutaidon koostuvan kolmen elementin kokonaisuudesta: taloudellisesta tiedosta, käyttäytymisestä ja asenteista.⁹⁰ *Kalmin* ja *Ruuskasen* tekemässä tutkimuksessa korkealla taloudelli-

⁸⁶ MiFID II -direktiivin liite II.

⁸⁷ Ks. Oksaharju & Salo-Lahti, 2020, s. 186.

⁸⁸ Kalmi & Ruuskanen, 2016, s. 6–7.

⁸⁹ OECD, 2022.

⁹⁰ OECD, 2020, s. 11–14. Tutkimukseen osallistui kaiken kaikkiaan 26 maata.

sella lukutaidolla huomattiin olevan yhteys korkeaan koulutukseen sekä korkeaan tulo-tasoon. Heikoiten tutkimuksessa pärjäsivät nuoret ja pienituloiset.⁹¹ Vaikka kyseisen tut-kimuksen mukaan näiden tekijöiden välillä on huomattu olevan yhteys, on hyvä muistaa, että esimerkiksi nuori pienituloinen sijoittaja ei automaattisesti sosioekonomisen ase-mansa vuoksi ole heikommassa asemassa, vaan tämän tosiasiallinen asema määräytyy monen tekijän summasta ja suhteesta. Sijoittajan aseman määrittäviä tekijöitä, mukaan lukien taloudellinen lukutaito, tuleekin tarkastella kokonaisuutena suhteessa sijoituspal-veluiden tarjoajaan. Toki nuoret pienituloiset sijoittajat oletettavasti ovat esimerkiksi ammattimaisia sijoittajia useammin heikommassa asemassa, kun verrataan heidän ase-miaan sijoituspalveluiden tarjoajiin, mutta siihen vaikuttaa moni muukin ominaisuus kuin pelkästään taloudellinen lukutaito.

Luukkonen on väitöskirjassaan pohtinut, pitäisikö vastuu sijoittajan suojaamisesta suun-nata sijoittajaan itseensä. Kun vastuu olisi sijoittajalla, tämän taloudellista lukutaitoa pa-rantamalla saataisiin eliminoitua käyttäytymistaloustieteellisiä vinoumia ja siten sijoit-taja kykenisi enenevässä määrin tekemään rationaalisia sijoituspäätöksiä itsenäisesti. Ta-loudellinen lukutaito mahdollisesti parantaisi sijoittajan omaa arviointikykyä ja voisi vai-kuttaa myös myönteisesti esimerkiksi sijoittajan selonottoon, vaikka taloudellinen luku-taito ei voikaan korvata lainsäädäntöä.⁹² Sijoittajan suojaamisen näkökulmasta taloude-llista lukutaitoaan kehittämällä sijoittaja voisi ikään kuin suojata itseään tietämättömyy-deltään ja siten lisätä sijoittajansuojan kattavuutta. Näin ollen sijoittajan oma vaikutus-valta sijoittajansuojan tavoittelussa, ja muutenkin ymmärrys sijoittamiseen liittyvissä asi-oissa, kasvaisi. Sijoittaja pystyisi tällä keinolla itse aktiivisesti vaikuttamaan sijoittajan-suojan tavoitteluun ainakin taloudellisen lukutaidon osalta. Taloudellisen lukutaidon voi katsoa tarjoavan sijoittajalle mahdollisuuden ja kyvyn tavoitella omaa etuaan sijoittami-ssa sekä myös kyvyn arvioida, kuinka sijoituspalveluiden tarjoaja tavoittelee sijoittajan etua.

⁹¹ Kalmi & Ruuskanen, 2016, s. 6–7, 17. Tutkimuksessa suomalaiset pärjäsivät taloudellisessa lukutaidos-saan hyvin verrattuna muihin OECD-maihin.

⁹² Luukkonen, 2018, s. 157, 160.

Sijoittajan taloudellisen lukutaidon taso voi sijoitusneuvonnassa vaikuttaa esimerkiksi siihen, millainen kyky sijoittajalla on käsitellä ja omaksua taloudellista informaatiota ja ymmärtää sijoitusneuvojan informaatiovelvollisuuksien nojalla antamaa tietoa. Taloudellinen lukutaito vaikuttaa siihen, millaisia omaa taloutta koskevia päätöksiä sijoittaja osaa tietojen pohjalta perustellusti tehdä.⁹³ Yleisesti ottaen taloudellisen lukutaidon voi katsoa olevan sijoittamiseen liittyvää sijoittajan itsenäistä päätöksentekoa edistävä tekijä ja se auttaa sijoittajaa soveltamaan eri lähteistä saamaansa sijoitusinformaatiota. Taloudellisen lukutaidon vaikutus ei siis liity pelkästään sijoitusneuvontaan, vaan myös vaiheisiin ennen ja jälkeen sijoitusneuvonnan. Esimerkiksi ennen varsinaista sijoitusneuvontaa sijoitusneuvoja luokittelee asiakkaansa selvittämällä kustakin sijoittajasta erilaisia tietoja. Hyvä taloudellinen lukutaito ja sijoitustietämys sekä taloudellinen osaaminen tarjoavat sijoittajalle mahdollisuuden kertoa omasta sijoitustietämyksestään ja -kokemuksestaan, niin halutessaan, mahdollisimman kattavasti sopivimman sijoitusneuvonnan saamiseksi. Näin sijoitusneuvojalla on mahdollisuus tarjota sijoittajan asemalle ja ominaisuuksille sopivinta sijoitusneuvontaa. Puolestaan sijoitusneuvonnan aikana ja sen jälkeen korkean taloudellisen lukutaidon omaavalla sijoittajalla on parempi mahdollisuus arvioida saamiensa sijoitusneuvojen asianmukaisuutta kuin sijoittajalla, jolla on huonompi taloudellinen lukutaito. Lisäksi sijoittaja pystyy taloudellisen lukutaitonsa avulla arvioimaan sijoituspäätöksen mahdollisia seurauksia, esimerkiksi millaisia riskejä sijoitukseen liittyy ja mitä riskien realisoitumisesta seuraa sekä kuinka suurta tuottoa sijoittajan on perusteltua odottaa. Myöhemmin myös odotetun ja varsinkin toteutuneen tuoton arviointi on hyvän taloudellisen lukutaidon myötä helpompaa.

Miten sijoittaja voisi itse kehittää sijoitustietämystään ja -kokemustaan sekä taloudellista lukutaitoaan tavoitellakseen oman etunsa suojaamista? Esimerkiksi ratkaisusuosituksessa APL 758/02, jossa oli kyse pankin antamasta sijoitusneuvonnasta sekä sitä edellyttävästä sijoittajan taloudellisen tilanteen sekä sijoituskokemuksen selvittämisestä, tode-

⁹³ Salo, 2016, s. 125.

taan, että yleisen osakemarkkinoihin liittyvän riskin ja osakekurssien laskemisen mahdollisuuden ymmärtäminen kuuluvat sijoittajan yleiseen elämäkokemukseen. Tämän perusteella esimerkiksi sijoittajan osakemarkkinoihin liittyvä ymmärrys kehittyisi ajan kuluessa ja sijoituskokemuksen myötä.

Saario pitää sijoitusmarkkinoita tiedon markkinoina, millä hän tarkoittaa sitä, että sijoituskohteen järkevyyden arviointi ja sijoitusstrategian noudattaminen edellyttävät jatkuvaa markkinainformaatiota ja sen tulkintaa. Hänen mukaansa sijoittajan lähtökohdat sijoittamisessa ovat heikommat ilman markkinatietoa. Avainasemassa taloudellisen lukutaidon ja sijoitustietämyksen kehittämisessä sekä sijoituskokemuksen kartuttamisessa voi siten pitää *jatkuvuutta* ja *järjestelmällisyyttä* markkinainformaation seuraamisessa. Sijoittamiseen liittyvää ymmärrystä sijoittaja voi kehittää hankkimalla jatkuvasti ja järjestelmällisesti tietoa sijoitusmarkkinoista ja taloudellisesta tilanteesta niin Suomessa kuin kansainvälisestikin sekä yksittäisten yhtiöiden kehityksen ja tulevaisuudennäkymien osalta. Talousuutisia ja pörssikursseja voi seurata reaaliajassa Internetissä, mikä mahdollistaa markkinainformaation jatkuvan ja järjestelmällisen seuraamisen.⁹⁴

Taloudellinen lukutaito tarjoaa sijoittajalle siis mahdollisuuden ja kyvyn tavoitella omaa etuaan sijoittamisessa sekä myös kyvyn arvioida, kuinka sijoituspalveluiden tarjoaja tavoittelee sijoittajan etua ja sijoittajansuojaa sijoitusneuvonnassa. Tuskin esimerkiksi sijoittajan sijoitustietämyksen ja -kokemuksen huomiotta jättämistä voi pitää sijoittajan edun mukaisena tai sijoittajansuojan tavoitteluna. Sijoittajan tietämys, kokemus ja taloudellinen lukutaito vaikuttavat siihen, millaista menettelyä sijoituspalveluiden tarjoajalta edellytetään ja millaisia sijoitustuotteita sijoittajalle voi tarjota. Tietyn rahoitusvälineen tunteminen ei yksinään vielä tarkoita sitä, että sijoittajalla olisi riittävä sijoitustietämys ja -kokemus, joiden pohjalta sijoitusneuvoja voisi tarjota tai suositella tuotetta sijoittajalle. Sijoitustietämyksen arvioinnissa tulee huomioida muun muassa aikaisempi sijoituskokemus, kuten liiketoimien luonne, volyyymi, frekvenssi ja ajanjakso. Myös mahdollinen sijoitustoimintaan liittyvä ammatti tai koulutus voi indikoida sijoittajan kokemuksesta ja

⁹⁴ Saario, 2020, s. 92–93.

keskeisten rahoitusvälineiden tuntemisesta. Vaikka rahoitusväline ei olisikaan sijoittajalle tuttu, ei se sinällään ole este sen tarjoamiselle. Siinä tapauksessa sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuus on kuitenkin korostuneempi verrattuna tilanteeseen, jossa rahoitusväline olisi sijoittajalle entuudestaan tuttu. Toisaalta mitä kokeneempi sijoittaja on, sen vaikeampaa sijoittajan on vedota tietämättömyyteensä tilanteessa, jossa sijoittajansuojan soveltuminen voisi olla perusteltua.⁹⁵

3.2.3 Taloudellinen tilanne ja sijoitusvarallisuus

Sijoituspalveluiden tarjoajan on hankittava ennen sijoitusneuvonnan antamista riittävät tiedot myös sijoittajan taloudellisesta tilanteesta, johon kuuluu tappionsietokyvyn selvittäminen, soveltuvien sijoitustuotteiden suosittelemiseksi sijoittajalle⁹⁶. Sijoittajan taloudelliseen tilanteeseen liittyvä sijoitusvarallisuus on myös yksi asiakasluokituksen määrittävistä tekijöistä. Jos sijoittajalla on yli 500 000 euron sijoitusvarallisuus, on hän ainakin siltä osin täyttänyt yhden SipaL 1 luvun 23 §:n 2 momentin ammattimaisen sijoittajan vaatimuksista. Toki nämä vaatimukset täyttävän sijoittajan ei niin halutessaan tarvitse pyytää ammattimaisena sijoittajana kohdelluksi tulemista.

MiFID-asetuksen 54 artiklan 4 kohdassa tarkennetaan sijoittajan taloudellisesta tilanteesta kerättävien tietojen osalta, että niiden tulee sisältää tiedot säännöllisistä tuloista, taloudellisista sitoumuksista, likvideistä varoista sekä sijoitukset ja kiinteistöt sisältävästä omaisuudesta. Sijoittajan varallisuuden kokonaistilanteen huomioon ottamista sijoituspäätöksen lähtökohtana korostavat myös *Anderson* ja *Tuhkanen*, joiden mukaan tietyn sijoituksen osuutta ja asemaa tulee verrata kokonaisvarallisuuteen. Varallisuutta analysoitaessa tulisi heidän mukaansa huomioida varat, velat, nettovarallisuus ja tulevaisuuden kassavirrat. Sijoittajan sijoitusvarallisuuden määrittäminen on olennainen osa sijoitussuunnitelmaa ja sillä on merkitystä myös sijoittajan riskinsietokyvyn suhteen. Esimerkiksi sijoittajan taloudellinen tilanne voidaan selvittää vieläkin yksityiskohtaisemmin,

⁹⁵ Turtiainen, 2018, s. 412–414.

⁹⁶ SipaL 10 luvun 4 § 1 mom.

kun kyseessä on epälikvidi tai riskipitoinen rahoitusväline.⁹⁷ Taloudellinen tilanne kuvaa sijoittajan kokonaisvarallisuutta, kun taas sijoitusvarallisuus on osa kokonaisvarallisuudesta ja se kertoo sijoituksissa ”kiinni olevien” varojen määrän sijoitussalkussa.

Sijoituspalveluiden tarjoaja kartoittaa soveltuvuusarvioinnilla sijoittajan taloudelliseen tilanteeseen vaikuttavia tekijöitä, joita muun muassa ovat siviilisääty, perhe- ja työllisyys-tilanne, ikä ja mahdollinen tarve realisoida sijoituksia. Taloudellisen tilanteen selvittämisellä on merkitystä, koska sijoitusneuvoja ei esimerkiksi saa tarjota sijoittajalle tuotteita, jotka ovat riskiltään liian suuria sijoittajan taloudelliseen tilanteeseen nähden. Mahdollisia taloudelliseen tilanteeseen vaikuttavia muutoksia, kuten lapsen syntymää tai eläkeiän lähestymistä, ei pidä jättää huomiotta.⁹⁸ Lähtökohtaisesti sijoittajan voi olla kuitenkin vaikeaa vaikuttaa itse taloudelliseen tilanteeseensa ainakaan kovin radikaalisti lyhyellä aikavälillä, mutta pidemmällä aikavälillä vaikutusmahdollisuuksia on yleensä enemmän. Näin ollen varsinkaan ei-ammattimaisella sijoittajalla ei välttämättä ole suurta mahdollisuutta vaikuttaa taloudelliseen tilanteeseensa sijoittajansuojan tavoittelukeinona. Toisaalta ei-ammattimaisen sijoittajan ei välttämättä edes tarvitse pyrkiä vaikuttamaan taloudelliseen tilanteeseensa sijoittajansuojan tavoittelukeinona, koska pieni sijoitusvarallisuus (alle 500 000 euroa) antaa sijoittajalle ainakin siltä osin ei-ammattimaisen sijoittajan statuksen, joka puolestaan tarjoaa laajempaa sijoittajansuojaa kuin ammattimaiselle sijoittajalle.

Sijoittajan taloudellista tilannetta voi toisin sanoen kutsua myös sijoittajan taloudelliseksi vastuunkantokyvyksi, kuten ratkaisusuosituksessa APL 758/02 on kutsuttu. Ratkaisusuosituksessa todetaan, että sijoittajan taloudellisen aseman, sijoituskokemuksen ja tavoitteiden selvittämisen lisäksi sijoitusneuvojan täytyy varmistua siitä, että sijoittajan taloudellinen vastuunkantokyky riittää sijoittajan itse suunnittelemiin tai sijoittajalle suositeltaviin sijoitustoimiin. Ratkaisusuosituksesta voi tulkita, että sijoittajansuojan tavoit-

⁹⁷ Anderson & Tuhkanen, 2004, s. 22; Turtiainen, 2018, s. 187–188.

⁹⁸ Turtiainen, 2018, s. 185–186, 415.

telua varmistetaan selvittämällä sijoittajan riittävä taloudellinen vastuunkantokyky tehdäkseen omien suunnitelmiensa mukaisia tai hänelle suositeltuja sijoituspäätöksiä. On myös sijoittajan edun mukaista, että sijoittaja on tietoinen siitä, mitkä sijoitussuunnitelmat ja -suositukset ovat hänen taloudelliselle vastuunkantokyvyllään sopivia. Sijoittajan suojan tavoittelun hyödyntäminen on loppujen lopuksi sijoittajasta itsestään kiinni – päättääkö sijoittaja kuunnella sijoitusneuvojaa ja olla esimerkiksi tekemättä hänen taloudelliseen vastuunkantokykyensä nähden soveltumattomia sijoitustoimia, vai päättääkö hän tehdä ne siitä huolimatta, jolloin sijoittaja siltä osin ei ole oikeutettu sijoittajansuojaan.

Taloudellista tilannetta tai taloudellista vastuunkantokykyä voi arvioida puhtaasti matematiikalla tai sitten arviointiin voi soveltaa myös sijoittajan muiden yksilöllisten ominaisuuksien ja käyttäytymismallien sekä sijoitusperiaatteiden vaikutuksia, mitkä eivät selitä taloudellista vastuunkantokykyä välttämättä matemaattisesti, vaan myös psykologisesti. Taloudellista vastuunkantokykyä voidaan arvioida esimerkiksi suhteuttamalla sijoitettava varallisuus sijoittajan aikaisempaan sijoitusvarallisuuteen ja niin ikään sijoittajan kokonaisvarallisuuteen. Toisaalta sijoittajan taloudellista vastuunkantokykyä voi arvioida myös sijoittajan riskinsietokyvyn sekä tavoitteiden ja varojen allokaation suhteen.⁹⁹ Taloudellisen tilanteen kartoittamisella pyritään selvittämään, että sijoittajan taloudellinen tilanne on sopivassa suhteessa sijoitukseen nähden.

3.2.4 Yksilöllinen käyttäytyminen

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely rakentuu perinteisesti taloustieteessäkin oletetun rationaalisen ihmisen käyttäytymiselle¹⁰⁰. Arvopaperimarkkinoilla toimivasta ei-ammattimaisesta sijoittajasta on määritelty hänen toimintansa ja käyttäytymisensä

⁹⁹ Hoppu, 2009, s. 60–61. *Hoppu* mukaan riskinsietokyky voi olla taloudellista tai psykologista. Näin ollen katson sijoittajan psykologisten ominaisuuksien ulottuvan riskinsietokyvyn lisäksi myös sijoittajan taloudelliseen tilanteeseen ja vastuunkantokykyyn.

¹⁰⁰ Luukkonen, 2018, s. 19.

perusteella standardia, joka on esimerkiksi oikeuskirjallisuudessa saanut erilaisia nimi-tyksiä, kuten *huolellinen sijoittaja*¹⁰¹ ja *järkevä sijoittaja*¹⁰². Vaikka tätä arvopaperimarkkinaoikeudellista käsitettä ei olekaan määritelty suomalaisessa lainsäädännössä, on sillä kuitenkin tärkeä tehtävä toimia ikään kuin raameina sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien määräytymisessä, erityisesti tiedonantovelvollisuuden kannalta,¹⁰³ ja siten myös raameina sijoittajansuojan tavoittelussa. Sijoittajakohtaisen yksilöllisen käyttäytymisen vaikutus staattisena sijoittajansuojan tavoittelukeinona piilee siinä, kuinka sijoittaja käyttäytyy tai ei käyttäydy sijoitusneuvonnassa. Sijoittajan mahdollisuudet vaikuttaa hänen omaan yksilölliseen käyttäytymiseensä riippuvat siitä, onko käyttäytyminen tiedostettua vai tiedostamatonta, tahatonta vai tahallista. Tavoitteleeko sijoittaja välillisesti sijoittajansuojaa esimerkiksi aktiivisesti perehtymällä sijoitusneuvojan antamiin sijoitusneuvoihin ja suositteluihin sijoitustuotteisiin tai tahattomasti kertomalla olevansa koke-
mattomampi sijoittaja mitä hän todellisuudessa onkaan¹⁰⁴?

Salo ja Oksaharju ovat määritelleet järkevän sijoittajan käsitettä juridiikan, rahoitusteorian ja käyttäytymistaloustieteen sekä psykologisen oikeustaloustieteen pohjalta. Sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavat olennaisesti informaation laatu ja määrä sekä sijoittajan omat preferenssit ja kriteerit sekä sijoitusstrategia. Sijoittajan käyttäytymisen rationaalisuutta voi arvioida sijoittajan päätöksenteon näkökulmasta – mitä kaikkia käytettävissä olevia sekä sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden myötä saamia tietoja järkevä sijoittaja pitää olennaisena ja hyödyllisenä tehdäkseen niiden pohjalta sijoituspäätöksen. Myös ratkaisussa KKO 2013:53 informaation olennaisuuden arvioinnissa painotetaan sitä, miten *järkevä sijoittaja* toimisi. Ratkaisussa järkevänä sijoittajana pidetään tarkasti ja harkitusti sijoituspäätöksiä tekevää sijoittajaa, joka ottaa sijoituspäätöstä muodostaessaan huomioon melko vähäisetkin seikat. Asiassa arvioitiin yhtiön tiedonantovelvollisuutta sekä sijoitusinformaation antamisen tai antamatta jättämisen painoarvoa ja vaikutusta tiedon vastaanottajan ja päätöksentekijän eli sijoittajan suhteen –

¹⁰¹ Huovinen, 2004, s. 141.

¹⁰² Salo & Oksaharju, 2019, s. 418.

¹⁰³ Salo & Oksaharju, 2019, s. 418–446.

¹⁰⁴ Ks. Luukkonen, 2018, s. 90.

ottaisiko järkevästi ja huolellisesti toimiva sijoittaja tiedon huomioon ja käyttäisikö hän tietoa todennäköisesti yhtenä perusteena sijoituspäätöksellensä. Myös tiedon luonteella ja ilmaisutavalla sekä sen johdonmukaisuudella todettiin olevan merkitystä järkevän sijoittajan odotuksien kannalta.¹⁰⁵

Käytännössä sijoittaja käyttäytyy hyvin harvoin (tai ei koskaan) arvopaperimarkkinaoikeudellisen standardisijoittajan tavoin. Sijoittajan yksilöllisistä ominaisuuksista johtuen sijoittajan toiminta ei välttämättä vastaa oletusta täysin rationaalisesta tai järkevän sijoittajan mukaisesta käyttäytymisestä. Esimerkiksi sijoittaja ei välttämättä osaa perehtyä sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden myötä saamiinsa tietoihin¹⁰⁶ ja näin ollen sijoittajansuojan kattavuus sijoittajan tiedonsaannin ja tietoihin perehtymisen osalta voi pienentyä. Sijoittajan käyttäytymistä voi kutsua rajoitetuksi rationaalisuudeksi (engl. bounded rationality), jonka mukaan sijoittaja tekee arviointivirheitä, mutta ei käytädy täysin irrationaalisesti, vaan pyrkii kuitenkin lisäämään ja maksimoimaan taloudellista hyötyään.¹⁰⁷ Sijoittajan käyttäytymiseen ja päätöksentekoon voivat vaikuttaa myös muut käyttäytymistaloustieteelliset mallit, kuten prospektiteorian tunnettu riskiaversiivisuus voiton suhteen ja riskinottaminen tappion suhteen sekä jälkiviisausharha ja ylioptimistinen käytös¹⁰⁸.

Selvää on sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuus noudattaa tiettyjä menettelytapasäännöksiä sijoitusneuvonnassa, kuten tiedonantovelvollisuutta ja soveltuvuusarviointin tekemistä,¹⁰⁹ sijoittajansuojan tavoittelemiseksi. Sijoittajan yksilöllisen käyttäytymisen, kuten rajoitetun rationaalisuuden ja muiden mahdollisten käyttäytymismallien vuoksi sijoittajansuojan tavoittelu ei välttämättä toteudu optimaalisella tavalla *ainoastaan* sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien kautta, vaan vaatii lisäksi myös sijoittajalta omaa aktiivisuutta sijoittajansuojan laajuuden maksimoimiseksi. Sijoittajan omaa

¹⁰⁵ Salo & Oksaharju, 2019, s. 418–426; Salo, 2016, s. 115.

¹⁰⁶ Ks. tarkemmin, miksi sijoittaja ei lue tai ymmärrä saamiensa tietoja: Luukkonen, 2018, s. 102–105 ja 110–113.

¹⁰⁷ Luukkonen, 2018, s. 43–44; Salo, 2016, s. 115–120.

¹⁰⁸ Lisää sijoittajan käyttäytymismalleista ks. Luukkonen, 2018, s. 43–50.

¹⁰⁹ Luukkonen, 2018, s. 58–59.

aktiivisuutta voi esimerkiksi olla sijoitusneuvojalta saamiinsa tietoihin ja asiakirjoihin pe-rehtyminen. Käyttäytymistä tai ennemminkin menettelyä sijoitusneuvonnassa säädel-lään laissa ainoastaan sijoitusneuvojan osalta, mutta sijoittaja voi välillisesti omalla käyt-täytymisellään vaikuttaa myönteisesti tai kielteisesti sijoittajansuojan tavoitteluun. Esi-merkiksi sijoittajan tietoisesti laiminlyödessä annetun materiaalin lukeminen, voi se vai-kuttaa kielteisesti sijoittajansuojan tavoitteluun tai saamiseen, koska sijoituspalveluiden tarjoaja ei lähtökohtaisesti ole vastuussa sijoittajan päätöksistä, joiden seuraamukset ovat sijoittajan tiedossa¹¹⁰.

Tiedostetun yksilöllisen käyttäytymisen voi nähdä sijoittajan vaikutuspiirissä olevana yk-silöllisenä ominaisuutena, jolla sijoittaja voi vaikuttaa omaan asemaansa sijoitusneuvon-nassa. Yksilöllisen käyttäytymisen vaikutus sijoittajan asemaan korostuu kuitenkin käyt-täytymisen *seurauksista* – millainen vaikutus on sillä, kuinka sijoittaja menettelee tai ei menettele. Lähtökohtaisesti voi olettaa, että sijoittajan tiedostetun menettelyn seurauk-set ovat sijoittajalla tiedossa. Mikäli sijoittaja jättää sijoitusneuvojan antaman materiaa-lin lukematta, on sijoittaja, kärjistetyksi sanottuna, itse menettelemällä aiheuttanut itsel-leen huonomman aseman sijoittajansuojan tavoittelun kannalta. Päinvastoin sijoittajan-suojan tavoitteluun oikeuttava asema on sijoittajalla todennäköisemmin silloin, kun hän menettelee huolellisesti ja esimerkiksi tutustuu saamaansa materiaaliin.

Toisaalta sijoittajan menettely tai sen laiminlyönti voi johtua käyttäytymisvinoumista ja olla siitä syystä myös tiedostamatonta. Tiedostamaton käyttäytyminen ei negatiivissävyt-teisyydestään huolimatta aina kuitenkaan tarkoita huonoa lopputulosta, vaan sillä voi olla myös positiivinen vaikutus. Toisaalta yksinomaan pohdittaessa sijoittajaa sijoittajan-suojan välillisenä tavoittelijana herää kysymys siitä, voiko sijoittajansuojaa edes tavoit-tella tiedostamatta käyttäytymistään ja siten tiedostamatta myöskään suojan tavoittele-mista. Periaatteessa on mahdollista, että sijoittaja vaikuttaa positiivisesti tai negatiivi-sesti omaan asemaansa tietämättä sitä, jolloin tiedostamattomalla käyttäytymisellä voi

¹¹⁰ Turtiainen, 2018, s. 416; Luukkonen, 2018, s. 102.

nähdä olevan myös välillinen vaikutus sijoittajansuojan kannalta. Yksinomaan sijoittajansuojan välillisen tavoittelun voi kuitenkin katsoa vaativan ainakin jonkin asteista tiedostettua toimintaa sijoittajansuojan tavoittelun hyväksi, esimerkiksi sijoitusneuvonnan materiaalin lukemista ja antamalla mahdollisimman paljon tietoa muun muassa sijoituskokemuksestaan. Sijoittajan voi nähdä olevan sitä oikeutetummassa asemassa sijoittajansuojan saamisen kannalta, mitä enemmän ja paremmin sijoittaja edesauttaa sijoitusneuvonnan velvollisuuksien täyttämistä. Tiedostetun ja tiedostamattoman käyttäytymisen raja voi toisaalta olla häilyvä, koska käyttäytymistaloustieteellisistä vinoumista johtuva tiedostamaton käytös ei välttämättä ole satunnaista, vaan peräti systemaattista.¹¹¹ Näin ollen sijoittaja voi alkaa tiedostaa oman, aikaisemmin tiedostamattoman, käyttäytymisensä systemaattisuuden, jolloin yksilöllinen käyttäytyminen tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden vaikuttaa omaan asemaansa ja siten sijoittajansuojan välilliseen tavoitteluun.

3.3 Sijoittajayksilön muodostamat sijoitusperiaatteet vaikutuskeinoina

3.3.1 Sijoitusperiaatteiden tunnistaminen

Sijoittajan asemaan olennaisesti vaikuttavana tekijänä voidaan tunnistaa varsinaiseen sijoittamiseen tarkemmin liittyvät sijoitusperiaatteet. Ne ovat luonteeltaan sekä staattisia että dynaamisia, eli ne putoavat ikään kuin sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien (staattinen) ja menettelyn (dynaaminen) välimaastoon. Merkittävä ero sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien ja sijoitusperiaatteiden välillä piilee siinä, että yksilölliset ominaisuudet liittyvät sijoittajayksilöön, kun taas sijoitusperiaatteet liittyvät sijoittajayksilön muodostamiin omiin periaatteisiin sijoittamisessa, kuten mieltymyksiin ja tavoitteisiin. Toki sijoittajan yksilölliset ominaisuudet voivat vaikuttaa paljonkin periaatteiden muodostumisessa ja ne periaatteet voivat muuttua hyvinkin tiuhaan tahtiin tai sitten ne voivat pysyä pitkään samoina.

¹¹¹ Luukkonen, 2018, s. 15.

Sijoittaminen siis perustuu yksilön muodostamille sijoitusperiaatteille, joita ovat *Hoppu* mukaan sijoituksen tavoitteet, sijoitussuunnitelma, riskinsietokyky ja varojen allokaatio¹¹². *Saario* on puolestaan luetellut sijoitusperiaatteisiin kuuluviksi muun muassa riskitason, sijoituslajin ja ajoituksen määrittämisen¹¹³. Sijoitusperiaatteet vaikuttavat erityisesti sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin, kuten soveltuvuus- ja asianmukaisuusarvioinnin sisältöön ja siihen, millaisia sijoitustuotteita sijoittajalle voi tarjota. Sipilä 10 luvun 4 §:n mukaan soveltuvuuden arviointiin kuuluu muun muassa sijoitustavoitteiden sekä riskirajan selvittäminen. MiFID -asetuksen 54 artiklan 5 kohdassa on täsmennetty soveltuvuusarvioinnissa sijoittajan sijoitustavoitteista kerättävien tietojen osalta, että niiden on sisällettävä tiedot siitä, miten kauan sijoitusta on tarkoitus pitää hallussa ja millaisia riskejä sijoittaja mieluiten ottaa, sekä tiedot sijoittajan riskiprofiilista ja sijoituksen tarkoituksesta.

Huomioitava on sekin, että jokainen sijoittaja ei välttämättä ole muodostanut itselleen sijoitusperiaatteita tai ei noudata periaatteitaan johdonmukaisesti, mikä voi johtua esimerkiksi yksilöllisestä käyttäytymisestä ja tunteista. Kaikki sijoittajat eivät ole yhtä kurinalaisia kuin toiset¹¹⁴. Periaatteet voivat myös olla puutteellisesti tai epämääräisesti määriteltyjä¹¹⁵. Sijoitusperiaatteiden määrittelemisen tai niiden noudattamisen ei myöskään yksinään tarkoita sitä, että sijoittaja osaisi toimia rationaalisesti tai johdonmukaisesti sijoitusmarkkinoilla. Sijoitusperiaatteet eivät takaa sitä, että sijoittaja varinaisesti *ymmärtäisi* jonkin rahoitusvälineen erityispiirteet.¹¹⁶ Esimerkiksi ratkaisusuosituksessa APL 210/03 sijoittaja ei ollut ymmärtänyt osakkeiden merkintäoikeuksien olevan eri asia kuin osakkeiden omistaminen, ja oli siksi jättänyt merkintäoikeutensa osakkeiden merkitsemiseksi käyttämättä. Sijoitusperiaatteiden rinnalla on siten ratkaisevan tärkeää, että joko sijoittaja itse ottaa selvää tietystä rahoitusvälineestä tai sijoitusneuvoja täyttää tiedon-

¹¹² Hoppu, 2009, s. 60–62.

¹¹³ Saario, 2020, s. 84.

¹¹⁴ Saario, 2020, s. 83.

¹¹⁵ Anderson & Tuhkanen, 2004, s. 23.

¹¹⁶ Hoppu, 2009, s. 62.

antovelvollisuutensa antamalla siitä riittävät tiedot, mikäli sijoittajalla on aukkoja tietämyksessään. Kyseisessä ratkaisusuosituksessa Arvopaperilautakunta on myös todennut, että palveluntarjoajan tiedonantovelvollisuudella pyritään varmistumaan siitä, että sijoittaja ei tee toimeksiantoa, joka on vastoin tämän tarkoitusta, mutta se ei kuitenkaan poista sijoittajan omaa velvollisuutta ottaa selvää arvopaperista ja ymmärtää sen perusominaisuudet.

Sijoitusperiaatteet tulisi nähdä keinoina, joita vastaan sijoittajalla on mahdollisuus saada hänelle sopivia sijoitusneuvoja ja lisäksi periaatteita johdonmukaisesti noudattamalla sijoittajalla on *mahdollisuus* onnistua sijoituksissaan. Sijoittajansuojan tavoittelun kannalta sijoittajalla itsellään on mahdollisuus määrittää omat sijoitusperiaatteensa, jotka vaikuttavat suoraan sijoitusneuvontaan sekä sijoitusneuvojalta vaadittaviin velvollisuuksiin. Näin ollen sijoitusperiaatteet ovat oleellinen sijoittajan vaikutuskeino sopivien sijoitusneuvojen tavoittelussa ja oman etunsa suojaamisessa.

3.3.2 Sijoitusstrategia ja sijoitustavoitteet

Sijoitusstrategian voi nähdä sijoitusperiaatteista koostuvana kokonaisuutena, minkä avulla sijoittaja mahdollistaa itselleen johdonmukaisen sijoittamisen, jossa tunteet pidetään erillään tosiasioista¹¹⁷. Sijoitusstrategia on toisin sanoen sijoittajan suunnitelma¹¹⁸. Sijoitustavoitteet ovat puolestaan sijoitussuunnitelmaan liittyviä suunnannäyttäjiä ja ne toimivat sijoittamisen perustana, johon muut sijoittamiseen liittyvät tekijät ovat suhteessa. Esimerkiksi sijoitusneuvonnan soveltuvuus määrittyy sijoitustavoitteen perusteella – kuinka hyvin ja missä määrin sijoitusneuvo soveltuu sijoittajan tavoitteeseen. Sijoitustavoite vastaa kysymykseen, miksi sijoitetaan¹¹⁹. Suurin riski aiheutuu sijoittajan

¹¹⁷ Saario, 2018, s. 83; Vrt. *Kauppaliedessä* sijoitussuunnitelman muodostamista käsittelevässä julkaisussa kirjoittaja toteaa myös sijoittajan persoonallisuudella olevan vaikutusta sijoitussuunnitelman kannalta. ”Toisille vauhti ja vaaralliset tilanteet sopivat paremmin kuin toisille.” Af Heurlin, 2020 (lähdeluettelossa ks. Heurlin, A. af).

¹¹⁸ Tässä tutkielmassa sijoitusstrategia ja sijoitussuunnitelma ovat toistensa synonyymejä.

¹¹⁹ Anderson & Tuhkanen, 2004, s. 23.

tavoitteen toteutumatta jäämisestä niin sijoitusneuvonnassa kuin varsinaisessa sijoittamisessakin.¹²⁰

Selkeä sijoitusstrategia, sisältäen selkeät sijoitustavoitteet, parantavat sijoittajan asemaa sijoitusneuvonnassa, kun sijoittaja myös kertoo ne mahdollisimman selkeästi sijoitusneuvojalle. Tällöin sijoittajalla on mahdollisuus saada hänen strategiaansa parhaiten soveltuvia sijoitusneuvoja¹²¹. Mikäli sijoitusneuvonta olisikin hänen strategiaansa ja tavoitteisiinsa nähden soveltumatonta, on sijoittaja silti sijoittajansuojan tavoittelun kannalta paremmassa asemassa verrattuna tilanteeseen, jossa strategia ja tavoitteet olisivat epäselviä niin sijoittajalle kuin sijoitusneuvojalle. Koska sijoitusneuvojalla on velvollisuus hankkia tietoja sijoittajasta¹²², voi sijoittaja itse edesauttaa oman etunsa, eli tässä tilanteessa mahdollisimman hyvin soveltuvan sijoitusneuvonnan, tavoittelua määrittelemällä sijoitusstrategiansa ja sijoitustavoitteensa mahdollisimman selkeästi.

Oksaharju ja Salo-Lahti ovat jakaneet sijoittajat kolmeen eri tyyppiin heidän sijoitusstrategiansa perusteella. Sijoittajien strategioiksi he ovat tunnistaneet arvo-, laatu- ja kasvusijoittamisen perustuen sijoittajan preferensseihin sijoituksen kokonaistuoton muodostumisessa. Soveltuvimmat sijoituskohteet valitaan tarkastelemalla yksittäisten sijoituskohteiden yksilöllisiä piirteitä. Sijoitusneuvonnan kannalta suositeltavien kohteiden tulee perustua SipaL 10 luvun 4 §:ään, jonka perusteella sijoitusneuvonnan soveltuvuutta suhteutetaan siihen, kuinka hyvin sijoittajan tavoitteet toteutuvat.¹²³

MiFID-asetuksen 54 artiklan 5 kohdassa tarkennetaan, että sijoittajan tavoitteista selvitettävien tietojen on sisällettävä, miten kauan sijoittajalla on tarkoitus pitää sijoitusta

¹²⁰ Oksaharju & Salo-Lahti, 2020, s. 186.

¹²¹ ESMA:n ohjeistuksen mukaan sijoitusneuvojien on selvitettävä ja arvioitava sijoittajan sijoitustavoitteet ja riskinsietokyky suositellakseen soveltuvia rahoitusvälineitä tai vakuutustuotteita. ESMA, 2018, s. 5, kohta 7.

¹²² SipaL 10 luvun 4 §, MiFID II -direktiivin 25 artikla ja MiFID-asetuksen 54 artikla

¹²³ Oksaharju & Salo-Lahti, 2020, s. 186–187.

hallussaan, minkälaisia riskejä sijoittaja mieluiten ottaa, millainen sijoittajan riskiprofiili¹²⁴ on sekä mikä on sijoituksen tarkoitus¹²⁵. Se, kuinka kauan sijoittaja on suunnitellut pitävänsä sijoitusta hallussaan, selviää sijoitusajan määrittelyllä. Sijoitusajan pituus, toisin sanoen sijoitushorisontti, on osa sijoitustavoitetta, koska sillä on oleellinen merkitys soveltuvien sijoitustuotteiden löytämisessä ja valitsemisessa. Esimerkiksi suurta tuottoa pitkällä aikavälillä tavoittelevalle sijoittajalle yleensä sopii tuottonsa ja riskinsä puolesta osakkeet, koska lyhyellä aikavälillä niiden volatilitteetti on yleensä suuri. Sijoitusajan päätteeksi sijoittaja voi arvioida, onko hän saavuttanut haluamansa tavoitteet ja voi halutesaan myydä sijoituksen. Niin sijoitusajan pituuteen kuin sijoitustavoitteisiinkin vaikuttaa usein sijoittajan elämäntilanne – onko sijoituksella tarkoitus säästää eläkepäiviä varten vai onko tavoitteissa ostaa lähitulevaisuudessa asunto.¹²⁶

Sijoittajan tavoitteiden toteutuminen riippuu osittain myös ulkopuolisista seikoista, kuten arvopaperimarkkinoiden kehityksestä. Sijoituspalveluiden tarjoajan vastuulla ei ole tavoitellun lopputuloksen saavuttamisen takaaminen, vaan huolellisen menettelyn myötä *mahdollisuuden* tarjoaminen sijoittajalle tavoitteeseen pyrkimiseksi.¹²⁷ Jotta sijoittajan etu sijoittajasuojan tavoitteluun vaikuttamisessa toteutuisi mahdollisimman hyvin, on sijoitussuunnitelman ja tavoitteiden määrittely sekä varsinkin niistä sijoitusneuvojalle kertominen avainasemassa.

¹²⁴ Riskeihin liittyvästä riskinsietokyvystä tarkemmin luvussa 3.3.3.

¹²⁵ Sijoituksen tarkoitusta voi pitää synonyyminä sijoituksen tavoitteelle, koska kumpikin niistä vastaa kysymykseen, miksi sijoitetaan. Ks. Anderson & Tuhkanen, 2004, s. 23.

¹²⁶ Hoppu, 2009, s. 60–61, 170.

¹²⁷ Omaisuudenhoidossa sijoituspalveluyritykselle tai salkunhoitajalle ei yleensä kuulu vastuu lopputuloksen saavuttamisesta, eikä tietyn tuottotason saavuttamatta jättämistä katsota niin ikään omaisuudenhoidajan sopimusrikkomukseksi. Katson samantyyllisen vastuun rajauksen kuuluvan sijoitusneuvojalle ”tavallisessa” ei-ammattimaisen sijoittajan sijoitusneuvonnassa ja vastuu omien tavoitteiden määrittelystä ja kertomisesta kuuluu sijoittajalle itselleen. Turtiainen, 2018, s. 425; Norros, 2009, s. 421.

3.3.3 Riskinsietokyky

Sijoittajan riskinsietokyky on suhtautumista riskiin, mikä on yksilöllisenä ominaisuutena hyvin henkilökohtainen¹²⁸. Se voi yhden sijoittajan kohdalla vaihdella hyvinkin dynaamisesti, kun taas toisella se voi olla staattinen elementti. Riskinsietokykyyn voi vaikuttaa esimerkiksi sijoittajan taloudellinen tilanne ja yksilöllinen käyttäytyminen. Lähtökohtaisesti voi ajatella, mitä parempi taloudellinen tilanne ja suurempi sijoitusvarallisuus sijoittajalla on, sitä paremmin hän sietää riskiä. Verrattain huonompi riskinsietokyky on sijoittajalla, jonka (sijoitus)varallisuus ja taloudellinen tilanne ei ole yhtä hyvä. Sijoituksen riski perustuu osittain siihen, kuinka suurta osaa sijoittajan kokonaisvarallisuudesta ollaan sijoittamassa. Myös riskinkantokyvyksi kutsuttu riskinsietokyky liittyy siis epävarmuuden sietämiseen – riski on epävarmuutta. Pääsääntö on, että sijoittamiseen liittyy aina riski, jonka kanssa tuotto kulkee käsi kädessä. Mitä suurempi riski sijoituskohteella on, sitä suurempaa tuottoa sille vaaditaan. Riski toisin sanoen on todennäköisyyden mittari sille, paljonko sijoituksen toteutunut tuotto poikkeaa odotetusta tuotosta.¹²⁹

Hopun mukaan riskinsietokykyyn kuuluu kaksi ulottuvuutta: taloudellinen ja psykologinen riskinsietokyky. Taloudellinen riskinsietokyky liittyy esimerkiksi tilanteeseen, jossa sijoittaja sijoittaa suuren osan tai jopa koko sijoitusvarallisuutensa yhteen tai muutama sijoituskohteeseen ja äkillinen rahan tarve pakottaa sijoitusten myyntiin riippumatta sijoitusten kehityksestä. Sijoittaja ei välttämättä saa tuottoa sijoituksilleen ja pahimmassa tilanteessa voi hävitä osittain tai jopa kokonaan sijoittamansa pääoman. Tällaisessa tilanteessa sijoittajalla on alhainen taloudellinen riskinsietokyky, jonka vuoksi ikäviltä seuraamuksilta välttyäkseen hänen kannattaisi sijoittaa vähäriskisempiin kohteisiin, huolehtia varojensa riittävästä allokaatiosta ja valita sijoittamansa määrä sopivassa suhteessa kokonaisvarallisuutensa. Puolestaan psykologinen riskinsietokyky liittyy sijoittajan henkisiin ominaisuuksiin. Esimerkiksi rahan menettäminen voi tuntua sijoittajasta

¹²⁸ Anderson & Tuhkanen, 2004, s. 34.

¹²⁹ Kauppila, Puttonen & Repo, 2020, s. 21, 114–123; Nikkinen, Rothovius & Sahlström, 2002, s. 28.

sietämättömältä, vaikka taloudellinen riskinsietokyky sinällään olisi hyvällä tasolla. Sijoittajan riskinsietokyky vaikuttaa olennaisesti sijoitustuotteiden valintaan, minkä lisäksi sijoittajan tavoite tulisi aina selvittää riskin ja tuoton suhteen.¹³⁰

Myös riskinottohalukkuudeksi kutsutun riskinsietokyvyn kartoittaminen on tärkeää, jotta sijoitusneuvoja saa oikean kuvan sijoittajan riskinsietokyvystä tarjotakseen oikeanlaisia sijoitusvaihtoehtoja. Mikäli sijoittaja ei ole itse selvillä omasta riskinsietokyvystään, voi hän esimerkiksi tietämättään olla riskiaversiivinen voiton suhteen ja riskinottoja tappion suhteen. Tämä voi puolestaan johtaa siihen, että sijoittaja kertoo tietämättään ja tahattomasti totuudenvastaisesti riskinsietokyvystään, jolloin sijoittajalle voidaan suositella esimerkiksi liian korkeariskisiä tuotteita.¹³¹ Tässä korostuu jälleen sijoittajan oma vastuu ensinnäkin riskinsietokykynsä selvittämisestä sekä toiseksi sijoittajan omasta tiedonantovelvollisuudesta, jotta sijoitusneuvoja saa riittävät tiedot sijoittajan todellisesta riskinottohalukkuudesta tai riskinkarttamisesta, tai jostakin siltä väliltä, tarjotakseen sopivia sijoitusvaihtoehtoja. Selvää on, että sijoituspalveluiden tarjoaja ei saa tarjota sellaisia sijoitustuotteita, joiden riski on liian suuri sijoittajan taloudelliseen kantokykyyn nähden¹³², minkä myös Arvopaperilautakunta on todennut ratkaisusuosituksessaan APL 11/11.

Riskinsietokyvyn määrittelemisessä tai arvioinnissa keskeistä on se, miten riski ymmärretään. Esimerkiksi sijoittaja saattaa mieltää pääoman arvon alenemisen suureksikin menetykseksi, kun taas tuoton jääminen pieneksi ei tunnu menetykseltä. Toisaalta riskinsietokyvyn johdonmukaiseen arviointiin voi vaikuttaa muun muassa ajallinen ja rahoitusvälinekohtainen sijoituskokemus sekä riskin tyyppi, kuten systemaattisen ja epäsystemaattisen välisen riskin eron ymmärtäminen. *Hopun* mukaan esimerkiksi osakesijoituksissa pääoman arvon alenemiseen liittyvän riskin ymmärtämistä voi yleensä edellyttää

¹³⁰ Samansuuntaisesti Hoppu, 2009, s. 61.

¹³¹ Luukkonen, 2018, s. 43. Ks. myös Norros, 2009, s. 347–348.

¹³² Turtiainen, 2018, s. 415.

sijoittajalta, kun taas monimutkaisten arvopaperien riskien arvioiminen voi olla vaikeampaa. Sijoittajansuojan kannalta voi pohtia esimerkiksi pääomaturvattujen sijoitustuotteiden kohdalla, voiko sijoittajalta yleisesti edellyttää niihinkin liittyvän liikkeeseenlaskijariskin ymmärtämistä vai onko se kokonaan sijoituspalveluiden tarjoajan vastuulla selvittää se sijoittajalle erikseen.¹³³

Miten sijoittaja voi vaikuttaa riskinsietokykynsä avulla omaan asemaansa sijoitusneuvonnassa ja siten myös vaikuttaa sijoittajansuojan tavoitteluun? Riskinsietokykyyn voi katsoa kuuluvan riskitaso, jota on MiFID II -direktiivin 25 artiklassa kutsuttu riskirajaksi. Riskitaso kannattaisi määrittää suhteessa sijoitusosaamiseen, kokonaisvarallisuuteen ja tuloihin¹³⁴. Se asettaa maksimirajan riskin sietämiselle, jolloin sijoitusneuvoja ei saa suositella sitä korkeariskisempiä tuotteita, ainakaan merkittävän paljon, sijoittajalle. Esimerkiksi sijoittajan riskinottohalukkuuden ollessa matala, sijoitusneuvoja ei voi suositella sellaisia sijoitusvaihtoehtoja, jotka sisältävät paljon riskejä, kuten warrantteja¹³⁵. Mitä paremmin sijoitusneuvoja huomioi sijoittajan riskirajan, ja mitä paremmin sijoittaja on itse perillä siitä, sitä soveltuvampia sijoitusneuvoja sijoittajalla on mahdollisuus saada, ja sitä paremmin sijoittajaa suojataan tekemästä esimerkiksi liian riskipitoisia sijoituspäätöksiä. Kun riskiraja on tiedossa sijoittajalla sekä sijoitusneuvojalla, on sijoittajan helpompaa saada sijoittajansuojaa, jos sijoitusneuvoja suosittelisi riskirajan merkittävästi ylittäviä sijoitustuotteita.

3.3.4 Varojen allokaatio

Varojen allokaatiossa eli sijoitusten hajauttamisessa sijoitettavat varat suhteutetaan sopivassa suhteessa sijoitusvarallisuuteen ja kokonaisvarallisuuteen nähden. Hajauttamisella tarkoitetaan sitä, että varoja sijoitetaan eri kohteisiin, eri toimialoihin, eri alueisiin ja eri aikoina. Käsi kädessä varojen allokaation kanssa kulkevat pääsääntöisesti myös

¹³³ Hoppu, 2009, s. 258.

¹³⁴ Saario, 2018, s. 84.

¹³⁵ Turtiainen, 2018, s. 411.

muut sijoitusperiaatteet: sijoitusstrategia, sijoitustavoitteet ja riskinsietokyky. Esimerkiksi vain vähän hajautettu sijoitussalkku sisältää usein suuremman riskin kuin laajemmin hajautettu salkku.¹³⁶ Näin ollen esimerkiksi riskinsietokyky ja varojen allokaatio voivat määritellä toinen toisensa – korkea riskinsietokyky voi mahdollistaa hyvin pienenkin hajautuksen, kun taas laajempi hajautus sopii paremmin matalalle riskinsietokyvylle.

Varojen allokointi vaikuttaa sijoitusneuvojan velvollisuuksien korostumisen kautta sijoittajan asemaan, koska sijoittajan etua tavoitellaan hajauttamalla sijoitukset muihin sijoitusperiaatteisiin ja esimerkiksi sijoituskokemukseen nähden sopiviksi. Jos sijoittaja on kokematon, eikä ole esimerkiksi osannut allokoida varojaan, korostuu sijoitusneuvojan vastuu hajautuksen mahdollisuuksien kertomisesta. Myös *Turtiaisen* mukaan sijoitusneuvojan olisi hyvä huomauttaa sijoitusten hajauttamisesta niin yksittäisen sijoituksen kohdalla kuin koko sijoitussalkun sisällön suhteen. Vaikka sijoitusneuvojan tekemässä soveltuvuusarvioinnissa ilmeni hajautuksen puuttuminen, ei se kuitenkaan yksistään sulje pois tietyn sijoitustuotteen tarjoamista. Yksittäisen sijoituksen riski kannattaisi arvioida suhteessa sijoitussalkun kokonaisriskiin ja puolestaan sijoitussalkun sisällön arviointi tulisi tehdä sen suhteen, onko sijoitussalkkua hajautettu riittävästi.¹³⁷

Hoppu on katsonut, että arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tulkintaan voidaan soveltaa yleisesti hyväksyttyä hyvää arvopaperimarkkinatapaa, johon voi katsoa sisältyvän sijoitusneuvojan huolellinen toiminta. Puolestaan huolellista toimintaa arvioitaessa huomion kohteena voi esimerkiksi olla kertominen niin sijoitusten hajauttamisen perusperiaatteista kuten myös sijoitushorisontin (sijoitusajan) muutosten vaikutuksesta riskiin.¹³⁸ Näin ollen sijoitusajan määrittämisen lisäksi varojen allokointiin tai yleisestikin si-

¹³⁶ Hoppu, 2009, s. 61.

¹³⁷ Turtiainen, 2018, s. 411.

¹³⁸ Hoppu, 2009, s. 62.

joitusperiaatteiden muodostamiseen voi katsoa liittyvän myös oikean ostohetken tavoittelu ja sijoituslajin tai -lajien valinta¹³⁹. Kun sijoittaja muodostaa itselleen selkeät sijoitusperiaatteet sekä kertoo niistä sijoitusneuvojalle, tavoittelee sijoittaja välillisesti omaa etuaan myötävaikuttaessaan sijoitusneuvojen soveltumista sijoitusperiaatteisiinsa.

¹³⁹ Sijoituslajista ja ostohetken ajoittamisesta ks. Saario, 2020, s. 84.

4 Sijoittajansuojaan vaikuttaminen

4.1 Vaikutuskeinojen konkretisoituminen vuorovaikutuksessa

Näen sijoittajansuojan tavoittelemisen toteutuvan sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien ja menettelyn kautta, mutta myös välillisesti sijoittajan oman menettelyn ja yksilöllisten ominaisuuksien sekä sijoitusperiaatteiden vaikutuksesta. Oleellinen kysymys sijoittajansuojan tavoittelussa on se, miten sijoittaja itse menettelee tai ei menettele, esimerkiksi mitä sijoittaja kertoo ja mitä hän ei kerro, ja kuinka sijoittaja pystyy itse välillisesti vaikuttamaan sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin ja siten myös sijoittajansuojan tavoitteluun. Miten sijoittajan menettely, yksilölliset ominaisuudet ja sijoitusperiaatteet ilmenevät sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksissa ja millaiset vaikutusmahdollisuudet ne tarjoavat sijoittajalle sijoittajansuojan tavoittelussa?

Merkittävänä sijoittajansuojaan vaikuttamisen ilmentymänä voidaan pitää vuorovaikutteista suhdetta sijoittajan ja sijoitusneuvojan välillä. Vastavuoroinen menettely ja ylipäättään vuorovaikutus heidän välillään saa aikaan sijoittajan vaikutuskeinojen konkretisoinnin, jolloin voidaan todella tunnistaa sijoittajan vaikutusmahdollisuuksia sijoittajansuojaan vaikuttamisessa. Vuorovaikutuksen osoittamiseksi on syytä tarkastella molempien osapuolten menettelyä ja sen vastavuoroisuutta sijoitusneuvonnassa. Huomio kiinnitetään sijoittajan oikeuksiin ja niin ikään sijoittajan mahdollisuuksiin niihin seikkoihin vaikuttamisessa, jotka vaikuttavat sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin. Erityisesti tarkastellaan sitä, miten sijoittajan asemaan vaikuttavat elementit ja hänen omat menettelytapansa ilmenevät ja konkreettisesti vaikuttavat sijoitusneuvontaan ja sen myötä sijoittajansuojaan.

4.2 Sijoitusneuvonnan tunnistaminen

Sijoittajan ja sijoitusneuvojan välisen vuorovaikutuksen tunnistamiseksi ja ymmärtämiseksi on ensin selvitettävä, mitä sijoitusneuvonta on ja mitä se ei ole, koska sijoittajan-

suojan tavoitteluun liittyvä vuorovaikutus ilmenee merkittävältä osaltaan sijoitusneuvonnassa. Sijoitusneuvonta on asiantuntijapalvelua, jossa sijoittajaa neuvotaan varojensa sijoittamisessa¹⁴⁰. Sijoitusneuvonta on MiFID II -direktiivin 4 artiklan 4 kohdan mukaan sijoittajan pyynnöstä tai sijoituspalveluyrityksen aloitteesta annettu yksilöllinen sijoitussuositus rahoitusvälineeseen liittyvästä liiketoimesta¹⁴¹. Suositus ei välttämättä koske pelkästään tietyn rahoitusvälineen ostamista, vaan se voi liittyä myös rahoitusvälineen myynnin suositteluun tai suositukseen olla tekemättä mitään. Sijoitusneuvonnassa keskeistä on suosituksen yksilöllisyys ja henkilökohtaisuus – yleisluonteiset suositukset eivät ole sijoitusneuvontaa¹⁴².

Vaikka lainsäädäntö ei erottelekaan sijoitusneuvontatilanteita toisistaan, siitä voi olla kyse, vaikka sijoittaja ja sijoituspalveluiden tarjoaja eivät olisi siitä nimenomaisesti sopineetkaan¹⁴³. Esimerkiksi sijoittaja voi omasta aloitteestaan kysyä sijoituspalveluiden tarjoajalta, mihin hänen kannattaisi sijoittaa. Tavallaan sijoitusneuvonta on informaation vaihdantaa sijoitusneuvojan ja sijoittajan välillä¹⁴⁴ ja merkitystä on esimerkiksi sillä, millaiset tiedot sijoittajalla on ennestään, mitä tietoa hän saa sijoitusneuvonnassa ja ymmärtääkö hän saamiensa tietoja. Hyötyäkseen tiedoista niiden tulisi olla sijoittajalle uusia ja lisäksi sijoittajan tulisi viitsiä perehtyä niihin ja ymmärtää ne¹⁴⁵.

Sijoitusneuvonnan tunnistamisella on merkitystä varsinkin sijoittajan ja sijoituspalveluiden tarjoajan menettelyn kannalta heidän välisissään riitatilanteissa, kun tarkastellaan sijoittajansuojan toteutumista. Esimerkiksi ratkaisusuosituksessa APL 5/14 todetaan, että toimintaa voidaan arvioida sijoitusneuvontana, jos tapauksen tosiasialliset olosuhteet puoltavat sitä. Tapauksessa Arvopaperilautakunta korosti sijoittajan omaa vastuuta

¹⁴⁰ Turtiainen, 2018, s. 408–409.

¹⁴¹ Vastaavasti SipaL 1 luvun 15 § 5 kohta.

¹⁴² Wuolijoki 2009, s. 168; vrt. Turtiainen, 2018, s. 59. *Turtiainen* pitää myös SipaL 2 luvun 3 §:n mukaista oheispalvelua sijoitusneuvontana, vaikka oheispalvelussa sijoitussuositukset ovat yleisluonteisia.

¹⁴³ Turtiainen, 2018, s. 59–60; ks. lisää eri sijoitusneuvontatilanteista Wuolijoki, 2009, s. 172–178.

¹⁴⁴ Salo, 2016, s. 24–25.

¹⁴⁵ Wuolijoki, 2009, s. 110.

tutustua riittäväällä huolellisuudella kaikkeen sijoituspalveluiden tarjoajan antamaan aineistoon. Kyseisessä ratkaisusuosituksessa toiminnan ei katsottu olevan sijoitusneuvontaa, koska tapauksessa ei ollut annettu yksilöllistä sijoitusneuvoa.

Koska sijoitusneuvonta on aineetonta palvelua, voi sen tunnistamisen lisäksi haasteellista olla sen onnistuneisuuden arviointi. Onnistuneisuus tai epäonnistuneisuus ei ole ainakaan yksinomaan mitattavissa taloudellisen kannattavuuden ja lopputuleman perusteella, vaan ennemminkin osapuolten menettelytapojen perusteella¹⁴⁶. Sijoitusneuvonta määrittää sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuudet suhteessa sijoittajaan sekä niiden aktualisoitumisen sijoitusneuvontatilanteessa¹⁴⁷. Merkitystä sijoitusneuvonnassa on tosiasiallisilla olosuhteilla, yksilöllisellä suosituksella ja sillä, kuinka osapuolet tilannekohtaisesti menettelevät velvollisuuksineen ja vaikutusmahdollisuuksineen sijoittajansuojan varmistamiseksi.

4.3 Sijoittajan menettely dynaamisena myötävaikutuskeinona

Dynaaminen sijoittajansuojaan vaikuttaminen on sijoittajan tilannekohtaista menettelyä, tai menettelemättömyyttä, ennen sijoitusneuvontaa, sen aikana ja sen jälkeen. Dynaaminen menettely eroaa staattisista vaikutuskeinoista, eli sijoittajan yksilöllisistä ominaisuuksista ja osittain myös sijoitusperiaatteista, esimerkiksi abstraktisuudeltaan – staattiset vaikutuskeinot, kuten asiakasluokitus ja sijoitusvarallisuus, ovat konkreettisempia vaikutuskeinoja kuin sijoittajan menettely sijoitusneuvonnassa. Esimerkiksi missä menee raja sille, onko sijoittaja tutustunut tarpeeksi paljon sijoitusneuvojan antamiin tietoihin ja materiaaleihin. Sijoittajan menettely kytkeytyy pitkälti informaation ympärille ja toimii vastavuoroisesti sijoituspalveluiden tarjoajan menettelyn kanssa. Näin ollen sijoittajan oman menettelyn vaikutusta voi pitää dynaamisena vaikutuskeinona sijoittajan suojaamisessa, kun sijoittaja vaikuttaa niihin seikkoihin, jotka vaikuttavat sijoitusneuvojan vel-

¹⁴⁶ Salo, 2016, s. 92.

¹⁴⁷ Wuolijoki, 2009, s. 168; Turtiainen, 2018, s. 59–60.

vollisuuksiin. Toisaalta sijoittajalta voidaan myös *edellyttää* tietynlaista menettelyä tiettyjen yksilöllisten ominaisuuksien myötä ollakseen oikeutettu sijoittajansuojan saamiseen.

Vaikka sijoittajan menettelytavoista tai velvollisuuksista ei ole säädetty nimenomaisesti laissa, voi sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien vastapainona edellyttää myös sijoittajan menettelevän sijoitusneuvontaa myötävaikuttavalla tavalla – sehän on sijoittajan oman edun mukaista¹⁴⁸. Myös korkein oikeus on esimerkiksi ratkaisussa KKO 2015:93 viitannut sijoittajan velvollisuuksiin toteamalla, että arvopaperimarkkinaoikeudellisen sijoittajansuojasääntelyn yleisenä lähtökohtana sijoittajalta edellytetään asian vaatimaa huolellista menettelyä eli sijoittajan huolellisuusvelvollisuutta. Kyseisessä ratkaisussa korkein oikeus toteaa sijoittajan laiminlyöneen huolellisuusvelvollisuutensa, johon liittyi myös sijoittajan selonottovelvollisuuden laiminlyönti. Kuitenkin oikea tieto sijoituksen riskeistä vaikuttaa keskeisesti sijoittajan sijoitusratkaisuihin ja sijoittajansuojan kannalta sijoittajan pitää pystyä luottamaan saamiensa tietojen oikeellisuuteen, minkä vuoksi sijoituspalveluiden tarjoaja saatettiin vahingonkorvausvastuuseen antamastaan totuudenvastaisesta ja harhaanjohtavasta markkinointiaineistosta.

Sijoituspalveluiden tarjoajan vastuun arvioinnissa sijoittajan oma menettely ei siis ole täysin merkityksetöntä. Koska päätöksentekovelvollisuus on sijoittajalla, ei sijoituspalveluiden tarjoaja ole vastuussa sijoittajan päätöksistä, jos päätöksenteon mahdolliset seuraamukset ovat sijoittajan tiedossa.¹⁴⁹ Esimerkiksi ratkaisusuosituksessa APL 13/13 arviointiin, oliko kokemattoman sijoittajan taloudellinen vahinko aiheutunut sijoitusneuvojan menettelystä. Arvopaperilautakunta toteaa sijoitusneuvojan täyttäneen asianmukaisesti selonottovelvollisuutensa, jonka myötä on tunnustettu sijoittajan riskinsietokyvyn olevan matala ja sen perusteella tehty sijoitussuositus on siihen nähden sijoittajalle sopiva. Li-

¹⁴⁸ Vrt. sijoituspalveluiden tarjoajan on SipaL 10 luvun 2 §:n mukaan toimittava rehellisesti, tasapuolisesti ja ammattimaisesti sijoittajan edun mukaisesti. Myös sijoittajan voidaan odottaa toimivan oman etunsa mukaisesti.

¹⁴⁹ Turtiainen, 2018, s. 416.

säksi sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus on myös asianmukaisesti täytetty sijoitustuotteiden ja niihin liittyvien asiakirjojen esittelyllä, jotka sijoittaja oli vahvistanut allekirjoituksellaan vastaanottaneensa. Arvopaperilautakunta toteaa myös sijoittajalla itsellään olevan velvollisuus tutustua saamiinsa asiakirjoihin sekä tehdä epäselviksi jääneistä seikoista tarkentavia kysymyksiä. Sijoittajan päätös tappiollisten sijoitustuotteiden realisoimisesta katsottiin olevan sijoittajan oma ja lisäksi sijoitusneuvojan asianmukaisesti täyttämien velvollisuuksien myötä sijoittajan katsottiin olevan tietoinen realisoinnin seurauksista. Koska sijoitusneuvojan suositus sijoittajalle oli toimia alkuperäisen suunnitelman mukaisesti ja kun sijoitusneuvoja oli lisäksi asianmukaisesti täyttänyt selonotto- ja tiedonantovelvollisuutensa, oli sijoittajan omasta päätöksestä syntynyt sijoitustappio sijoittajan omalla vastuulla. Ratkaisusuosituksesta voi päätellä, että sijoittajansuojan laajemman tavoittelun olisi mahdollisesti voinut varmistaa sijoittajan oman selonotto- ja ymmärtämisvelvollisuuden huolellisella täyttämällä.

Sipal 10 luvun 2 § 1 momentin yleistä sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuutta toimia rehellisesti, tasapuolisesti ja sijoittajan edun mukaisesti täydentää AML 1 luvun 2 §:ssä kielto hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesta menettelystä. AML:n säännöksestä voi käänteisesti tulkita, että arvopaperimarkkinoilla tulisi menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti. Koska kyseinen AML:n säännös on yleinen, voi hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamista edellyttää kaikilta arvopaperikaupan osapuolilta, niin sijoitusneuvojilta kuin sijoittajiltakin heidän asiakasluokituksestaan riippumatta.¹⁵⁰ Hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kiellon voi katsoa rinnastuvan yleiseen sopimusoikeudelliseen hyvän tavan vastaisen menettelyn kieltoon, jonka määrittelyä *Tykkyläinen* pitää tapauskohtaisena¹⁵¹. Tapauskohtaisuutensa ansiosta hyvän tavan noudattamisen vaatimus voidaan tunnistaa myös sijoitusneuvontaan soveltuvana hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisena toimintana, jossa vaatimukset osapuolten menettelystä vaihtelevat tapauskohtaisesti riippuen sijoitusneuvonnan sisällöstä ja osapuolista. Näin ollen sijoitusneuvojan lisäksi myös sijoittajalta voidaan odottaa ainakin jonkinlaista

¹⁵⁰ Turtiainen, 2018, s. 223–225.

¹⁵¹ Tykkyläinen, 2008, s. 71.

menettelyä toteuttaakseen omalta osaltaan hyvän tavan ja hyvän arvopaperimarkkina-tavan toteutumista sekä samalla tavoitellakseen oman asemansa suojaamista.

”Edellytyksen” sijoittajan menettelystä on myös tunnistanut *Luukkonen* väitöskirjassaan sijoittajan velvollisuuksista¹⁵². *Hoppu* on kutsunut sijoittajan velvollisuuksia yleisemmin sijoittajan huolellisuusvelvollisuudeksi, joka on hänen mukaansa johdettavissa yleisistä sopimusoikeudellisista periaatteista. Huolellisuusvelvollisuus on siinä mielessä hyvin kat-tava, koska se koskee kaikkia sijoittajia heidän asiakasluokituksestaan riippumatta. Toki yleisen huolellisuusvelvollisuuden tai tarkemmin sijoittajan yksittäisten velvollisuuksien sisältöjen arvioinnissa otetaan huomioon sijoittajan ammattimaisuus tai ei-ammattimai-suus yhtenä sijoittajan asemaan ja siten sijoittajansuojaan vaikuttavana elementtinä. Ar-viointi liittyy siihen, miten sijoittajayksilön odotetaan tai edellytetään tietyssä tilanteessa menettelevän täyttääkseen huolellisuusvelvollisuutensa ja ollakseen ainakin siltä osin oi-keutettu sijoittajansuojan mahdolliseen saamiseen.¹⁵³ Kun sijoittajalta edellytetään yksi-lönä tietynlaista huolellisuutta, voidaan sitä peilata sijoituspalveluiden tarjoajan velvol-lisuuksiin. Näin voidaan tunnistaa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksille vastinpa-reiksi sijoittajan velvollisuuksia, vaikka ne eivät saakaan lainsäädännön tukea samalla ta-valla kuin sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuudet saavat¹⁵⁴. Samalla sijoittajan vel-vollisuuksia voisi kutsua *suositelluiksi toimintatavoiksi*, koska niiden myötä sijoittaja edis-tää oman etunsa toteutumista vaikuttamalla toimintatavoillaan sijoittajansuojan tavoit-teluun.

4.3.1 Sijoittajan tiedonantovelvollisuus

Sijoituspalveluiden tarjoajalla on velvollisuus hankkia riittävät tiedot asiakkaastaan an-taakseen sijoittajan yksilöllisiin ominaisuuksiin ja sijoitusperiaatteisiin nähden mahdolli-

¹⁵² Luukkonen, 2018.

¹⁵³ Hoppu, 2009, s. 255–261; Norros, 2009, s. 377.

¹⁵⁴ Ks. Luukkonen, 2018, s. 78. *Luukkonen* toteaa, että esimerkiksi hänen nimeämänsä sijoittajan selonot-tovelvollisuus, tietämisvelvollisuus ja reklamaatiovelvollisuus ovat oikeutta ilman lain sääntelyä.

simman sopivia sijoitusneuvoja. Vaikka sijoittajalla ei nimenomaisesti olekaan lain määräämää tiedonantovelvollisuutta, voi asiaa tarkastella siltä kantilta, että sijoittajan vähintäänkin kannattaa antaa itsestään oikeat tiedot. Nimittäin lähtökohtaisena oletuksena on se, että sijoitusneuvojan selonottovelvollisuuden myötä keräämien tietojen pohjalta antama suositus tietyistä tuotteista on sijoittajalle sopiva. Suosituksen sopivuus tarkoittaa sitä, että esimerkiksi sijoittajan taloudellinen vastuunkantokyky sekä sijoitustietämys ja -kokemus ovat riittävällä tasolla suositukseen nähden, jolloin oletetaan, että sijoittaja myös pystyy ymmärtämään suositellusta sijoitustuotteesta saamansa informaation.¹⁵⁵

Sijoitusneuvonta ja suositellut tuotteet perustuvat siis sijoittajan asemasta kerättyihin tietoihin, eli sijoittajan itsestään kertomiin tietoihin. MiFID -asetuksen 55 artiklan 3 kohdan mukaan sijoituspalveluiden tarjoaja voi luottaa sijoittajan toimittamiin tietoihin, paitsi tilanteessa, jossa sijoituspalveluiden tarjoaja on tietoinen tai sen pitäisi olla tietoinen siitä, että toimitetut tiedot ovat selkeästi vanhentuneita, virheellisiä tai puutteellisia. Toisaalta sijoittajalla voi katsoa olevan myös velvollisuus tietojen ajan tasalla pitämisestä, kuten ratkaisusuosituksessa APL 260/06 katsotaan. Ratkaisusuosituksen perusteluissa mainitaan, että sijoituspalveluiden tarjoajan yleisen selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on riittävä *tietojenvaihdon* varmistaminen sijoitusneuvojan ja sijoittajan välillä. Tietojenvaihtoa pidetään tarkoituksenmukaisen asiakassuhteen pohjana ja ylläpitämisen keinona. Näin ollen myös sijoittajan tulee huolehtia, että antamansa tiedot ovat ajantasaisia. Selvää on se, että sijoittajan jättäessä antamatta tietoja tai antaessaan vääriä tietoja, on sillä heikentävä vaikutus sijoittajansuojaan.¹⁵⁶

Vaikka sijoituspalveluiden tarjoaja onkin velvoitettu tekemään soveltuvuusarviointi sijoitusneuvonnan ja -tuotteiden soveltumisen arvioimiseksi sijoittajalle, riippuu niiden soveltuminen myös siitä, kuinka kattavasti sijoittaja itse antaa tietoja itsestään ja esimerkiksi sijoituskokemuksestaan ja -tietämyksestään. Mitä enemmän sijoittaja antaa tietoja

¹⁵⁵ Luukkonen, 2018, s. 90.

¹⁵⁶ Hoppu, 2009, s. 257.

sijoituspalveluiden tarjoajan niitä kysyessä, sitä paremmin sijoitusneuvoja pystyy arvioimaan sijoitustuotteiden soveltuvuutta sijoittajalle. Näin ollen sijoittaja saa parhaiten hänelle sopivaa sijoitusneuvontaa, kun hän itse antaa omasta asemastaan, ja esimerkiksi sijoitusperiaatteistaan, mahdollisimman paljon tietoa.¹⁵⁷ Lisäksi sijoittajan edun tavoittelu on sitä helpompaa, mitä enemmän sijoitusneuvoja tietää sijoittajasta ja tämän taustasta. Siten sijoittajan kannattaa myös pyytämättä antaa tietoja itsestään ja aikaisemmasta sijoitustoiminnastaan.¹⁵⁸

Yksilöllisen käyttäytymisen ja rajoitetun rationaalisuuden mukana tuomien käyttäytymisvinoumien vuoksi on myös mahdollista, että sijoittaja antaa tahattomasti itsestään väärää tai puutteellista tietoa. Sijoittaja voi esimerkiksi luulla olevansa kokeneempi tai sijoitustietämykseltään parempi mitä hän todellisuudessa on. Myös sijoittajan kokemattomuus voi aiheuttaa sen, että sijoittaja ei tiedä, mitkä tiedot olisivat oleellisia kertoa sijoitusneuvojalle ja siitä syystä jättää tietoja kertomatta tietämättömyyttään tai osaamattomuuttaan. Jos kertomatta jättäminen on vilpittöntä, ei sen voi katsoa ainakaan heikentävän sijoittajansuojan mahdollista soveltumista, vaan pikemminkin vaikutus kohdistuu sijoitusneuvojaan ja korostaa tämän selonottovelvollisuutta soveltuvuusarvioinnin tekemisessä.

Mahdollista on myös se, että sijoittaja antaa tahallisesti väärää tietoa itsestään tai kieltäytyy vastaamasta sijoitusneuvojan kysymyksiin. Tällöin sijoitusneuvonta voi olla sijoittajalle soveltumatonta sijoituspalveluiden tarjoajasta riippumattomasta syystä, jolloin sijoittajan suojaamisen tavoittelu hankaloituu tai ei ole edes perusteltua. Tietojen antamatta jättäminen tai väärin tietojen antaminen johtavat siihen, että sijoittaja ei voi jälkeenpäin vedota niiltä osin esimerkiksi sijoitusneuvojen soveltumattomuuteen. Vilpillisessä mielessä tavoiteltu sijoittajansuoja ei voi saada oikeuslähteiden tukea, jolloin si-

¹⁵⁷ Luukkonen, 2018, s. 19; Turtiainen, 2018, s. 181.

¹⁵⁸ Hoppu, 2009, s. 257.

joittajansuojan tavoittelun yhdeksi edellytykseksi voi tunnistaa vilpittömyyden vaatimuksen niin tietojen antamisessa kuin kaikessa muussakin sijoittajan menettelyssä¹⁵⁹. Sijoittajasta kerättävät tiedot ovat sijoittajan omaksi parhaaksi, joten sijoittajan kannattaisi antaa itsestään mahdollisimman kattavasti ja rehellisesti tietoja. Myös ESMA:n ohjeistuksessa mainitaan, että sijoittajaa pitäisi jopa kannustaa tarjoamaan oikeat ja riittävät tiedot muun muassa sijoitustietämyksestään ja -kokemuksestaan, taloudellisesta tilanteestaan sekä sijoitustavoitteistaan.¹⁶⁰

4.3.2 Sijoittajan selonottovelvollisuus

Selonottovelvollisuuden voi yleisesti katsoa koskevan seikkoja, joihin tiedonantovelvollisuus ei ulotu¹⁶¹. Sijoittajan selonottovelvollisuus ja sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuus toimivat vastavuoroisesti – sijoittajalta voidaan edellyttää huolellista tietoihin perehtymistä, vaikka sijoitusneuvojalla tiedonantovelvollisuus onkin. Vaikka sijoittajan selonottovelvollisuudesta ei säädetä nimenomaisesti laissa, kuten ei muistakaan sijoittajan velvollisuuksista, voidaan sen katsoa olevan osa sopimusoikeuden yleisiä oppeja. Sijoittajan kuuluu tutustua sijoitusneuvojan antamaan materiaaliin, esimerkiksi sopimusehtoihin, koska sijoittaja ei voi vedota ehtojen sitomattomuuteen, mikäli ei ole niihin tutustunut. Lisäksi jos sijoittaja ei ymmärrä sijoitusneuvojan tietoja, on hänellä edellä mainitusta syystä velvollisuus kysyä selvennystä.¹⁶²

Jos sijoittajaan ei kohdistuisi minkäänlaista selonottovelvollisuutta, tekisi se sijoitusneuvonnan tulkinnasta ongelmallista. Sijoittajansuojan oikeutuksen kannalta olisi ristiriitaista, jos sijoittaja ei ottaisi missään määrin itse selvää sijoittamiseen liittyvistä asioista ja sijoituspäätöksen kannalta relevantista informaatiosta. Mikäli sijoitusneuvonnassa ta-

¹⁵⁹ Vrt. Lehtinen, 1995, s. 140: ”-- vilpittömyyden edellytys mahdollisuudelle toteuttaa heikomman suojaajalienee kuitenkin tulkittavissa paremminkin yleisesti hyväksytyn *vilpittömän mielen periaatteen* ilmene miseksi sopimusoikeudessa. Kyse ei ole varsinaisesti heikomman suojasta.”

¹⁶⁰ Luukkonen, 2018, s. 90; Turtiainen, 2018, s. 181; ESMA, 2012, s. 5.

¹⁶¹ Ks. Wuolijoki, 2009, s. 334–335 ja siellä mainitut lähteet.

¹⁶² Esim. APL 13/13; Hoppu, 2009, s. 257.

pahtuisi sijoitusneuvojan puolelta tiedonantovirhe, voitaisiin sijoituspalveluiden tarjoajan vahingonkorvausvastuun osalta ottaa huomioon sijoittajan selonottovelvollisuuden vaikutusta sijoittajan perusteltuihin odotuksiin. Arviointi kohdistuisi sijoittajan selonottovelvollisuuden mahdolliseen laiminlyöntiin tiedonantovirheen tuottamuksellisuuden ja vahingonkärsijän myötävaikutuksen kannalta. Tiedonantovirhe ei siis suoraan välity sijoittajan perusteltuihin odotuksiin, kun sijoittajalta voidaan ainakin jossain määrin odottaa itsenäistä tietoihin perehtymistä.¹⁶³ Näin ollen sijoittaja voi itse vaikuttaa sijoittajansuojan tavoitteluun perehtymällä itse informaatioon sijoitusneuvojan antamien tietojen lisäksi.

Wuolijoki on todennut, että selonottovelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus toimivat suhteessa toisiinsa siten, että sijoittajan selonottovelvollisuus pienentää pankin tiedonantovelvollisuutta ja päinvastoin¹⁶⁴. Koska sijoituspalveluiden tarjoajan, esimerkiksi pankin, tiedonantovelvollisuudesta on säädetty laissa, ei sijoittajan huolellinen selonottaminen voi ainakaan kokonaan poistaa tätä sijoituspalveluiden tarjoajan vastuuta. Vaikka sijoittaja olisikin huolellisesti ottanut selvää oleellisista asioista, voi se korkeintaan pienentää sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuutta, mutta ei poistaa sitä. Sijoituspalveluiden tarjoajan mahdollinen tiedonantovelvollisuuden pieneneminen soveltuu kuitenkin vain ammattimaisen sijoittajan kohdalla. Toisaalta sijoittajansuojan tavoitteluun vaikuttamisen kannalta sijoittajan oma selonottovelvollisuus pitäisi olla sijoittajan intressissä joka tapauksessa. *Wuolijoen* mukaan kyse on yksinkertaisesti vastuunjaosta ja rajavedosta osapuolten kesken – kumpi on velvollinen selvittämään ja kumpi on velvollinen antamaan tietoa (oma-aloitteisesti). Loppujen lopuksi kysehän on informaatoriskin kantamisesta.¹⁶⁵

¹⁶³ Ks. Norros, 2009, s. 377–379.

¹⁶⁴ Wuolijoki, 2009, s. 332–333.

¹⁶⁵ Wuolijoki, 2009, s. 334.

Ratkaisusuosituksessa APL 1607/02 oli kysymys osaketoimeksiantojen välityspalkkioista, joita sijoittaja vaati hänelle palautettavan tulkinnanvaraisten sopimusehtojen vuoksi. Arvopaperilautakunta toteaa sijoittajalla kuitenkin olevan oma selonottovelvollisuus, jolla tarkoitetaan aktiivista selonottoa asian oikean sisällön selvittämiseksi epäselvissä tilanteissa. Siten ratkaisusuosituksessa katsottiin, ettei ollut perusteita välityspalkkioiden palautukselle. Tapauksesta voidaan huomata sijoittajan oman menettelyn tai menettelemättä jättämisen vaikutus. Esimerkiksi sijoittajan aloitteellisuus ja oma aktiivisuus voivat siis vaikuttaa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin, erityisesti korvausvelvollisuuteen¹⁶⁶. Sijoittajansuojan tavoittelemiseksi sijoittajan kannattaa saamiensa tietojen lisäksi ottaa myös itse selvää taloudellisen lukutaitonsa avulla suunniteltuihin sijoitustoimiin liittyvistä asioista tai epäselvissä tilanteissa vähintäänkin tiedustella selvennystä tai lisätietoja sijoituspalveluiden tarjoajalta¹⁶⁷.

4.3.3 Sijoittajan tietämis-¹⁶⁸ ja ymmärtämisvelvollisuus

Sijoittajan tietämisvelvollisuuden voi rinnastaa yleiseen laintuntemisvelvollisuuteen, joka tarkoittaa lähtökohtaa siitä, että suomalainen sijoittaja tuntee voimassa olevan lain, tai häneltä voidaan edellyttää sen tuntemista. Tietämisvelvollisuutta voi kutsua myös ymmärtämisvelvollisuudeksi, koska sijoittajalta voidaan edellyttää sijoitustoiminnan lainalaisuuksien ymmärtämistä. Ymmärryksen laajuuden vaatimus riippuu sijoittajayksilöstä ja esimerkiksi hänen sijoituskokemuksestaan ja sijoitustietämyksestään. Sijoittajansuojan soveltumisen kannalta sijoittajalta voidaan yksilöllisten ominaisuuksien perusteella edellyttää eritasoista ymmärtämistä. Esimerkiksi aiemman sijoituskokemuksen myötä voidaan jossain määrin edellyttää ymmärtämistä sen rahoitusvälineen riskeistä ja ominaisuuksista, joihin sijoittaja on aiemmin sijoittanut, vaikka sijoitusneuvoja esimerkiksi antaisi puutteellisesti informaatiota kyseisestä rahoitusvälineestä sijoitustuotteena. Toisaalta sijoituskokemuksesta riippumatta sijoittajan tulee joka tapauksessa ymmärtää

¹⁶⁶ Salo, 2016, s. 254–256.

¹⁶⁷ Ks. Hoppu, 2009, s. 257.

¹⁶⁸ Tietämisvelvollisuus on *Luukkosen* nimeämä termi sijoittajan velvollisuudelle ymmärtää tai tietää esimerkiksi tiettyyn sijoitustuotteeseen liittyviä (yleisiä) lainalaisuuksia, joita sijoittajalta voidaan edellyttää esimerkiksi hänen sijoitustietämyksensä perusteella. Ks. esim. Luukkonen, 2018, s. 97, 118–119.

sijoittamiseen aina liittyvän riski, minkä vuoksi ymmärtämisvelvollisuutta ei voi myöskään ylikorostaa¹⁶⁹. Sijoittajan ymmärtämättömyys voi johtua esimerkiksi kokemattomuudesta, mutta myös esimerkiksi sijoitusinstrumentin monimutkaisuudesta, johon sijoittaja toisaalta voi itse vaikuttaa kehittämällä taloudellista lukutaitoaan ja sijoitustietämystään. Samaten esimerkiksi pääoman menettämisoriskin ymmärrys voi riippua sijoitusinstrumentista – lähtökohtaisesti arvon alentumisriskin ymmärtämistä voidaan edellyttää sijoittajalta yksinkertaisissa osakesijoituksissa.¹⁷⁰ Mitä laajempi sijoituskokemus sijoittajalla on, sitä syvällisempää sijoittamiseen liittyvää ymmärrystä sijoittajalta voidaan edellyttää.

Edellä sijoittajan tiedonantovelvollisuuden osalta käsitellyssä ratkaisusuosituksessa APL 1607/02 todettiin lisäksi, että sijoittajan voidaan odottaa ymmärtävän osaketoimeksianton toteuttamista varten asettamiensa ehtojen (rajahinta ja voimassaoloaika) vaikutus. Sijoittajan selonottovelvollisuuden ja tietämisvelvollisuuden voi katsoa täydentävän toisiaan – selonoton toteuttamisen myötä sijoittaja samalla lisää tietämystään. Toisaalta jos sijoittajalla on tiedossa jokin puute omassa tietämyksessään, hänen tulisi ottaa siitä selvää selonottovelvollisuutensa ja samalla tietämisvelvollisuutensa nojalla. Tässä piilee kuitenkin riski sijoittajan yksilöllisen käyttäytymisen ja erityisesti käyttäytymisvinoumien seurauksena. Nimittäin sijoittaja saattaa luulla tietävänsä tarvittavat tiedot ja sen vuoksi täyttää huolimattomasti tai jopa laiminlyö selonottovelvollisuutensa, mikä puolestaan heikentää sijoittajan mahdollisuutta saada sijoittajansuojaa.¹⁷¹

Ennakkopäätöksessä KKO 2015:93 korkein oikeus totesi, että ”sijoittaja ei voi vedota saamaansa virheelliseen informaatioon, jos hän on tiennyt tai hänen olisi pitänyt tietää sen virheellisyydestä”. Korkein oikeus myös katsoi, että sijoittajalta voitiin lähtökohtaisesti edellyttää, että hän ymmärtää riskin sijoitetun pääoman menettämisestä. Korkeimman oikeuden mukaan sijoittajalle ei voi olla epäselvää se, että sijoittamiseen liittyy yleisesti

¹⁶⁹ Ks. Norros, 2009, s. 384.

¹⁷⁰ Luukkonen, 2018, s. 97, 118–119, 121; Hoppu, 2009, s. 258.

¹⁷¹ Ks. Luukkonen, 2018, s. 118.

riskejä. Lisäksi korkein oikeus totesi, että arvopaperimarkkinaoikeudellisen sijoittajansuojasääntelyn yleisenä lähtökohtana sijoittajalta edellytetään asian vaatimaa huolellista menettelyä eli sijoittajan huolellisuusvelvollisuutta. Näin ollen yleisesti huolellisuusvelvollisuudesta puhuttaessa voi sen katsoa sisältävän sijoittajan tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuuden, joiden täyttämiseksi sijoittajan tulee puolestaan toteuttaa selonottovelvollisuutensa ollakseen ainakin niiltä osin oikeutettu sijoittajansuojaan.

Sijoittajan tietämisvelvollisuuden laajuus sijoittajansuojan tavoittelussa riippuu läheisesti sijoittajan asemaan vaikuttavista elementeistä. Esimerkiksi vähäisen sijoituskokemuksen omaavan ei-ammattimaisen sijoittajan voidaan katsoa olevan sellaisessa asemassa, jolta ei voida edellyttää kovin laajaa tietämis- tai ymmärtämisvelvollisuuden täyttämistä. Tämän tyyppisessä asemassa olevalta sijoittajalta voidaan toisaalta perustellusti odottaa selonottovelvollisuuden täyttämistä, jotta sijoittaja on omalta osaltaan osoittanut tiedollisten puutteidensa korjaamista ja siten vastuunsa täyttämistä sijoitusneuvonnan onnistumisen takaamiseksi. Esimerkiksi suunnitellun sijoitustoimen riskien ymmärtämiseksi sijoittajan on otettava niistä selvää muun muassa tutustumalla huolellisesti avaintietoasiakirjaan¹⁷². Näin ollen sijoittaja tavallaan täyttää tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuuttaan täyttämällä selonottovelvollisuuttaan.

Yleisesti tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuuden voi katsoa koskevan yleisiä sijoittamisen lainalaisuuksia ja voimassa olevan lain tuntemista, mutta sijoitusneuvonnan aikana ja varsinkin tiettyä sijoitustoimea koskevan päätöksenteon aikaan sijoittajan tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuus korostuu entisestään. Mikäli sijoittaja ei syystä tai toisesta ymmärrä sijoitustoimea riittävästi, korostuu hänen selonottovelvollisuutensa, joka voi tarkoittaa esimerkiksi tarkentavien tietojen pyytämistä sijoitusneuvojalta. Toisaalta *Norros*

¹⁷² Ks. tarkemmin asetus vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista (2014/1286/EU). PRIIPS-asetuksen mukainen avaintietoasiakirja on laadittava esimerkiksi sijoitusrahastosta.

katsoo, että sijoittaja voi olla myös perustellusti ymmärtämättä omaa ymmärtämättömyyttään¹⁷³, jolloin sijoittaja ei välttämättä huomaa tarvetta korostuneelle selonottovelvollisuudelleen.

Koska sijoittajalla on myös tiedonantovelvollisuus (tai oikeammin tiedonantosuositus) liittyen riittävien ja oikeiden tietojen antamiseen omasta asemastaan ja taustastaan, jää sijoitusneuvojan arvioitavaksi, missä asioissa sijoittajalla on tiedollisia puutteita ja niiden osalta sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus voi korostua. Näin ollen voidaan todeta SipaL 10 luvun 5 §:n mukaisen sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuden olevan sijoittajan tietämis- tai ymmärtämisvelvollisuutta painavampi velvollisuus ja siten sijoittajalla on ennemminkin oikeus saada tietoa ja tukea sijoitusneuvojalta asian ymmärtämiseksi kuin velvollisuus tietää ja ymmärtää asiat itsenäisesti. Toki sijoittajansuojaa tavoittelevat sijoittaja ja sijoitusneuvoja yhdessä, jolloin on myös sijoittajan intressissä edistää sijoitusneuvonnan onnistumista, esimerkiksi varmistamalla omaa ymmärrystään.

4.3.4 Sijoittajan päätöksenteko- ja reklamaatiovelvollisuus

Edellä käsitellyt sijoittajan velvollisuudet, tai paremminkin suositellut menettelytavat, liittyvät eri tavoin informaatioon – informaation keräämiseen, antamiseen ja ymmärtämiseen. Ne velvollisuudet sijoittuvat aikaan ennen perustellun sijoituspäätöksen tekemistä. Nyt huomio kiinnitetään sijoituspäätöksen tekohetkeen ja sijoitusneuvonnan jälkeiseen aikaan, jossa informaation keräämisen, antamisen ja ymmärtämisen myötä sijoittaja tekee perustellun sijoituspäätöksen ja virheellisen informaation tilanteessa täyttää reklamaatiovelvollisuutensa. Poikkeuksettomana lähtökohtana voidaan pitää sitä, että sijoitusneuvoja ei voi, eikä saa tehdä sijoituspäätöstä sijoittajan puolesta. Päätöksentekovelvollisuus on sijoittajalla itsellään, mikä tarkoittaa vastuun tehdystä sijoituspäätöksestä olevan sijoittajalla. Tilanne on toki toinen, jos sijoittaja on päätenyt tiettyyn

¹⁷³ Norros, 2009, s. 384.

päätökseen sijoitusneuvojan virheellisen menettelyn, tai esimerkiksi virheellisten tietojen, seurauksena.¹⁷⁴ Tällöin sijoittajalla on reklamaatiovelvollisuus.

Sijoittajan päätöksentekovelvollisuus ei tarkoita, että sijoittajan tulisi välttämättä ostaa tai myydä rahoitusvälineitä. Sekin on päätös olla tekemättä mitään.¹⁷⁵ Sijoitusneuvojan antamat sijoitussuositukset ovat nimenomaan *suosituksia*, ja sijoittaja voi halutessaan hyödyntää niitä päätöksenteossaan haluamassaan laajuudessa. Sijoittaja voi myös päättää tekemään sijoituspäätöksen, joka ei ole sijoitusneuvojan antaman suosituksen mukainen, jolloin sijoittajalla toisaalta ei ole sen suhteen oikeutta saada sijoittajansuojaa tilanteessa, jossa se muutoin voisi olla perusteltua. Toisaalta esimerkiksi hyvin kokematon sijoittaja ei välttämättä edes osaisi tehdä sijoituspäätöksiä ilman sijoitusneuvojan suosituksia ja tukea, tai tehty sijoituspäätös saattaisi olla epärationaalisesti tehty ja ilman sen seurauksien, esimerkiksi riskin realisoitumisen, ymmärtämistä.

Vaikutus sijoittajan päätöksentekovelvollisuuteen voidaan havaita sijoituskokemuksen lisäksi myös muista sijoittajan asemaan vaikuttavista elementeistä. Esimerkiksi sijoittajan yksilöllisiin ominaisuuksiin kuuluva taloudellinen tilanne ja sijoitusvarallisuus sekä yksilöllinen käyttäytyminen voivat vaikuttaa päätöksentekoon. Tekeekö sijoittaja päätöksensä enemmän tunteella vai järjellä? Esimerkiksi huono taloudellinen tilanne voi ”jännittää” päätöksenteossa, erityisesti jos sijoittaja on riskiä karttava – mitä jos tehty päätös osoittautuukin huonoksi ja taloudellinen tilanne vain huononee entisestään? Tällaisessa tilanteessa sijoitusneuvojan tulisi erityisesti ottaa muun muassa sijoittajan taloudellinen tilanne ja riskinsietokyky huomioon ja suositella sijoitustuotteita sopivalla allokaatiolla sopivassa suhteessa sijoittajan muuhun varallisuuteen. Mikäli sijoituspalveluiden tarjoaja on antanut sijoittajalle soveltumattomia sijoitusneuvoja tai muutoin laiminlyönyt velvollisuuksiaan, kuuluu sijoittajan reklamoida.

¹⁷⁴ Ks. Salo, 2016, s. 191–192.

¹⁷⁵ Salo, 2016, s. 192.

Luukkosen mukaan sijoittajan reklamaatiovelvollisuus pätee ajallisesti sijoitustuotteen ostamisen jälkeen ja velvollisuus usein aktualisoituu tiedonantovirheen vuoksi. Esimerkiksi sijoitusneuvoja on voinut antaa virheellistä, puutteellista tai harhaanjohtavaa tietoa, joka on johtanut sijoittajan tekemään päätökseen. Sijoittajan tekemän reklamaation kohteena voi olla muun muassa sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti tai esimerkiksi selonottovelvollisuuden laiminlyönti, jossa sijoitusneuvoja on arvioinut puutteellisesti sijoitusneuvon kannalta oleellisia sijoittajan yksilöllisiä ominaisuuksia tai sijoitusperiaatteita.¹⁷⁶ Koska sijoituspäätös voi olla myös sijoitustuotteen myymistä tai kaupankäynnistä vetäytymistä, katson sijoittajan reklamaatiovelvollisuuden pätevän yleisesti silloin, kun sijoituspäätös on tehty sijoitusneuvonnassa tapahtuneen virheen, puutteen tai laiminlyönnin seurauksena ja vaikutuksesta. Jos sijoittaja ei reagoi sijoitusneuvojan virheelliseen tai puutteelliseen menettelyyn, eli ei reklamoi sitä, on sijoittaja toisin sanoen hyväksynyt vastapuolen menettelyn ja hän ei voi enää myöhemmässä vaiheessa vedota siihen sijoittajansuojan saamiseksi¹⁷⁷.

Sijoitusneuvonnassa tapahtuneen virheen havaitseminen ja reklamoiminen voi olla sijoittajalle sitä helpompaa, mitä kokeneempi hän on. Myös *Hoppu* on maininnut esimerkiksi sijoittajaluokituksen sekä sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien olevan sijoittajan reklamaatiovelvollisuuteen vaikuttavia tekijöitä. Ammattimaiselta sijoittajalta voidaan lähtökohtaisesti edellyttää nopeampaa reagointia reklamoinnissa kuin ei-ammattimaiselta sijoittajalta. Kuitenkin minkä tahansa sijoittajaluokituksen reklamaatiovelvollisuuden kohdalla korostuu vilpittömyys, kun arvioidaan sijoittajansuojan soveltumista. Reklamaatio tulee tehdä vastapuolen sopimusrikkomuksen havaitsemisen jälkeen ilman aiheutonta viivästystä, ettei sijoittaja voi esimerkiksi spekuloida markkina-arvon vaihtelua sijoitusneuvojan kustannuksella ja varautua sijoituksen arvonlaskuun vetoamalla vastaparten sijoitusneuvojan virheeseen.¹⁷⁸ Siten sijoittajan omalla käyttäytymisellä voi katsoa

¹⁷⁶ Luukkonen, 2018, s. 122.

¹⁷⁷ Hoppu, 2009, s. 261.

¹⁷⁸ Hoppu, 2009, s. 261–262.

olevan merkitystä sopimusrikkomuksen huomaamisessa ja siihen reagoimisessa. Esimerkiksi aktiivisesti sijoituksiaan seuraavalta sijoittajalta voidaan edellyttää nopeampaa sopimusrikkomuksen huomaamista ja siihen reagoimista kuin passiiviselta sijoittajalta.¹⁷⁹

Ratkaisusuosituksessa APL 273/06 katsotaan, että sijoitusten tilanteen seuraaminen ja muutoksiin reagoiminen osoittavat sijoittajalta tulevaisuuden arvonkehitykseen liittyvän riskin hyväksymistä. Tarkemmin sijoittajan reklamaatiovelvollisuutta käsittelevässä ratkaisusuosituksessa APL 6/16 arvioidaan, että reklamoitavan virheen havaitsemisessa merkitystä on sillä, mitä sijoittaja on todellisuudessa tiennyt ja mitä hänen olisi pitänyt tietää ja ymmärtää. Vaikutusta on esimerkiksi sijoittajan kokemuksella – kokeneen sijoittajan voidaan katsoa tietävän yleisimmät sijoittamisen riskit¹⁸⁰. Ratkaisusuositusten pohjalta voidaan todeta, että sijoittajan reklamaatiovelvollisuuden täyttämisen vaatimus on sitä tiukempi, mitä kokeneempi, aktiivisempi ja ammattimaisempi sijoittaja on. Reklamaatiovelvollisuuteen, ja sen osalta myös sijoittajansuojan saamiseen tai saamatta jäämiseen, voi katsoa lisäksi vaikuttavan se, miten sijoittaja itse menettelee reklamoitavan virheen rajoittamiseksi tai pahentamiseksi.

Sijoittajan reklamaatiovelvollisuuden vastinparina voidaan katsoa olevan sijoituspalveluiden tarjoajan mahdollinen SipaL 16 luvun 1 §:n mukainen vahingonkorvausvelvollisuus. Vahinko voi tulla ilmi sijoittajan tekemän reklamaation myötä, jolloin sijoittajan reklamaatiovelvollisuus ilmenee sijoituspalveluiden tarjoajan vahingonkorvausvelvollisuuden synnyttävänä tekijänä. SipaL:n säännöksen mukaan sijoituspalveluiden tarjoaja on velvollinen korvaamaan tahallisesti tai huolimattomuudellaan aiheuttamansa vahingon sijoittajalle. Arvioitaessa vahingonkorvausvastuuta voidaan sijoituspalveluiden tarjoajan toimintaa yleensä pitää huolimattomana tai jopa tuottamuksellisena, jos sijoituspalveluiden tarjoaja on rikkonut SipaL:ssa tai AML:ssä säädettyjä sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksia tai Finanssivalvonnan määräyksiä tai finanssialan itsesääntelyä.¹⁸¹

¹⁷⁹ Turtiainen, 2018, s. 381.

¹⁸⁰ Turtiainen, 2018, s. 381.

¹⁸¹ Turtiainen, 2018, s. 387–389. Sijoituspalveluiden tarjoajan vahingonkorvausvelvollisuutta ei kuitenkaan käsitellä tämän suuremmassa laajuudessa, koska vahingonkorvausoikeus on aiheena hyvin laaja.

Tämän ilmenemiseksi sijoittajan on kuitenkin ensin täytettävä reklamaatiovelvollisuutensa.

4.4 Sijoittajan elementtien ja menettelyn ilmeneminen sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksissa

Edellä on tunnistettu sijoittajaa koskevia menettelytapoja sijoitusneuvonnassa, joita voi kutsua sijoittajan velvollisuuksiksi. Toisaalta nämä sijoittajan velvollisuudet voi mieltää myös suositelluiksi toimintatavoiksi ja sijoittajan mahdollisuuksiksi edistää sijoitusneuvonnan onnistumista. Varsinaiset lain velvoittamat sijoitusneuvonnan velvollisuudet kohdistuvat sijoituspalveluiden tarjoajaan, mitkä jo sellaisinaan suojaavat sijoittajan asemaa. Jotta sijoittaja voisi itse vahvistaa asemansa suojaamista ja oman etunsa tavoittelua, voidaan tunnistaa sijoittajan keinoja, jotka vaikuttavat sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksissa sijoittajan aseman kannalta myönteisellä tavalla.

Sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin vaikuttaviksi tekijöiksi on tunnistettu ensin näkin sijoittajan asema, joka vaihtelee sijoittajakohtaisesti yksilöllisten ominaisuuksien ja sijoitusperiaatteiden myötä. Lisäksi toisenlainen vaikutus sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin syntyy sijoittajan omasta menettelystä. Miten sijoittajan asemaan vaikuttavat elementit ja sijoittajan oma menettely ilmenevät sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin vaikuttavina tekijöinä? Miten sijoittajan vaikutuskeinot konkretisoituvat vuorovaikutuksessa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien kanssa?

Finanssivalvonnan ohjeessa koskien finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavia menettelytapoja todetaan sääntelyn tavoitteena olevan hyvän tavan mukaisen menettelyn edistäminen ja siten sijoittajien luottamuksen lisääminen¹⁸². Sijoittajansuojan oikeutuksen kannalta voidaan tarkastella sijoittajan toimia omalta osaltaan luottamuksen rakentamiseksi ja ylläpitämiseksi. Sijoittajan omalla aktiivisuudella on tuskin ainakaan heiken-

¹⁸² Finanssivalvonta, 2013, s. 8.

tävää vaikutusta sijoitusneuvonnan onnistumisen ja siten sijoittajan edun kannalta. Päinvastoin sijoittajan menettelemättömyydellä on usein haitallinen vaikutus sijoittajan oman edun ja sijoittajansuojan saamisen kannalta¹⁸³. Sijoittajan tavoitellessa välillisesti sijoittajansuojaa, voidaan tarkastella, millaiset ovat sijoitusneuvojan velvollisuuksien kanssa *vuorovaikutuksessa* olevat sijoittajan vaikutusmahdollisuudet.

4.4.1 Selonottovelvollisuus ja soveltuvuusarviointi

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely velvoittaa sijoituspalveluiden tarjoajan asiakkaidensa luokittelemisen lisäksi tekemään soveltuvuusarvioinnin tarjotakseen sijoitusneuvontaa ja arvioidakseen sijoitustuotteen soveltuvuutta sijoittajalle. Ennen varsinaista sijoitusneuvontaa sijoituspalveluiden tarjoajalla on siis velvollisuus selvittää riittävät tiedot sijoittajasta. Soveltuvuuden arvioinnista säädetään muun muassa SipaL:ssa, MiFID II -direktiivissä ja MiFID-asetuksessa¹⁸⁴. MiFID-asetuksen 54 artiklan 1 kohdan mukaan sijoituspalveluiden tarjoaja muun muassa ei saa kertoa menettelyyn liittyvistä vastuistaan monitulkintaisesti liittyen sijoittajan soveltuvuuden arviointiin ja sijoitusneuvontaan, vaan pikemminkin vastaavan artiklan 7 kohdan mukaan sijoituspalveluiden tarjoajan on kohtuullisin toimin varmistettava sijoittajasta saatujen tietojen luotettavuus ja yhdenmukaisuus sekä se, että sijoittaja tietää tarkkojen ja ajantasaisten tietojen antamisen tärkeyden ja ymmärtää soveltuvuusarvioinnissa kysytyt kysymykset. Tällä tavoitellaan sijoittajan parhaan edun mukaista ja hänelle soveltuvaa sijoitusneuvontaa ja sijoitustuotteita. Kysymykset voi muotoilla esimerkiksi niin, että suoraan tuotto-riski-suhteesta ja riskin

¹⁸³ Esim. ratkaisusuosituksessa APL 210/03 sijoittaja ei ollut toteuttanut merkintäoikeuksiaan, koska ei ollut tiennyt tai ymmärtänyt, miten ne toimivat. Koska kyseessä ei ollut varsinainen sijoitusneuvonta ja sijoituspalveluiden tarjoaja oli toteuttanut yleisen selonotto- ja tiedonantovelvollisuutensa, ei sijoituspalveluiden tarjoajalla ollut nimenomaista tiedonantovelvollisuutta sijoittajan valitsemasta sijoituskohteesta. Toisaalta sijoittaja ei ollut myöskään pyytänyt nimenomaisia tietoja sijoituskohteesta. Näin ollen Arvopaperilautakunta ei suosittanut hyvityksen suorittamista asiakkaalle. Tilanteen lopputulosta voi toki spekuloida, jos sijoittaja olisi esimerkiksi täyttänyt huolellisesti selonottovelvollisuutensa ja lisäksi pyytänyt nimenomaisia tietoja sijoituspalveluiden tarjoajalta merkintäoikeuksien ymmärtämiseksi. Ks. s. 43–44.

¹⁸⁴ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, annettu 25 päivänä huhtikuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen kriteerien osalta. EUVL L 87/1, 31.3.2017. Jäljempänä MiFID-asetus.

hajauttamisesta kysymisen sijaan sijoituspalveluiden tarjoaja voi esitellä käytännön esimerkkejä, jolloin sijoittajalla on mahdollisuus paremmin ymmärtää kysymys ja vastata siihen tarkasti.¹⁸⁵

Sijoittajan mahdollisuuteen ymmärtää soveltuvuusarvioinnin kysymykset vaikuttaa myös oleellisesti sijoittajan yksilölliset ominaisuudet, esimerkiksi sijoitustietämyksen taso. Myös esimerkiksi tavoitteista ja sijoittajan riskinsietokyvystä kertominen on helpompaa, jos sijoittaja on etukäteen muodostanut itselleen selkeät sijoitusperiaatteet. Sijoitustietämyksen ollessa korkealla tasolla sijoittajan on lähtökohtaisesti helpompaa ymmärtää kysymykset ja vastata niihin kattavasti, jonka voi katsoa olevan yksi myötävaikutuskeino sijoitusneuvonnan onnistumisen sekä sen myötä sijoittajan edun toteutumisen edistämiseksi. Lisäksi sijoittajan oman tiedonantovelvollisuuden voi katsoa ilmenevän vuorovaikutuksessa sijoitusneuvojan selonottovelvollisuuden kanssa. Kun sijoitusneuvoja selvittää sijoittajan asemaa, kuuluu sijoittajan myös antaa itsestään riittävästi asianmukaista tietoa. Mikäli sijoittajan sijoitustietämyksen taso on matala, eikä hän esimerkiksi siksi ymmärrä sijoitusneuvojan selonottovelvollisuuden myötä esittämiä kysymyksiä, kuuluu sijoittajan oman selonottovelvollisuutensa myötä pyytää tarkennusta ymmärtääkseen kysymykset niihin vastatakseen.

MiFID-asetuksen 54 artiklan 2 kohdan mukaan sijoituspalveluiden tarjoajan on lisäksi varmistuttava siitä, että suositeltava tai toteutettava liiketoimi vastaa sijoittajan tavoitteita ja riskirajaa. Kyseisen kohdan mukaan sijoittajan tulee myös taloudellisesti pystyä kantamaan, sekä sijoituskokemukseltaan ja -tietämykseltään ymmärtämään, liiketoimeen liittyvät sijoitusriskit, joiden tulee lisäksi olla johdonmukaisia sijoitustavoitteisiin nähden.¹⁸⁶ Sijoituspalveluiden tarjoajan selonottovelvollisuuden taso riippuu muun muassa sijoittajan ammattimaisuudesta, taloudellisesta kantokyvystä ja esimerkiksi siitä, kuinka suurta osaa sijoittajan varallisuudesta sijoitusneuvonta koskee. Jos sijoittaja esi-

¹⁸⁵ ESMA, 2018, s. 43.

¹⁸⁶ Turtiainen, 2018, s. 178–179.

merkiksi pyytää koko sijoitusvarallisuuttaan koskevaa sijoitusneuvontaa, on sijoituspalveluiden tarjoajan selonottovelvollisuus korostuneempi kuin tilanteessa, jossa pyydettyä sijoitusneuvonta liittyy kokonaisvarallisuuteen tai sijoitusvarallisuuteen nähden suhteellisen pienen summan sijoittamiseen.¹⁸⁷ Toisin sanoen sijoitusneuvonta on sijoittajalle sitä sopivampaa, mitä paremmin hän on itse perillä omista yksilöllisistä ominaisuuksistaan ja sijoitusperiaatteistaan ja lisäksi osaa kertoa ja kertookin niistä oleelliset tiedot sijoitusneuvojalle tiedonantovelvollisuutensa myötä.

Sijoituspalveluiden tarjoajan selonottovelvollisuus soveltuvuusarviointiin liittyen on suppeampi, kun kyseessä on ammattimaiseksi asiakkaaksi luokiteltu sijoittaja. Tämä perustuu MiFID-asetuksen 54 artiklan 3 kohtaan, jonka mukaan ammattimaisella sijoittajalla on tietyn liiketoimen kannalta tarvittava sijoituskokemus ja -tietämys siihen liittyvien riskien ymmärtämiseksi ja taloudellisesti kannettavaksi, kun sijoittaja on kyseisen liiketoimen tai palvelun osalta luokiteltu ammattimaiseksi. Tässä tilanteessa ammattimaisen sijoittajan sijoittajansuoja on pienempi, kun sijoituspalveluiden tarjoajalla ei ole velvollisuutta selvittää sijoittajan kokemusta ja tietämystä kyseessä olevan liiketoimen osalta.¹⁸⁸ Johtopäätöksenä voi todeta, että ammattimainen sijoittaja kantaa itse vastuunsa tosiasiallisesti riittävästä tietämyksestään ja riskien ymmärtämisestä suositellun liiketoimen osalta. Sijoittajan ei-ammattimaisuus on siis seikka, joka saa konkreettisen ilmentymänsä sijoituspalveluiden tarjoajan korostuneempana selonottovelvollisuutena, minkä seurauksena ei-ammattimaiselle sijoittajalle sijoittajansuojan tavoittelu voi ei-ammattimaisuutensa ansiosta olla helpompaa kuin ammattimaisella sijoittajalla.

4.4.2 Tiedonantovelvollisuus

Salo katsoo, että sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus näyttäytyy erivahvuisesti. Esi-merkiksi ehdoton sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus on SipaL 10 luvun 5 §:ssä, jossa säädetään sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuudesta. Sen mukaan

¹⁸⁷ ESMA, 2018, s. 42, kohta 39.

¹⁸⁸ Turtiainen, 2018, s. 179.

sijoitusneuvojan on hyvissä ajoin annettava sijoittajalle riittävät tiedot sen tarjoamista palveluista, rahoitusvälineistä ja ehdotetuista sijoitusstrategioista, toteuttamispaikoista sekä kaikista kuluista ja liitännäisistä veloituksista.¹⁸⁹ Poikkeuksellisesti sijoituspalveluiden tarjoaja voi poiketa sijoitusneuvonnassa tarjottavien arvopapereiden tiedonantovelvollisuudesta, jos tietojen antaminen sijoituspalvelun luonteeseen tai muutoin olosuhteisiin nähden on ilmeisen tarpeetonta¹⁹⁰. Toisaalta sijoittajan ollessa esimerkiksi sijoituskokemukseltaan kokematon, ei sijoituspalveluiden tarjoaja edes saa tarjota liian monimutkaisia tuotteita sijoittajalle ja silloin myös tiedonantovelvollisuus on korostuneempi verrattuna kokeneeseen sijoittajaan. Näin ollen sijoittajan asiakasluokitus sekä esimerkiksi sijoituskokemus ilmenevät sijoitusneuvojan erivahvuksena tiedonantovelvollisuutena sijoittajansuojan tavoittelussa.

Sijoituspalveluiden tarjoajan huolellisuutta tiedonantovelvollisuuden täyttämässä voi arvioida muun muassa tiedonantovirheiden näkökulmasta. Sijoittajan pitää pystyä luottamaan saamiensa tietojen oikeellisuuteen, koska informaatio sijoituskohteesta vaikuttaa keskeisesti sijoittajan sijoitusratkaisuihin. Sijoituspalveluiden tarjoajan antama totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto ei ainoastaan ole lain¹⁹¹ ja sijoittajansuojan vastaista, vaan se myös vaarantaa arvopaperimarkkinoiden asianmukaista toimintaa ja voi esimerkiksi johtaa sijoituspäätökseen, jota sijoittaja ei olisi oikean tiedon valossa tehnyt.¹⁹² Sijoituspalveluiden tarjoajan henkilöstölle on asetettu tietämys- ja kokemusvaatimukset, jotta sijoitusneuvontaa antava todella ymmärtää tarjoamansa sijoitustuotteet¹⁹³, millä ehkäistään virheellisen tiedon antamista sijoittajalle. Sijoituspalveluiden

¹⁸⁹ Salo, 2016, s. 193; SipaL 10 luvun 5 § kuuluu lisäksi muun muassa sijoitusneuvonnan mahdollisen riippumattomuuden, sijoitusneuvonnan laajaan tai rajoitettuun analyysiin perustumisen ja mahdollisen säännöllisen soveltuvuusarvioinnin ilmoittaminen sijoittajalle. Sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen kuuluu myös asianmukaisten ohjeiden, varoitusten ja riskien kertominen asiakaskohderyhmä huomioiden. Myös MiFID II -direktiivin 24 artiklassa ja 25 artiklassa käsitellään asiakkaalle annettavaa tietoa sekä tietojen antamista.

¹⁹⁰ Ks. APL 1555/02.

¹⁹¹ SipaL 10 luvun 2 §:n 2 momentti.

¹⁹² Turtiainen, 2018, s. 391–395: Sijoittajan päätöksentekoon ja objektiivisesti perusteltuihin odotuksiin vaikuttanut virheellinen tieto on oikeudellisesti merkittävä, kun virheellisen tiedon ja sijoittajan päätöksenteon välillä on syy-yhteys. Ks. myös Norros, 2009, s. 377; KKO 2015:93.

¹⁹³ Salo, 2016, s. 64–65.

tarjoajan huolellisuutta tiedonantovelvollisuuden täyttämässä määrittelee muun muassa rahoitusvälineen tunnettuus sijoittajan kuulumassa kohderyhmässä, sijoituksen taloudellinen merkitys ja riskit sekä sijoittajan sijoitushorisontti eli kuinka pitkäksi ajaksi sijoittaja sitoutuu sijoitukseen. Mitä tuntemattomampi rahoitusväline, sen korostuneempia ovat sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuudet mukaan lukien tiedonantovelvollisuus.¹⁹⁴

Keskeisesti sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuteen kuuluu sijoitustuotteiden ominaisuuksista ja erityisesti riskeistä kertominen. Sijoitusneuvonnassa tyypillinen tiedonantovirhe on riskeistä kertomatta jättäminen tai siitä seuraava väärinymmärrys. Sinänsä on ymmärrettävää, että riskeihin liittyviä tiedonantovirheitä voi syntyä seurauksena siitä, että riskit ovat varsin abstrakteja asioita ja niiden vertailu voi olla haastavaa, varsinkin kokemattoman sijoittajan mielestä. Tiedonantovirheiltä ja väärinymmärryksiltä välttyäkseen sijoitusneuvojalla voidaan katsoa olevan myös pedagoginen velvollisuus¹⁹⁵ tiedon oikeellisuuden varmistamisen lisäksi varmistuakseen siitä, että sijoittaja ymmärtää saamansa tiedot.¹⁹⁶ Sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuudesta huolimatta sijoittajan kannattaa sijoittajansuojan tavoittelun maksimoimiseksi erikseen kysyä tarkennusta, mikäli ei ymmärrä sijoitusneuvojan kuvailemia riskejä. Sijoittajan suojaaminen tiedonantovirheiltä¹⁹⁷ on siis keskeinen osa sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuutta, mutta sen lisäksi korostuu myös sijoittajan oma vastuu ja menettely tiedonannon ja selonoton suhteen. Kuitenkin tiedonantovirheen sattuessa sijoittajan mahdollisuus tavoitella sijoittajansuojaa ilmenee sijoittajan reklamaatiovelvollisuuden asianmukaisella täyttämällä.

Tilanteessa, jossa sijoitusneuvon kohteena oleva rahoitusväline ei ole sijoittajalle tuttu, on sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuus korostuneempi. Sijoittajan tietämättömyyden osalta ongelmallinen seikka sijoittajansuojan tavoittelussa piilee siinä,

¹⁹⁴ Hoppu, 2009, s. 62.

¹⁹⁵ Ks. 4.4.4 Pedagoginen velvollisuus

¹⁹⁶ Norros, 2009, s. 355.

¹⁹⁷ Lisää tiedonantovirheistä sijoituspalveluiden ja -tuotteiden tarjoamisessa ks. Norros, 2009, s. 347–420.

että sijoittajan tietämättömyys johtaa usein sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden korostumiseen sijoittajan oman selonottovelvollisuuden korostumisen sijasta. Näin ollen tilanne ei välttämättä kannusta sijoittajaa oma-aloitteisesti selvittämään kyseessä olevan rahoitusvälineen ominaisuuksia tai siihen liittyviä riskejä, koska hän saa kuitenkin tiedot sijoituspalveluiden tarjoajalta. Tarkoittaako tämä sijoittajansuojan mahdollisen toteutumisen kannalta sitä, että sijoittajan on parempi olla itse selvittämättä tiettyyn sijoitukseen liittyviä tietoja, koska sijoittajansuojan tavoittelun seurauksena hän saa tiedot sijoituspalveluiden tarjoajan korostuneen tiedonantovelvollisuuden myötä? Lisäksi mitä kokeneempi sijoittaja on, sitä vaikeampaa hänen on myöhemmin vedota tietämättömyyteensä sijoittajansuojan soveltumiseksi, mikä ei suoranaisesti kannusta kokemuksen tai tietämyksen kartuttamiseen. Onko sijoittajalle kannattavampaa olla tietämättömän sijoittajansuojan tavoittelun näkökulmasta? Sijoittajan oman selonoton laiminlyönti sinänsä on ristiriitaista sijoittajan oman edun kannalta, mutta toisaalta sijoittajan edun mukaista toimintaa edellytetään laissa ”vain” sijoituspalveluiden tarjoajalta¹⁹⁸. Onko sijoittajansuojan tarkoitus siis se, että sijoittaja voi passivoitua oman selonottovelvollisuutensa suhteen, koska sijoituspalveluiden tarjoajalla on tiedonantovelvollisuus?

Informaation asymmetria eli epätasainen jakautuminen on yksi merkittävä peruste sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuudelle, jolla pyritään varmistamaan sijoittajan riittävä tiedonsaanti. Tämän myötä ongelmaksi on kuitenkin syntynyt suoranainen informaatiotulva, jonka vuoksi sijoittaja ei ymmärrä, eikä tutustu saamiinsa tietoihin, koska niitä on liikaa. Myös jäljempänä aiheeseen liittyvistä Arvopaperilautakunnan ratkaisusuosituksista on havaittavissa usein toistuva sijoittajan selonottovelvollisuuden laiminlyönti ja ymmärtämättömyyden (hiljainen) hyväksyminen.¹⁹⁹ Näin ollen sijoittajan oman selonottovelvollisuuden sekä esimerkiksi taloudellisen lukutaidon kehittäminen ja sijoitustietämyksen kartuttaminen ovat hyvinkin perusteltuja sijoittajansuojan tavoitte-

¹⁹⁸ SipaL 10 luvun 2 § 1 mom: ”Sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti ja ammattimaisesti asiakkaan edun mukaisesti.”

¹⁹⁹ Luukkonen, 2018, s. 98–99.

lussa. Koska sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus ei välttämättä vastaa sijoittajan tiedonsaannin todellisia tarpeita, kun sijoittaja ei ymmärrä tietoja, eikä vaivaudu tutustumaan niihin, voidaan sijoittajalta edellyttää omaa selonottoa. Myös käyttäytymistaloustieteelliset seikat sijoittajan yksilöllisessä käyttäytymisessä, kuten liiallinen itsevarmuus, voivat vaikeuttaa sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuden tarkoituksen toteutumista, kun sijoittaja luulee ymmärtävänsä tarpeeksi ja jättää siksi tutustumatta tietoihin.

Ratkaisusuosituksissa APL 1/11 ja APL 11/10 Arvopaperilautakunta toteaa sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden osalta, että arvopaperin merkintähetken tiedonantovelvollisuus on erillinen asia arvopaperin tosiasiallisesti toteutuvasta kehityksestä. Sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen ennen sijoituspäätöstä ja merkintähetkeä toki kuuluu kertoa riittävästi, miten kyseessä oleva arvopaperi tai sijoitusuote käyttäytyy erilaisissa markkinaolosuhteissa, vaikka riskitekijöiden toteutuminen olisikin epätodennäköistä ja vaikka historiallinen kehitys ei olekaan tae tulevasta. Puolestaan sijoittajan tulee ymmärtää sijoittamisessa se, että tulevaisuuden tapahtumiin liittyy aina epävarmuutta ja sijoittajan vastuulla on riittävästi tutustua sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden myötä saamiinsa tietoihin.

Vuorovaikutuksessa sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden kanssa voi edellä mainittujen Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositusten perusteella katsoa sijoittajalla itsellään olevan selonottovelvollisuus. Sijoittajan selonottovelvollisuuden vaatimustaso ilmenee sijoittajan vahvuuksista tai puutteista hänen yksilöllisissä ominaisuuksissaan. Mikäli sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden myötä sijoittajan ymmärtämis- tai tietämisvelvollisuus ei jostain syystä täyty, voi silloin sijoittajan selonottovelvollisuuden nähdä vähimmäisvaatimuksena, mikäli sijoittaja mielii sijoittajansuojaa. Sijoittaja voi täyttää oman vastuunsa sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden vastinparina esimerkiksi taloudellista lukutaitoaan hyödyntämällä. Toisaalta hyvin kokeneen sijoittajan ei välttämättä tarvitse edes kovin aktiivisesti tavoitella asemansa suojaamista ainakaan tietämättömyyden pelossa, koska kokeneen sijoittajan sijoitustie-

tämys on usein valmiiksi korkealla tasolla, jolloin sijoittaja ymmärtää helposti sijoitusneuvojalta saamansa tiedot. Jos puolestaan sijoittaja tiedostaa olevansa kokematon ja sijoitustietämyksessään olevan puutteita, järkevästi toimiva sijoittaja ensinnäkin oman tiedonantovelvollisuutensa täyttämiseksi kertoo nämä puutteet ominaisuuksissaan sijoitusneuvojalle, jotta sijoitusneuvoja voi ottaa ne huomioon tämän tiedonantovelvollisuutta täyttäessään. Lisäksi järkevästi toimiva kokematon sijoittaja tutustuu huolellisesti saamiinsa tietoihin ja kysyy sijoitusneuvojalta tarkentavia tietoja ymmärtämisvelvollisuutensa ja selonottovelvollisuutensa täyttämiseksi.

Toisaalta sijoittajalla on myös tahattomasti voinut jäädä aukkoja ymmärrykseensä, jolloin hän voi olla sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuden jälkeenkin tietämättään tietämätön, jolloin sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus ei sellaisenaan palvele sijoittajan etua. Ongelmallista sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuudesta sijoittajan aseman suojaamisen kannalta tekee myös se, että tiedonantovelvollisen on yleisesti ottaen helpompi osoittaa tiedon antaminen kuin vastapuolen osoittaa päinvastainen eli ettei ole saanut tietoa.²⁰⁰ Sijoittaja saattaa allekirjoituksellaan vahvistaa tutustuneensa tietoihin ja ymmärtäneensä ne, vaikka näin ei todellisuudessa olisikaan ollut²⁰¹. Näin ollen sijoittajan tosiasiallisen edun tavoittelu vaatii sijoituspalveluiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden ohella myös muita keinoja sijoittajan edun varmistamiseksi, niin sijoittajalta kuin sijoitusneuvojalta.

4.4.3 Lojaliteettiperiaate ja pedagoginen velvollisuus

Vaikka sijoitusneuvojalle ei ole laissa nimenomaisesti säädetty lojaliteettivelvollisuutta, voidaan SipaL 10 luvun 2 §:stä, jonka mukaan sijoituspalveluiden tarjoajan on toimittava asiakkaan (sijoittajan) edun mukaisesti, tulkita tiedonanto- ja selonottovelvollisuuksien lisäksi sijoitusneuvojalla ainakin jossain määrin olevan myös menettelyä ohjaava *lojaliteettiperiaate*. Nimittäin sopimussuhteeseen, jossa osapuolet tähtäävät ainakin jossain

²⁰⁰ Wuolijoki, 2009, s. 358, 384.

²⁰¹ Luukkonen, 2018, s. 98.

määrin samoihin päämääriin, soveltuu herkemmin lojaliteettiperiaate. *Wuolijoen* mukaan yleisesti lojaliteettiperiaate tarkoittaa kohtuullisessa määrin sopimuskumppanin edun huomioimista sopimussuhteessa. Se voi ilmetä esimerkiksi velvollisuutena antaa neuvoja sopimuskumppanille.²⁰² Varallisuus oikeudellisista oikeustoimista annetun lain (OikTL) 33 §:n mukaisen yleisen lojaliteettiperiaatteen voi siis katsoa soveltuvan myös sijoitusneuvontaan sen vastavuoroisen yhteistoimintaluonteen ja osapuolten yhteisen päämäärän myötä, joka on sijoittajan edun mukainen mahdollisimman onnistunut sijoitusneuvonta. Sijoitusneuvojan on lojaliteettiperiaatteen myötä pyrittävä selonotto- ja tiedonantovelvollisuutensa rinnalla kohtuullisesti edistämään sijoittajan etua.²⁰³ Lojaliteettiperiaate saattaa esimerkiksi laajentaa sijoitusneuvojan SipaL 10 luvun 5 §:n mukaista tiedonantovelvollisuutta myös sen säännöksen ulkopuolelle²⁰⁴.

Sijoittajansuoja voidaan nähdä sijoittajan edun tavoittelun tai varmistamisen ilmentymänä, mitä sijoituspalveluiden tarjoaja tavoittelee omien velvollisuuksiensa kautta. Lojaliteettiperiaatteen voi tässä yhteydessä nähdä sijoitusneuvojan velvollisuuksien laajuutta säätelevänä tekijänä. Kokemattoman ei-ammattimaisen sijoittajan etu ei välttämättä toteudu, jos sijoitusneuvoja ei laajenna tiedonantovelvollisuuttaan sen varmistamiseksi, että sijoittaja ymmärtää saamansa tiedot. Tämän tyyppisen lojaliteettiperiaatteen ilmentymää voi kutsua pedagogiseksi velvollisuudeksi, jolla tarkoitetaan sijoitusneuvojan velvollisuutta varmistua siitä, että sijoittaja ainakin jossain määrin ymmärtää saamansa tiedot. Vaikka pedagoginenkaan velvollisuus ei suoraan perustu mihinkään lain säännökseen, ei olisi sijoittajan edun mukaista, mikäli hän ei ymmärtäisi saamiaan tietoja ja ymmärtämättömyys jäisi kokonaan sijoittajan omalle vastuulle. Sijoittaja hyötyy informaatiosta vain silloin, kun hän ymmärtää sen. Tämän vuoksi sijoitusneuvojan tulisi varmistaa sijoittajan mahdollisuus ymmärtää tiedot.²⁰⁵ Pedagogisen velvollisuuden voi

²⁰² Wuolijoki, 2009, s. 70–71, 94.

²⁰³ Ks. Wuolijoki, 2009, s. 70; Hemmo & Hoppu, 2006/2021, Luku 16. Asiantuntijapalvelujen tarjoaminen: Asiantuntijan veloitteiden sisältö: Lojaliteettivelvollisuus.

²⁰⁴ Salo, 2016, s. 193.

²⁰⁵ Salo, 2016, s. 93.

katsoa lojaliteettiperiaatteen lisäksi kuuluvan hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamiseen – tuskin on ainakaan hyvän tavan vastaista huolehtia heikomman osapuolen ymmärtämisen varmistamisesta tiedonantovelvollisuuden täyttämisen ohella. Pedagogisen velvollisuuden voi mieltää sijoitusneuvojan tarjoamaksi mahdollisuudeksi sijoittajalle ottaa harkitusti riskiä. Täysin toinen asia on se, jos sijoittaja itse valitsee olla ottamatta tietoja vastaan. Siinä tapauksessa sijoittajan vaihtoehdot rajautuvat joko sijoittamisesta pidättäytymiseen tai harkitsemattoman riskinoton seurauksien kantamiseen. Selvänä lähtökohtana voi sijoittamisessa pitää *Warren Buffettin* sanoin sitä, ettei pidä sijoittaa siihen mitä ei ymmärrä.²⁰⁶

Sijoitusneuvoja ei voi loputtomasti varmistaa sijoittajan ymmärtämistä, minkä vuoksi vastavuoroisesti pedagogisen velvollisuuden kanssa toimii sijoittajan oma vastuu ymmärtämisensä varmistamisessa. Sijoitusneuvojan ei voida myöskään katsoa olevan vastuussa sijoittajan subjektiivisesta ymmärtämisestä, vaan objektiivisesti arvioituna riittävä tiedonanto täyttää sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuden²⁰⁷. Myös ratkaisusuosituksessa APL 2039/02 Arvopaperilautakunta toteaa, että välittäjän (sijoitusneuvojan) tiedonantovelvollisuuteen ei kuulu vastuuta siitä, ymmärtääkö sijoittaja todella saamansa tiedot, kunhan objektiivisesti arvioituna tietoja on annettu sijoittajalle riittävästi.

Sijoittajan vastuu oman selonotto- ja ymmärtämisvelvollisuuden laajuuden suhteen riippuu ensi sijassa sijoittajaluokituksesta – ei-ammattimaisella sijoittajalla on lähtökohtaisesti suppeampi vastuu kuin ammattimaisella sijoittajalla. Kuitenkin muiden yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus näkyy niin sijoittajan oman selonotto- ja ymmärtämisvelvollisuuden laajuuden määrittävänä tekijänä kuin myös sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuuden ja pedagogisen velvollisuuden laajuuden suhteen. Sijoittajan yksilöllisillä ominaisuuksilla eli subjektiivisilla seikoilla on siis vaikutusta sijoitusneuvojan velvollisuuksiin, jolloin pelkkä objektiivinen arviointi informaatiovelvoitteiden täyttämässä ei riitä sijoit-

²⁰⁶ Norros, 2009, s. 384. *Warren Buffettin* osalta ks. luku 1.1 Aluksi.

²⁰⁷ Norros, 2009, s. 355; Salo, 2016, s. 93.

tajansuojan kannalta. *Wuolijoki* nimeää erääksi tällaiseksi subjektiiviseksi ominaisuudeksi sijoittajan asiantuntemuksen, jonka voi katsoa ilmenevän esimerkiksi sijoittajan taloudellisena lukutaitona, sijoitustietämyksenä ja sijoituskokemuksena.²⁰⁸ Mitä asiantuntevampi sijoittaja on, sitä syvällisempää informaation ymmärtämistä häneltä voi edellyttää, jolloin sijoitusneuvojan pedagoginen vastuu pienenee. Toisenlainen tilanne on kokemattoman sijoittajan kohdalla, jolla on esimerkiksi matala riskinsietokyky. Tällöin sijoitusneuvojan pedagoginen velvollisuus voi korostua, jotta kokemattomallakin sijoittajalla on mahdollisuus, niin halutessaan, ymmärtää rahoitusvälineeseen liittyvät riskit. Vastuu mahdollisuuteen tarttumisesta on kuitenkin sijoittajalla itsellään.

Sijoitusneuvojan lojaliteettiperiaate korostuu myös sellaisessa tilanteessa, jossa aloite sijoituksesta tulee *sijoitusneuvojalta*. Tällöin lojaliteettiperiaate ilmenee sijoitusneuvojan korostuneena tiedonantovelvollisuutena ja pedagogisena velvollisuutena, koska kyseisessä tilanteessa sijoittajalle voi herkästi muodostua sellainen käsitys, että sijoitusneuvoja on arvioinut sijoitustuotteen soveltuvan nimenomaisesti hänelle. Tämä ei kuitenkaan poista sijoittajan omaa selonottovelvollisuutta, mutta vastuu tiedonannosta on selvästi sijoitusneuvojalla. Tilannetta voi verrata sijoittajan aloitteellisuuteen, jolloin kiinnostuksen osoitus tiettyä sijoitustuotetta kohtaan tulisi sijoittajalta oma-aloitteisesti. Silloin sijoittajan tulisi herkemmin toteuttaa omaa selonottoaan, kun sijoituskohteen soveltuvuus ei *vielä* ole asiantuntijan arvioima.²⁰⁹

Ratkaisusuosituksessa APL 621/02 arvioitiin perintönä saadun omaisuuden sijoitusneuvonnan vastuita erityisesti veroseuraamuksista kertomisen osalta. Arvopaperilautakunta toteaa, että yleiseen elämäkokemukseen kuuluu sen ymmärtäminen, että omaisuuden luovuttamisesta aiheutuu veroseuraamuksia. Kuitenkin arvopaperikaupankäynnin veroseuraamukset eivät ole yhtä selkeästi ymmärrettävissä, varsinkaan jos aikaisempaa sijoituskokemusta ei ole ja sijoitusomaisuus on saatu perintönä. Tällöin sijoitusneuvojan

²⁰⁸ Wuolijoki, 2009, s. 365.

²⁰⁹ Norros, 2009, s. 387-389.

aloitteellisuus edellyttää tältä myös korostuneempaa huolellisuutta ja ammattimaisuutta sijoitusneuvontatilanteessa. Ratkaisusuosituksesta voidaan huomata, että sijoitusneuvojan pedagoginen velvollisuus voi ilmetä esimerkiksi sijoituksesta seuraavien veroseuraamusten kertomisena, johon liittyvä tiedonsaannin tarve syntyy sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien, eli tässä tapauksessa heikon sijoitustietämyksen ja kokemattomuuden, seurauksena.

Kun pedagogisen velvollisuuden voi mieltää lojaliteettiperiaatteen myötä sijoittajan ymmärtämisen varmistamiseksi, voi edellä käsitellystä Arvopaperilautakunnan ratkaisusuosituksesta myös tunnistaa toisen lojaliteettiperiaatteen ilmentymän – sijoitusneuvojan varoittamisvelvollisuuden. Varoittamisvelvollisuus voi koskea juuri veroseuraamuksista varoittamista tai muutoin sijoittajan taloudelliseen asemaan todennäköisesti vaikuttavista seikoista varoittamista. Koska varoittamisvelvollisuus ei ole yhtä vahva tai ehdoton kuin SipaL 10 luvun 5 §:n mukainen tiedonantovelvollisuus, tilannekohtaisesti arvioitavaksi jää, kuinka laajasti sijoitusneuvojan tulisi ottaa sijoittajan taloudellinen asema kokonaisuutena huomioon.²¹⁰ Tässä tilanteessa sijoittaja voi toisaalta itse myötävaikuttaa omalla tiedonantovelvollisuudellaan niiden tietojen antamista sijoitusneuvojalle, joiden selvittämiseksi hän ei ole lain puolesta veloitettu, mutta jotka voivat vaikuttaa sijoittajan etuun. Esimerkiksi näin sijoittaja voi välillisesti tavoitella sijoittajansuojaa myötävaikuttamalla sijoitusneuvojan selonottoon ja soveltuvuusarvioinnin tekemiseen, mikä puolestaan edesauttaa sijoitusneuvonnan onnistumista.

²¹⁰ Salo, 2016, s. 192–193.

5 Johtopäätökset

5.1 Vaikutusmahdollisuudet ja sijoittajan vastuu sijoittajansuojan tavoittelussa

Sijoittajansuojan tavoittelun lähtökohtana voidaan pitää sijoittajan tosiasiallisesti heikompaa asemaa verrattuna sijoituspalveluiden tarjoajaan, minkä vuoksi sijoittaja tarvitsee erityistä suojaa. Informaation epäsymmetriasta johtuen sijoittajan heikompaa asemaa suojataan sijoitusneuvontatilanteen lisäksi yleisestikin arvopaperimarkkinoilla. Sijoittajansuojan kohteena olevalla sijoittajalla on mahdollisuuksia vaikuttaa sijoittajansuojaan, koska sen sisältö vaihtelee tilanteittain ja sijoittajakohtaisesti. Vaikutusta on ensinnäkin sillä, millainen sijoittajayksilö sijoittajansuojan kohteena on. Sijoittaja voi itse välillisesti vaikuttaa vaikutuspiirissään oleviin sijoittajansuojan muuttuviin elementteihin, jotka vaikuttavat sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin. Miten sijoittajan asemaan vaikuttavat elementit ja sijoittajan oma menettely vaikuttavat sijoittajansuojan sisältöön? Tarkastelu kohdistuu sijoittajaan yksilönä – millaiset yksilölliset ominaisuudet hänellä ovat, onko hän muodostanut itselleen sijoitusperiaatteita ja miten hän itse menettelee ennen sijoitusneuvontaa, sen aikana ja sen jälkeen?

Sijoittajan vaikutusmahdollisuudet voi havaita välillisesti sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksista. Voidaan siis todeta, että sijoituspalveluiden tarjoaja tavoittelee sijoittajansuojaa suoraan velvollisuuksiensa kautta. Sijoittaja puolestaan voi vaikuttaa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksiin, jolloin sijoittajalla on siten mahdollisuus välillisesti tavoitella sijoittajansuojaa. Sijoittajansuojaan vaikuttaa suoraan se, miten sijoituspalveluiden tarjoaja menettelee, ja välillisesti se, millainen sijoittajayksilö ominaisuuksiltaan on ja miten hän menettelee.

Sijoittajan aseman sijoitusneuvonnassa muodostavat hänen yksilölliset ominaisuutensa ja hänen muodostamansa sijoitusperiaatteet. Nämä ovat sijoittajayksilön staattisia vaikutuskeinoja, koska ne vaikuttavat sijoitusneuvojan velvollisuuksien laajuuteen ja siten

sijoittajansuojan sisältöön. Ensisijainen sijoittajan asemaa määrittävä yksilöllinen ominaisuus on luokitus ei-ammattimaiseksi tai ammattimaiseksi sijoittajaksi. Suurin osa ei-ammattimaisista sijoittajista on luonnollisia henkilöitä, minkä takia heidän välillään, ei-ammattimaisen luokan sisällä, voi olla suuriakin eroja muista yksilöllisistä ominaisuuksista johtuen. Näin ollen sijoittajansuoja voi saada erilaisia sisältöjä suojan kohteena olevasta sijoittajasta riippuen.

Ei-ammattimaisuuden lisäksi muita tunnistettuja sijoittajan yksilöllisiä ominaisuuksia ovat sijoitustietämys ja sijoituskokemus sekä taloudellinen lukutaito. Myös sijoittajan taloudellinen tilanne ja sijoitusvarallisuus lukeutuvat yksilöllisiksi ominaisuuksiksi, kuten myös käyttäytymistaloustieteellisten vinoumien muovaama yksilöllinen käyttäytyminen. Näitä edellä mainittuja keinoja voi pitää staattisina vaikutuskeinoina, koska sijoittaja ei välttämättä pysty suoraan vaikuttamaan niihin tai muuttamaan niitä, mutta ne vaikuttavat sijoitusneuvojalta edellytettävään menettelyyn.

Esimerkiksi kokematon ei-ammattimainen sijoittaja menettelee rajoitetusta rationaalisuudestaan huolimatta järkevästi ja tavoittelee sijoittajansuojaa muodostamalla itselleen selkeät sijoitusperiaatteet, joiden mukaan hänellä on matala riskinsietokyky. Sijoitusneuvojan selonottovelvollisuuden täyttäminen sekä soveltuvuusarvioinnin tekeminen on helpompaa, kun sijoittaja on paremmin perillä esimerkiksi omista sijoitustavoitteistaan muodostettuaan itselleen sijoitusperiaatteet. Näin ollen sijoitusneuvojan on myös helpompaa suositella sijoittajalle soveltuvia sijoituskohteita. Sijoittaja pyrkii kehittämään omaa sijoitustietämystään esittämällä sijoitusneuvojalle tarkentavia kysymyksiä, koska ei kokemattomuutensa vuoksi ymmärrä sijoitusneuvojan antamia neuvoja tai yksilöllistä suositusta matalariskisestä sijoituskohteesta. Tällöin sijoitusneuvojan tiedonantovelvollisuus laajenee ja lisätietoja antamalla sekä sijoittajan ymmärrystä varmistamalla sijoitusneuvoja ja sijoittaja yhdessä tavoittelevat sijoitusneuvonnan onnistumista, sijoittajan edun varmistamista ja siten sijoittajansuojaa.

Sijoittajansuojan voi katsoa pääsääntöisesti *soveltuvan* sijoituspalveluiden tarjoajan virheen tai laiminlyönnin seurauksena. Sijoittajansuojaa tavoitellaan jatkuvasti ja erivahvuissena, koska sijoitusneuvonnassa tavoitellaan sijoittajan etua. Vaikka sijoittajansuojan ”perinteiselle” edellä mainitulle soveltumiselle ei olisi perustetta, voi sijoittajansuojan *tavoittelun* silti katsoa toteutuvan jatkuvan sijoittajan edun tavoittelun myötä. Miksi sijoittajalta voidaan edellyttää toimia tai vaikuttamista sijoittajansuojan tavoittelemiseksi? Eikö riitä, että sijoittajansuojan ja sijoittajan edun tavoittelusta huolehtii sijoituspalveluiden tarjoaja? *Hopun* mukaan sijoittajalla voidaan katsoa olevan yleinen huolellisuusvelvollisuus. Tähän kuuluu myös sijoittajan myötävaikutusvelvollisuus, jonka voi tulkita olevan sijoittajan toimia myötävaikuttaa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien täyttämistä sijoitusneuvonnan onnistumiseksi²¹¹. Sijoittajansuojan tavoitteluun myötävaikuttaminen suojaa sijoittajan asemaa yleisestikin arvopaperimarkkinoilla. Esimerkiksi sijoittajan sijoitustietämystä kehittämällä, sijoittajan on helpompaa ymmärtää informaatiota arvopaperimarkkinoiden informaatiotulvasta huolimatta ja sijoitusneuvontatilanteessa sijoittajan on helpompaa ymmärtää sijoitusneuvojalta saamia tietoja. Tämä auttaa myös sijoitusneuvojaa täyttämään tiedonantovelvollisuuttaan, kun sijoittaja ymmärtää saamansa tiedot, mikä on sijoittajan edun mukaista. Myös sijoittajan vastuuta sijoittajansuojan tavoittelussa voidaan verrata kauppain (KL) 50 §:n 1 kohtaan, jonka mukaan ostajan tulee myötävaikuttaa kauppaa, jotta myyjä voi täyttää sopimuksen. Vastaavasti voidaan katsoa, että sijoittajan tulee myötävaikuttaa sijoitusneuvontaa, jotta sijoitusneuvoja voi täyttää velvollisuutensa sijoittajan edun varmistamiseksi.

Sijoittajan myötävaikutusvelvollisuuksiksi tunnistettuja dynaamisia vaikutuskeinoja ovat sijoittajan omat menettelytavat, jotka vaikuttavat niin sijoittajan aseman muodostaviin elementteihin kuin sijoitusneuvontatilanteeseen ja sijoitusneuvojan menettelyyn. Sijoittajan tunnistettuja menettelytapoja ovat tiedonantovelvollisuus, selonottovelvollisuus, tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuus sekä päätöksenteko- ja reklamaatiovelvollisuus. Si-

²¹¹ Hoppu, 2009, s. 260: *Hoppu* kohdistaa myötävaikutusvelvollisuuden asiakkaaseen, jonka kuuluu myötävaikuttaa arvopaperinvälittäjän mahdollisuuksia toteuttaa tietty toimeksianto.

joittajan menettelyn voi mieltää velvollisuuksien sijaan suositelluiksi toiminta- tai menettelytavoiksi, koska sijoittajalta vaadittavaa menettelyä ei ole nimenomaisesti säädetty laissa. Sijoittajan menettelytavat saavat kuitenkin tukea oikeuskäytännöstä, esimerkiksi aiheeseen liittyvistä Arvopaperilautakunnan (nyk. FINEn) ratkaisusuosituksista, kun sijoittaja edistää oman etunsa toteutumista vaikuttamalla toimintatavoillaan sijoittajansuojan tavoitteluun.

Edellä olevasta staattisten vaikutuskeinojen esimerkistä²¹² voidaan tunnistaa myös dynaamisten menettelytapojen vaikutusta. Kun sijoittaja kertoo muodostamistaan sijoitusperiaatteista sijoitusneuvojalle, täyttää hän silloin omaa tiedonantovelvollisuuttaan, mikä edistää sijoitusneuvon selonottovelvollisuuden täyttämistä. Puolestaan sijoitusneuvon tiedonantovelvollisuuden kanssa vastavuoroisesti toimii sijoittajan oma selonottovelvollisuus, jota sijoittaja täyttää tietämis- ja ymmärtämisvelvollisuutensa kautta kysymällä sijoitusneuvojalta lisätietoja. Näin ollen järkevästi toimivan sijoittajan tulisi aktiivisesti tutustua sijoitusneuvon tiedonantovelvollisuuden myötä saamiinsa tietoihin oman etunsa tavoittelemiseksi. Muutenkin yleisten sijoittamisen lainalaisuuksien, kuten epävarmuuden ymmärtämisen, voi katsoa kuuluvan yleiseen sijoittajan tietämisvelvollisuuden piiriin riippumatta sijoittajayksilön muista ominaisuuksista, jolloin vastuu ymmärtämisestä on sijoittajalla itsellään. Ymmärtämättömyyden tilanteessa sijoittaja voi välillisesti vaikuttaa sijoittajansuojan tavoitteluun kertomalla sijoitusneuvojalle, ettei ole ymmärtänyt kaikkia tietoja. Silloin sijoitusneuvoja voi pedagogisen velvollisuutensa myötä varmistaa sijoittajan ymmärtämisvelvollisuuden täyttämistä. Sijoittajan välilliset vaikutusmahdollisuudet sijoittajansuojan tavoittelussa ovat siten pitkälti sijoittajan omalla vastuulla.

Koska sijoituspalveluiden tarjoajan tarjoama sijoitusneuvonta on aineeton palvelu, ei sen onnistuneisuus tai epäonnistuneisuus ole ainakaan yksinomaan mitattavissa taloudelli-

²¹² Ks. s. 83.

sen kannattavuuden ja lopputuleman perusteella, vaan ennemminkin osapuolten menettelytapojen perusteella²¹³. Sijoitusneuvonnan mahdollinen onnistuminen ja sijoittajan edun tavoittelu edellyttävät siis sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksien kanssa vuorovaikutuksessa myös sijoittajan omaa aktiivisuutta. Sijoittajan aktiivisuuden edellytys riippuu pitkälti sijoittajayksilöstä, josta *Norros* toteaa, että sijoittajan yksilölliset ominaisuudet herkemmin laajentavat sijoittajan omaa selonottovelvollisuutta kuin supistavat sitä²¹⁴. Sijoittaja ei yleensä voi vedota heikompaan asemaansa tai sijoittajansuojaan esimerkiksi tilanteessa, jossa arvopaperin kehitys on ollut ei-toivottua, mikäli sijoittaja ei ole tutustunut saamiinsa tietoihin, eikä varsinkaan silloin, jos hän on erityisen kokenut sijoittaja ja arvopaperi on hänelle entuudestaan tuttu. Sijoittajan voi nähdä olevan sitä oikeutetummassa asemassa sijoittajansuojan tavoittelun kannalta, mitä paremmin sijoittaja edesauttaa sijoitusneuvonnan onnistumista.

Sijoittajansuojan tavoittelussa sijoittajan oman vastuun puolesta puhuu myös sijoittajan päätöksentekovelvollisuus sekä se, että lähtökohtaisesti riskin sijoituksesta kantaa sijoittaja itse. Sijoittajan edun kannalta olisi ristiriitaista, jos sijoittaja ei ollenkaan tavoittelisi sijoitusneuvonnan onnistumista soveltuvien sijoitusneuvojen toivossa. Sijoittajan yksilöllisille ominaisuuksille ja sijoitusperiaatteille mahdollisimman hyvin soveltuva sijoituspäätös on kiistatta sijoittajan edun mukainen, jolloin sijoittajan vastuu sijoittajansuojan tavoittelussa on perusteltua. Promotiivisesta näkökulmasta tarkasteltuna sijoittajalla itsellään on siis yksilöllisistä ominaisuuksistaan, sijoitusperiaatteistaan ja omasta menettelystään muodostuvia mahdollisuuksia sijoittajansuojan tavoitteluun vaikuttamisessa ja sijoitusneuvonnan onnistumisen edistämässä sijoittajan edun toteutumiseksi. Sijoittajan etu toteutuu, kun hän saa hänen yksilöllisille ominaisuuksilleen ja sijoitusperiaatteilleen mahdollisimman hyvin soveltuvia sijoitusneuvoja päätöksenteon tueksi.

Miten sijoittaja voi siis itse vaikuttaa yksilöllisen sijoittajansuojan tavoitteluun sekä oman etunsa varmistamiseen sijoitusneuvonnassa? Mitä vahvempi asema sijoittajayksilöllä on,

²¹³ Salo, 2016, s. 92.

²¹⁴ Norros, 2009, s. 385.

eli mitä vahvemmat yksilölliset ominaisuudet sijoittajalla on, sitä helpompaa sijoittajan on lähtökohtaisesti myötävaikuttaa itse dynaamisin myötävaikutuskeinoin sijoitusneuvojan velvollisuuksien täyttymiseen ja sitä kautta tavoitella sijoittajansuojaa sekä omaa etuaan. Mitä heikompi sijoittajan asema on, eli mitä heikommat yksilölliset ominaisuudet hänellä on, sitä korostuneemmat ovat sijoitusneuvojan velvollisuudet, mutta toisaalta myös sijoittajan omat myötävaikutuskeinot omien yksilöllisten ominaisuuksiensa vahvistamiseksi sekä oman asemansa suojaamiseksi ja etunsa tavoittelun varmistamiseksi.

5.2 Sijoittajan vaikutuspiirin ulkopuolelle jäävät elementit jatkotutkimusehdotuksena

Sijoittajan asemaan vaikuttaviksi tekijöiksi on myös tunnistettavissa sijoittajan vaikutuspiirin ulottumattomissa olevia tekijöitä. Esimerkiksi OECD:n tutkimuksessa taloudellisen lukutaidon tulosten merkittäviin eroavaisuuksiin johtaneiksi tekijöiksi tunnistettiin sukupuoli, ikä, taloudellinen resilienssi²¹⁵ ja digitaidot. Sukupuolen osalta otanta jaettiin naisiin ja miehiin sekä iän osalta nuoriin aikuisiin, keski-ikäisiin ja ikääntyviin. Digitaidoissa jako tehtiin sen mukaan, oliko käyttänyt digitaalista laitetta tai palvelua viimeisen viikon sisällä. Taloudellisen resilienssin katsottiin olevan parempi niillä, joilla oli säästöjä yli kolmeksi kuukaudeksi, kuin niillä, joilla oli säästöjä alle kolmeksi kuukaudeksi.²¹⁶

Erityisesti sukupuoli ja ikä ovat seikkoja, joiden voi katsoa kuuluvan sijoittajan yksilöllisiin ominaisuuksiin, mutta ne ovat täysin sijoittajan vaikutuspiirin ulkopuolella. Vaikka esimerkiksi ikä vaikuttaakin sijoitusneuvonnan menettelytapoihin, ei se ole sijoittajansuojan tavoittelussa mahdollinen vaikutuskeino, koska sijoittaja ei pysty itse vaikuttamaan omaan ikäänsä. Ikä vaikuttaa sijoittajan asemaan sijoitusneuvonnassa, sillä iäkkäys heikentää sijoittajan asemaa ja asettaa tarkempia vaatimuksia sijoituspalveluiden tarjoajan menettelylle. Esimerkiksi Finanssivalvonta on vuonna 2017 puuttunut iäkkäiden asiak-

²¹⁵ Esim. Martin, 2012, s. 1–32. Taloudellinen resilienssi on kykyä selviytyä ja palautua taloudellisista shokeista.

²¹⁶ OECD, 2020, s. 57.

kaiden kohteluun antamalla neljälle sijoitusneuvontaa tarjonneelle yhtiölle sanktiot liit-
tyen iäkkäiden sijoitusneuvontaan. Tapauksissa yhtiöt olivat laiminlyöneet velvollisuuk-
siaan ja soveltuvuusarvioinnin tekemistä antaessaan sijoitusneuvontaa iäkkäälle sijoitta-
jalle ja myydessään sijoitustuotteita yli 70-vuotiaille ei-ammattimaisille asiakkaille.²¹⁷
Myös OECD:n tutkimuksessa oli tunnistettu iäkkäillä (yli 60-vuotiailla) ja nuorilla aikuisilla
(18–29-vuotiailla) olevan heikompi taloudellinen lukutaito kuin keski-ikäisillä.²¹⁸ Vaikka
ikä saattaakin heikentää sijoittajan asemaan vaikuttavia tekijöitä, kuten taloudellista lu-
kutaitoa, ei ikä kuitenkaan yksinään ole peruste olla tarjoamatta sijoitusneuvontaa sijoit-
tajalle.²¹⁹ Esimerkiksi ratkaisusuosituksessa APL 1555/02 oli kysymys iäkkään sijoittajan
varallisuudenhoidosta. Tapauksessa ei tullut näytetyksi, että sijoittajalla olisi ollut korke-
asta iästään johtuvaa tai ylipäätään tavanomaista huonompaa tai heikentyntä kykyä
ymmärtää sijoituspäätöksiään. Arvopaperilautakunta myös korosti sijoittajan omaa vel-
vollisuutta seurata varallisuudenkehitystään raporteista sekä velvollisuutta pyytää tie-
toja sijoituspäätöstensä tueksi tilanteissa, joissa sijoittaja ei esimerkiksi tunne sijoitus-
kohdetta.

Sijoittajan korkea ikä voi korostaa sijoituspalveluiden tarjoajan velvollisuuksia, esimer-
kiksi tiedonanto- ja selonottovelvollisuutta sekä pedagogista velvollisuutta, varmistuak-
seen siitä, että sijoittaja varmasti ymmärtää saamansa sijoitusneuvot ja että ne ovat si-
joittajalle sopivia. Mikäli sijoittaja ei ymmärtäisi saamiaan sijoitusneuvoja tai ne eivät
olisi sijoittajalle sopivia, olisi se vastoin sijoittajan etua, jolloin sijoituspalveluiden tar-
joaja myös rikkoisi SipaL 10 luvun 2 §:n säännöstä asiakkaan edun mukaisesta toimin-
nasta.²²⁰ Vaikka ikä ei olekaan sijoittajan vaikutuspiirissä, voi sen silti nähdä sijoittajan-
suojaan vaikuttavana tekijänä. Mitä korkeampi ikä, sitä korostuneemmat ovat sijoitus-
palveluiden tarjoajan velvollisuudet ja sitä laajemman sisällön sijoittajansuoja voi mah-
dollisesti saada. Koska ikä on selvästi sijoitusneuvonnan velvollisuuksiin ja sijoittajansuo-

²¹⁷ Finanssivalvonta, 2017, 8. maaliskuuta.

²¹⁸ OECD, 2020, s. 60.

²¹⁹ Turtiainen, 2018, s. 353–354.

²²⁰ Turtiainen, 2018, s. 353–354.

jan laajuuteen vaikuttava tekijä, voisi tutkimusta laajentaa niin iän kuin muidenkin sijoittajan vaikutuspiirin ulkopuolelle jäävien elementtien näkökulmasta yksilöllisen sijoittajansuojan tavoittelussa.

Lähdeluettelo

Virallislähteet

- ESMA (2012). Guidelines - Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements. 21 August 2012. ESMA/2012/387. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-387_en.pdf
- ESMA (2014). Monimutkaiseen tuotteeseen sijoittamisen riskit. Varoitus sijoittajalle 7.2.2014. Noudettu 7.1.2022 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_-_fi.pdf
- ESMA (2018). Final Report – Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements. 28 May 2018. ESMA35-43-869. Noudettu 19.2.2022 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-869_fr_on_guidelines_on_suitability.pdf
- Finanssivalvonta (2013). Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat. Määräykset ja ohjeet 16/2013. https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/saantely/maarayskokoelma/2013/16_2013/16_2013.m4.pdf
- HE 157/1988 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
- HE 56/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

Muut lähteet

- Abassov, S. (2017). *Sijoituspalvelut – Sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudet ja sijoittajan riski*. [opinnäytetyö, Turun ammattikorkeakoulu]. <https://urn.fi/URN:NBN:fi:amk-2017061313474>
- Alhonsuo, S., Nisén, A., Nousiainen, S., Pellikka, T. & Sundberg, S. (2012). *Finanssitoiminnan käsikirja* (2. painos). Bookwell Oy.
- Anderson, N. & Tuhkanen, J. (2004). *Järkevän sijoittamisen perusteet*. Edita Publishing Oy.

- Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance, Vol 25. No. 2, p. 383-417. Wiley for the American Finance Association. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Finanssiala ry (2021). *Säästäminen, luotonkäyttö ja maksutavat*. Tekstiraportti 2021. Noudettu 4.11.2021 osoitteesta https://www.finanssiala.fi/wp-content/uploads/2021/07/FA_SLM_2021_raportti.pdf
- Finanssivalvonta (2017, 8 maaliskuuta). Finanssivalvonta antanut neljälle yhtiölle julkiset varoitukset ja määrännyt neljälle yhtiölle seuraamusmaksut. *Finanssivalvonnan lehdistötiedote*. Noudettu 18.9.2021 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2017/finanssivalvonta-antanut-neljalle-yhtiolle-julkiset-varoitukset-ja-maarannyt-neljalle-yhtiolle-seuraamusmaksut/>
- Hemmo, M. & Hoppu, K. (2021). *Sopimusoikeus*. Alma Talent Oy. (Alun perin julkaistu 2006).
- Heurlin, A. af (2020, 6. tammikuuta.) Sijoittajan pahin vihollinen on sijoittaja itse - näin suojaudut hermoilulta. *Kauppalehti*. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sijoittajan-pahin-vihollinen-on-sijoittaja-itse-nain-suojaudut-hermoilulta/09b8b6b3-4b0a-315c-b175-ceca4b53b76f>
- Hoppu, K. (2009). *Sijoituspalvelusopimukset*. WSOYPro Oy.
- Huovinen, S. (2004). *Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media: tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista*. Suomalainen lakimiesyhdistys.
- Hyttinen, M. (2014). *Vaurastu kuin Warren Buffett*. Alma Talent Oy.
- J. P. Morgan (2020). *Guide to the Markets*. Noudettu 18.2.2022 osoitteesta <http://static.contentres.com.s3.amazonaws.com/media/documents/4fe835f2-8ce3-4e09-8503-7fbba5b7846f.pdf>
- Kalmi, P. & Ruuskanen, O.-P. (2016). Suomalaiset pärjäävät taloudellisessa tietämyksessä ja käyttäytymisessä hyvin suhteessa muihin maihin. Teoksessa *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 112(1), s. 6–21.
- Kauppila, K., Puttonen, V. & Repo, E. (2020). *Miten sijoitan rahastoihin*. Alma Talent Oy.

- Kolehmainen, A. (2016). Tutkimusongelma ja metodi lainopillisessa työssä. Teoksessa Tarmo Miettinen (toim.), *Oikeustieteellinen opinnäyte – artikkeleita oikeustieteellisten opinnäytteiden vaatimuksista, metodista ja arvosteluista*. Edita Publishing Oy.
- Lehtinen, T. (1995). Heikomman suojattomuudesta. Teoksessa Ari Saarnilehto (toim.), *Heikomman suojasta – yksityisoikeudellisia kirjoituksia*. Kokoomateos, B. Muut kokoomateokset N:o 4, Turun yliopisto.
- Luukkonen, M. (2018). *Sijoittajan velvollisuudet*. [väitöskirja, Helsingin yliopisto]. <http://urn.fi/URN:ISBN:978-951-51-4607-6>
- Martin, R. (2012). Regional economic resilience, hysteresis and recessionary shocks. Teoksessa *Journal of Economic Geography*. Vol 12, No. 1, p. 1-32. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbr019>
- Mimmit sijoittaa (2021). Mimmit sijoittaa -media. Noudettu 6.1.2022 osoitteesta <https://www.mimmitsijoittaa.fi>
- Nikkinen, J., Rothovius, T. & Sahlström, P. (2002). *Arvopaperisijoittaminen*. WSOY.
- Norros, O. (2009). *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla*. WSOYPro Oy.
- OECD, (2022). *Who we are*. Noudettu 14.1.2022 osoitteesta <https://www.oecd.org/about/>
- OECD (2020). *OECD/INFE 2020 International – Survey of Adult Financial Literacy*. Noudettu 14.1.2022 osoitteesta <https://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-2020-international-survey-of-adult-financial-literacy.pdf>
- Oksaharju, J. & Salo-Lahti, M. (2020). Sijoittajatyypin vaikutus sijoitusneuvontaan. *Defensor Legis* N:o 2/2020, s. 180–198.
- Pörssisäätiö (2021). *Eri sijoitusmuotojen tuotto Suomessa*. Noudettu 18.2.2022 osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/eri-sijoitusmuotojen-tuotto-suomessa/>
- Pöyhönen, J. (1988). *Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu*. Suomalainen lakimiesyhdistys.
- Salo, M. (2016). *Sijoittamisen ohjaaminen – Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa*. Alma Talent Oy.

- Salo, M. (2017). Rehellistä palvelua asiakkaan eduksi? – Kohti hyvää finanssimarkkinata-paa sijoitusneuvonnassa. Teoksessa Paloranta, Paula (toim.): *Keskuskauppaka-marin liiketapalautakunta 80 vuotta* (s. 258–276). Alma Talent Oy.
- Salo, M. & Oksaharju, J. (2019). Järkevän sijoittajan monet kasvot. *Lakimies* 3–4/2019. s. 418–446.
- Saarnilehto, A., Annola, V., Hemmo, M., Karhu, J., Kartio, L., Tammi-Salminen, E., Tolonen, J., Tuomisto, J. & Viljanen, M. (2019). *Varallisuus oikeus*. Alma Talent Oy. (Alun pe-rin julkaistu 2004).
- Saarnilehto A. & Annola V. (2018). *Sopimusoikeuden perusteet*. Alma Talent Oy.
- Saario, S. (2020). *Miten sijoitan pörssiosakkeisiin*. Alma Talent Oy.
- Shiller, R. (2003). *From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance*. *Journal of Eco-nomic Perspectives*, Vol. 17, No. 1, p. 83–104. <https://pubs.aea-web.org/doi/pdfplus/10.1257/089533003321164967>
- Siedel, G. & Haapio, H. (2010). *Using Proactive Law for Competitive Advantage*. *Ameri-can Business Law Journal*, Vol. 47, No. 4, 2010, p. 641–686.
- Turtiainen, M. (2004). *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita Publishing Oy.
- Turtiainen, M. (2018). *Sijoituspalvelut ja asiakas*. Alma Talent Oy.
- Tykkyläinen, J. (2008). *Sopimus ja olosuhteet: kolme käsitystä*. [pro gradu -tutkielma, La-pin yliopisto].
- Valtiovarainministeriö (2021.) *Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehittäminen*. Noudettu 29.10.2021 osoitteesta <https://vm.fi/rahoitusmarkkinoiden-kehittaminen>
- Wilhelmsson, T. (2004). Yleiset opit ja pienet kertomukset ennakoitavuuden ja yhdenver-taisuuden näkökulmasta. *Lakimies* 2/2004 s. 199–227.
- Wilhelmsson, T. (2008). *Vakiosopimus ja kohtuuttomat sopimusehdot*. Talentum.
- Wuolijoki, S. (2009). *Pankin neuvontavastuu – Varallisuus oikeudellinen tutkimus pankin neuvonta- ja tiedonantovelvollisuuksista*. [väitöskirja, Helsingin yliopisto]. Laki-miesliiton kustannus.