



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Kasper Samuel Koponen

Toteutuuko ammattimaisen sijoittajan yksilöllinen asiakkaansuoja sijoituspalveluissa?

Tapaustutkimus ammattimaisten sijoittajien ja sijoituspalveluntarjoajien
näkökulmista asiakkaansuojasta

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö
Laskentatoimen ja rahoituksen pro gradu -tutkielma
Laskentatoimen ja tilintarkastuksen maisteriohjelma

Vaasa 2024

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Kasper Samuel Koponen		
Tutkielman nimi:	Toteutuuko ammattimaisten sijoittajan yksilöllinen asiakkaansuoja sijoituspalveluissa? Tapaustutkimus ammattimaisten sijoittajien ja sijoituspalveluntarjoajien näkökulmista asiakkaansuojasta		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Laskentatoimi ja tilintarkastus		
Työn ohjaaja:	Elina Haapamäki		
Valmistumisvuosi:	2024	Sivumäärä:	124

TIIVISTELMÄ:

Yksi tärkeimmistä arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan takaavista komponenteista on sijoittajansuoja. Sijoittajansuojan päätavoitteet ovat sijoittajien yksilöllinen suoja sekä rahoitusmarkkinoiden toimivuus. Arvopaperimarkkinoiden kehittyessä ja monipuolistuessa on tullut lisääntynyt tarve varmistaa sijoittajansuojan riittävä toteutuminen. Sijoittajansuojan päämekanismi on toteutettu pääsääntöisesti lainsäädännön ja sääntelyn kautta sijoittajia ja sijoituspalveluntarjoajia kohtaan, joilla asetetaan viitekehys missä operoidaan.

Tässä tutkielmassa on tarkoitus tarkastella ammattimaisten sijoittajien asiakkaansuojan toteutumista, joka on yksi komponentti holistisessa sijoittajansuojassa. Vaikka ammattimaisilla sijoittajilla katsotaan olevan paremmat valmiudet hallita sijoitusriskiä verrattuna ei-ammattimaiseen sijoittajaan, tämä tutkielma korostaa, että heidän yksilöllinen asiakkaansuojansa on myös tärkeä ja tarpeellinen markkinoiden luottamuksen ja vakauden ylläpitämiseksi.

Tutkielman teoreettinen viitekehys koostuu kahdesta pääluvusta liittyen sijoituspalveluihin ja niiden sääntelyyn Suomessa ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa. Erityisenä tarkastelun kohteena on sijoituspalvelut, tuotteet, asiakasluokittelu ja ammattimaisten asiakkaiden yksilölliset ominaisuudet, jotka ovat pääajureita asiakkaansuojan komponenttien soveltumiseen. Toisessa teorialuvussa käsitellään kollektiivista ja yksilöllistä sijoittajansuojaa, josta johdetaan yksilöllinen asiakkaansuoja ja sen eri komponentit, joiden toteutumista empiriassa tutkitaan. Tutkielman empirisessä osiossa tutkimusmenetelmänä käytetään laadullista tapaustutkimusta, jonka aineisto perustuu teemahaastatteluihin ammattimaisten sijoittajien ja sijoituspalveluntarjoajien näkökulmasta. Tutkielmassa selvitetään toteutuuko ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuoja riittävällä tasolla, ja mikäli jatkokehitykselle on tarvetta.

Tutkimustulokset osoittavat, että asiakkaansuoja toteutuu nykyisessä viitekehyksessä, mutta tarvitsee kehitystä. Empiriassa asiakkaansuojan komponentit nähtiin tarkoituksenmukaisina, mikäli asiakas on tosiasiallisesti kokenut ja tietävä. Asiakkaansuojan komponenttien toteutuminen liittyy vahvasti asiakkaan yksilöllisiin ominaisuuksiin, asiakasluokitteluun, palvelutyyppeihin sekä tuotteiden yksilöllisiin ominaisuuksiin, jotka ohjaavat eri komponenttien soveltuvuutta. Mitä lähempänä ollaan ei-ammattimaisuutta, mitä lähempänä ollaan sijoitusneuvontaa taikka mitä monimutkaisempi tuote on kyseessä, sitä enemmän tulisi keskittyä asiakkaansuojan komponentteihin ja niiden käytännön toteutumiseen.

Avainsanat: sijoituspalvelu, sijoitusneuvonta, asiakkaansuoja, sijoittajansuoja, ammattimainen sijoittaja, MiFID, sijoitusneuvonta, omaisuudenhoito, selonottovelvollisuus

Sisällys

1	Johdanto	7
1.1	Tavoitteet ja rajaukset	12
1.2	Tutkielman rakenne	15
2	Sijoituspalvelut Suomessa ja niiden sääntely	16
2.1	Sijoituspalveluiden sääntely Suomessa	18
2.2	Sijoituspalveluiden ja ammattimaisen asiakkaan välinen suhde	20
2.3	MiFID -sääntelyn kehitys ja sen vaikutukset	22
2.4	Sääntelyn merkitys ammattimaisille asiakkaille sijoituspalveluissa	24
2.5	Sijoituspalvelut ammattimaisille asiakkaille	26
2.6	Asiakasluokat ja kriteerit sijoituspalveluissa	31
2.7	Ammattimaisten asiakkaiden yksilölliset ominaisuudet	38
3	Kollektiivinen sijoittajansuoja ja yksilöllinen asiakkaansuoja Suomen arvopaperimarkkinoilla	41
3.1	Sijoittajansuoja Suomen arvopaperimarkkinoilla	41
3.2	Yksilöllinen asiakkaansuoja sijoituspalveluissa Suomessa	45
3.3	Yksilöllinen asiakkaansuoja sijoituspalvelusuhteessa ja sen komponentit	47
3.3.1	Yleiset periaatteet sijoituspalveluissa	50
3.3.2	Asiakkaan tunteminen	51
3.3.3	Asiakkaan luokittelu ja asiakkaan asemasta sopiminen	52
3.3.4	Sopimus sijoituspalveluista	54
3.3.5	Selonottovelvollisuus sijoituspalveluita tarjottaessa	57
3.3.6	Soveltuvuuden ja asianmukaisuuden arviointi	60
3.3.7	Tiedonantovelvollisuus sijoituspalveluita tarjottaessa	62
3.3.8	Toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen ja käsittely	63
3.3.9	Sijoituspalveluista ja liiketoimista säilytettävät tiedot	65
3.3.10	Sijoittajien korvausrahasto ja riidanratkaisu	66
4	Aikaisempi tutkimus ja tutkimuskysymykset	70
4.1	Aikaisempi tutkimus sijoittajansuojasta ammattimaisten asiakkaiden osalta	70

4.2 Yhteenveto tutkimuksista ja tutkimuskysymysten johtaminen	76
5 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät	78
5.1 Tutkimusmenetelmä	78
5.2 Tutkimuksen kohde ja haastattelu	80
5.3 Havaintoaineisto ja analysointi	82
5.4 Tutkimuksen luotettavuus ja rajoitukset	84
6 Empiirisen tutkimuksen tulokset	86
6.1 Yksilöllisen asiakkaansuojan toteutuminen Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla	87
6.1.1 Yksilöllisen asiakkaansuojan toteutuminen ja lisäarvo	88
6.1.2 Yksilöllisen asiakkaansuojan haasteet	92
6.1.3 Yksilöllisen asiakkaansuojan tarkoituksenmukaisuus	96
6.1.4 Yksilöllisen asiakkaansuojan kehitystarpeet	96
6.2 Selonottovelvollisuudet ja soveltuvuusarvioiden laatu	99
6.2.1 Selonottovelvollisuus osana sijoitusneuvontaa omaisuudenhoitopalvelua	99
6.2.2 Soveltuvuusarvio – korkealuokkaista vai ei?	101
7 Johtopäätökset	104
7.1 Jatkotutkimusmahdollisuudet	110
8 Lähteet	113
Liitteet	121
Liite 1. Haastattelukysymykset	121

Kuviot

Kuvio 1.	Sijoittajansuojan komponentit ja sen kaksijakoisuus	9
Kuvio 2.	Asiakasluokittelu ja asiakkaansuojan taso	10
Kuvio 3.	Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus	38
Kuvio 4.	Sijoittajansuojan merkitys markkinoilla	41
Kuvio 5.	Sijoituspalveluntarjoajan ja asiakkaan velvollisuudet	46
Kuvio 6.	Asiakkaansuojan viitekehyksen minimivaateet	48
Kuvio 7.	Kokemuksen ja tietämyksen heterogeenisyys	93

Taulukot

Taulukko 1.	Säätelyn monitasoisuus Suomessa	18
Taulukko 2	Haastateltavien taustatiedot	79

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
EU	Euroopan Unioni
ESMA	European Securities and Markets Authority, Euroopan arvopaperi markkinaviranomainen
FINE	Vakuutus- ja rahoitusneuvonta
FIVA	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
KKO	Korkein oikeus
Sipal	Sijoituspalvelulaki (747/2012)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive II, Rahoitusvälineiden markkinat -II -direktiivi

MiFID I	Markets in Financial Instruments Directive I, Rahoitusvälineiden markkinat -I -direktiivi
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation, Rahoitusvälineiden markkinat asetus
CESR	Committee of European Securities Regulators (Entinen ESMA)

Oikeuskäytäntö

Korkein oikeus 16.12.2015	KKO:2015:93	37
Euroopan tuomioistuin	C-604/11414	43

1 Johdanto

Rahoitusmarkkinat ovat talouden peruspilareita, jotka mahdollistavat varojen siirtämisen niitä tarvitseville tahoille edistään investointeja, kasvua ja taloudellista vakautta (Kallio & Vuola, 2018, s. 41–42). Rahoitusmarkkinat kattavat erilaisia välineitä niin lyhytaikaisista rahoitusvälineistä pitkäaikaisiin sijoitusmahdollisuuksiin. Arvopaperimarkkinat ovat osa rahoitusmarkkinoita ja keskeinen osa sitä. Ne tarjoavat alustan, jolla eri toimijat voivat hankkia pääomaa laskemalla liikkeelle eri arvopapereita, kuten esimerkiksi osakkeita. Sijoittajat, arvopapereiden liikkeeseenlaskijat sekä sijoituspalveluiden tarjoajat ovat merkittävä osa arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Sijoituspalveluntarjoajat toimivat usein välittäjän roolissa arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden sekä sijoittajien välillä, ja ovat näin ollen tärkeä osa markkinoita ja niiden toimivuutta ja luottamusta. Suomessa on tällä hetkellä noin 200 sijoituspalveluntarjoajaa (HE 261/2021 vp. s. 99). Sijoituspalveluntarjoajana voi toimia esimerkiksi pohjoismaalainen luottolaitos Nordea taikka pienempi varainhoitaja Evli, joka hallinnoi asiakkaansa varoja. Vaikka edellä mainitut sijoituspalveluntarjoajat ovat hyvin erilaisia, tulee heidän taata sama sijoittajansuoja asiakkailleen.

Yksi arvopaperimarkkinoiden luottamuksen ja vakauden takaavista komponenteista on sijoittajansuoja. Arvopaperimarkkinoiden kehittyessä ja monipuolistuessa on tullut lisääntynyt tarve varmistaa sijoittajansuojan riittävä toteutuminen, jotta luottamus markkinoita kohtaan säilyisi ja markkinat toimisivat mahdollisimman tehokkaasti ja vakaasti (Lähdevuori, 2005). Käänteisesti ajateltuna mikäli markkinoiden luottamus kärsii voi markkinoiden tehokkuuskin kärsiä, jolloin pääomat eivät mahdollisesti allokoitu optimaalisesti arvopaperimarkkinoilla, joka voi johtaa systeemiriskien realisoitumiseen¹. Riittävällä sijoittajansuojalla pyritään siis ennen kaikkea edistämään luottamusta markkinoiden toimintaan, turvaamaan markkinoiden vakautta sekä suojata asiakkaita (Finanssivalvonta, 2023). Primäärirooli sijoittajansuojalla on siis ylipäätensä markkinoiden

¹ Komission direktiivi (EU) 2014/65, resitaali 5

olemassaolon mahdollistaminen ja informaatioasymmetrian minimointi, jotta markkina toimisi luotettavasti, ennakoitavasti ja tehokkaasti.

Sijoittajansuojan vahvistuminen on alkanut jo 1970-luvulta alkaen ja sääntelyn ohella asiakkaiden suojaa on parantanut myös kilpailun lisääntyminen sekä monipuolistuminen (Wuolijoki, 2014, s. 3). Sijoittajansuojan määritelmä ei ole yksiselitteinen, mutta käytännössä se on viitekehikko, joka koostuu säännöistä, jotka on suunniteltu suojaamaan sijoittajia epärehellisiltä käytännöiltä, asymmetriseltä informaatiolta sekä markkinoiden tehottomuudelta. Sääntöjen eli sääntelyn lisäksi viitekehikko koostuu myös esimerkiksi toimijoiden itsesääntelystä, hyvästä arvopaperimarkkinatavasta ja kansallisten valvojen antamista ohjeista.

Sijoittajansuojaa voidaan verrata tuomariin ja sääntökirjaan jalkapallossa: Tuomarin sekä sääntökirjan on tarkoitus pitää huoli siitä, että kaikki pelaavat reilusti samoja sääntöjä noudattaen. Sama pätee myös sijoittajansuojaan ja arvopaperimarkkinoihin yleisesti. Sääntöjen tarkoitus on ennen kaikkea taata se, että markkina voi ylipäätään toimia ja sijoittajat uskaltavat sijoittaa ja sijoituskohteille on tätä kautta kysyntää. Sijoittajansuoja pyrkii varmistamaan, että markkinatoimijat toimivat tasapuolisin tiedoin, tehostaen näin pääoman allokointia ja ylläpitäen luottamusta markkinoihin. On kuitenkin tärkeää ymmärtää, että sijoittajansuoja ei suoja sijoitustuotteeseen liittyvältä sijoitusriskiltä eli arvonnousulta taikka -laskulta, vaan pyrkii siihen, että kaikki pelaavat samoilla säännöillä ja tiedoilla markkinoilla.

Sijoittajansuoja voidaan jakaa pääsääntöisesti yksilölliseen (mikro) ja kollektiiviseen (makro) sijoittajansuojaan (Luukkonen, 2018, s. 32). Tämän tutkielman tarkoitus on tarkastella yksilöllistä sijoittajansuojaa ammattimaisen sijoittajan ja sijoituspalveluntarjoajan välisessä asiakassuhteessa. Kuvio 1 esittelee sijoittajansuojaan liittyviä tärkeitä komponentteja. Tutkimus aikaisemmin on keskittynyt pääasiassa ei-ammattimaisten asiakkaansuojaan, jonka vuoksi ammattimaisten asiakkaiden näkökulmaa on syytä tutkia.



Kuvio 1. Sijoittajansuojan komponentit ja sen kaksijakoisuus

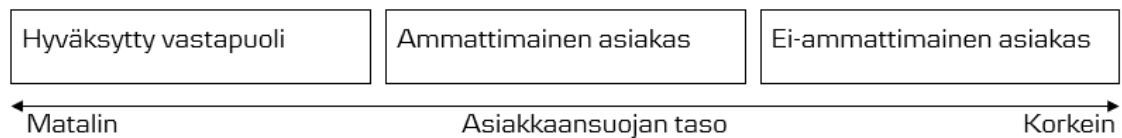
Tutkielmassa yksilöllisestä sijoittajansuojasta käytetään termiä asiakkaansuoja, jotta tutkielma pystyy mahdollisimman tarkasti kuvaamaan sijoituspalveluntarjoajan ja sijoittajan välistä suhdetta ja sen suojaa. Asiakkaansuoja termiä on myös käytetty muissa tutkimuksissa.

Käytännössä ei-ammattimaisilla asiakkailla on kattavin yksilöllinen asiakkaansuoja ja ammattimaisilla asiakkailla vähäisempi suoja (Leskinen, 2017, s. 45). Hyväksytyt vastapuolet eivät nauti suojasta, muiden kuin yleisten periaatteiden osalta². Ammattimaisella asiakkaalla³ tarkoitetaan asiakasta, jolla on pääsääntöisesti tarvittava kokemus, tietämys ja

² Yleisiä periaatteita kuten velvollisuus toimia palvelun tarjoamisessa rehellisesti, tasapuolisesti ja ammattimaisesti ja keskinäisen viestinnän tulee olla tasapuolista ja selkeää eikä harhaanjohtavaa (HE 126/2021 vp.)

³ Esimerkiksi iso pörssiyritys on usein ammattimainen asiakas

ymmärrys sijoituspäätösten tekemiseen ja niiden riskien arviointiin (Turtiainen, 2018, s. 542), kun taas ei-ammattimaisella asiakkaalla⁴ ei lähtökohtaisesti voida olettaa olevan samankaltaista kokemusta ja ymmärrystä sijoituspäätöstensä riskeistä verrattuna ammattimaiseen asiakkaaseen⁵. Hyväksytyllä vastapuolella tarkoitetaan käytännössä tasa-vertaista sopimuskumppania, joka ei nauti asiakkaansuojasta. Näin ollen ei-ammattimaisilla asiakkailla on korkeampi ja laajempi asiakkaansuoja verrattuna ammattimaiseen asiakkaaseen. Tällä on pyritty ennen kaikkea ylläpitämään markkinoiden luottamusta sekä saattamaan osapuolet mahdollisimman samanarvoiseen asemaan sijoituksia tehtäessä. Kuvio 2 illustroi eri asiakasluokat ja asiakkaansuojantason asiakkailla.



Kuvio 2. Asiakasluokittelu ja asiakkaansuojan taso (Sijoituspalvelulaki 747/2012, 1:23§)

Ei-ammattimaisten asiakkaiden suoja on monelle tuttu ja vahvasti mukana käytännön tekemisessä jokapäiväisessä rahoitus- ja arvopaperimarkkinoiden toiminnassa. Ammattimaisille asiakkailla on mahdollista, että saman suojan noudattaminen ei ole yhtä vahvasti mukana voimassa olevissa ja nykyisin noudatettavissa käytänteissä⁶, minkä vuoksi tutkimus alueella on ajankohtainen ja tärkeä. Yleisesti ottaen yksilöllisen sijoittajansuojan menettelytapasääntöjä ei ole tutkittu laajasti, kun kyseessä on ammattimainen asiakas. Tutkimus on johdonmukaisesti keskittynyt ei-ammattimaisiin asiakkaisiin johtuen lainsäädännön hengestä ja tarpeesta suojata ei-ammattimaisia asiakkaita vahvemmin, sillä heillä on ilmeisin tarve heikomman suojalle.

Voi olla helppo ajatella, että ammattimaisilla asiakkailla ei ole yksilöllistä asiakkaansuojaa taikka tarvetta heikomman suojalle, sillä heillä tulisi olla kokemus ja tietämys sekä

⁴ Ei-ammattimainen asiakas on usein perinteinen pankkiasiakas esimerkiksi luonnollinen henkilö

⁵ SipaL 1:23§:ssä määritellään asiakkaat, jotka ovat suoraan lain nojalla ammattimaisia ja ne, jotka voidaan luokitella ammattimaiseksi heidän omasta pyynnöstänsä

⁶ Esimerkiksi Finavian johdannaiskaupat (HS 26.11.2015), ja oikeuskäytännön osalta KKO 2015:93

ymmärrys riskeistä liittyen sijoitustuotteisiin. Ammattimaiset asiakkaat ovatkin lähempänä tasavertaista sopimuskumppanuutta verrattuna ei-ammattimaiseen asiakkaaseen. Kuitenkin ammattimaisten asiakkaiden yksilöllisen asiakkaansuojan tarve on myös olemassa eivätkä ammattimaiset asiakkaat välttämättä pysty täysimääräisesti hoitamaan omaa vastuutaan (Luukkonen, 2018, s. 147) esimerkiksi oma-aloitteisen selonottovelvollisuuden osalta. Tämän vuoksi esimerkiksi sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon osalta korostuneet asiakkaansuojasäännökset soveltuvat myös ammattimaisiin asiakkaisiin.

Yleisesti ottaen ammattimaisten asiakkaiden joukko on monimuotoinen ja voi koostua niin suurista institutionaalisista sijoittajista⁷, suuryrityksistä⁸ ja luonnollista henkilöistä⁹, jotka ovat pyytäneet kohtelua ammattimaisena asiakkaana. Pääsääntöisesti ammattimaisiin asiakkaisiin kuuluvat suuryritykset sekä institutionaaliset sijoittajat suoraan lainojalla.

Tutkielma liittyy vahvasti sijoituspalveluiden sääntelyyn, sillä sääntely on merkittävä komponentti asiakkaansuojan toteutumisen osalta, joka määrittelee yleisen kehikon sijoituspalveluille. Sääntely liittyen sijoituspalveluihin on erittäin yksityiskohtaista, mutta toisinaan myös geneeristä ja monitasoista. Monimutkaisuus tuo omat haasteensa ja yksityiskohtainen sääntely luo riskin, että sijoituspalveluntarjoajan on helppo kerätä lainsäädännössä vaaditut tiedot luettelon omaisesti. Vaarana kuitenkin on, että yritys ei kiinnitä riittävästi huomiota asiakkaan henkilökohtaisiin olosuhteisiin tai erityistarpeisiin, tavoitteisiin taikka asiakkaan kokemukseen ja tietämykseen kaikista tarjottavista (ml. yksittäisistä ja monimutkaisista) sijoitustuotteista. Toisaalta myös asiakkaalla on selonottovelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus omista tarpeistaan ja tavoitteistaan tarjottaviin sijoitustuotteisiin liittyen. Asiakkaansuoja on ennen kaikkea dialogi asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan välillä. Esimerkiksi vuonna 2008 alkaneen globaalien finanssikriisin

⁷ Esim. eläkevakuutusyhtiöt, vakuutusyhtiöt, rahastot

⁸ Esim. Neste ja Nokia

⁹ Esim. luonnollinen henkilö, jolla on huomattava sijoitusvarallisuus ja kokemusta eri rahoitusvälineistä

taustalla olleet systeemiset riskit sekä vastuuttomat käytänteet johtivat siihen, että edes ammattimaiset asiakkaat eivät pystyneet rationaalisesti arvioimaan sijoitustuotteiden ominaisuuksia taikka riskiä vaan luottivat luottoluokittajien arvioihin riskeistä (Luukkonen, 2018, s. 73).

Keskeisenä tutkimuskysymyksenä tutkielmassa on miten yksilöllinen asiakkaansuoja toteutuu käytännössä ammattimaisten asiakkaiden osalta. Arvopaperimarkkinoilla ei ole tutkittu samassa mittakaavassa ammattimaisten asiakkaiden yksilöllistä asiakkaansuojaa kuin ei-ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojaa, vaikka suojalla on konkreettisia käytännön merkityksiä arvopaperimarkkinoiden toiminnalle. Ammattimaiset asiakkaat ovat merkittävä osa arvopaperimarkkinoita jo pelkästään allokoitujen pääomien osalta. Ammattimaisten asiakkaiden joukko on myös heterogeeninen ja osaaminen sekä ymmärrys riskeistä voi olla myös erittäin vaihtelevaa.

Vaikka ammattimaisilla asiakkailla katsotaan olevan paremmat valmiudet hallita sijoitusriskiä, tämä tutkielma korostaa, että heidän yksilöllinen suojansa on myös tärkeää ja tarpeellista markkinoiden luottamuksen ja vakauden ylläpitämiseksi. Kun mietitään ennen kaikkea heikomman suojaa niin, mitä lähempänä ollaan ei-ammattimaisuutta, mitä lähempänä ollaan sijoitusneuvontaa tai mitä monimutkaisempi tuote on kyseessä, niin sitä enemmän tulisi keskittyä asiakkaansuojan komponenttien toteutumiseen ammattimaisten asiakkaiden osalta. Tutkimuksen tulokset hyödyttävät niin ammattimaisia asiakkaita, sijoituspalveluntarjoajia ja kansallisia valvojia, jotta asiakkaansuojan toteutumista voidaan kehittää.

1.1 Tavoitteet ja rajaukset

Tutkielmassa tarkastellaan ammattimaisen asiakkaan yksilöllistä asiakkaansuojaa koskevien säännösten täytäntöönpanoa sijoituspalvelusuhteessa¹⁰. Tarkoituksena on tutkia

¹⁰ SipaL 10 luku 1–10§, SipaL 11 luku

ammattimaisten asiakkaiden sekä sijoituspalveluntarjoajien näkökulmasta, miten yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit toteutuvat erityisesti sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoidossa ja ovatko ne tarkoituksenmukaisia. Merkitys tarkastelulle on ennen kaikkea se, että ammattimaisille asiakkaille on luotu turvaa sijoittajansuojan muodossa, mutta käytännön toteutuminen ei ole laajalti tutkittua. Rajaus sijoitusneuvontaan ja omaisuudenhoitoon ammattimaisten asiakkaiden osalta on tarpeen, sillä asiakkaansuojan eli heikomman suojan tarve on suurin sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon osalta. Tämä johtuu siitä, että mikäli asiakas tarvitsee sijoitusneuvontaa taikka omaisuudenhoitopalvelua, voidaan olettaa, että ymmärrys tuotteista ja riskeistä ei mahdollisesti ole samalla tasolla kuin esimerkiksi sijoituspalveluntarjoajalla, eihän asiakas muuten kyseisiä palveluita tarvitsisi¹¹.

Tutkimuksen tavoitteena on keskittyä yksilöllisen asiakkaansuojan komponentteihin ja erityisesti sijoituspalveluntarjoajan selontotevullisuuteen, jotta palveluntarjoaja pystyisi tarjoamaan soveltuvia tuotteita taikka palveluita ja ymmärtäisi minkä tasoinen tiedonanto on tarpeen ammattimaiselle asiakkaalle. Sijoittajan yksilöllisellä suojaamisella sekä asymmetrisen informaation ehkäisyllä voidaan nähdä olevan samankaltainen tavoite eli saattaa sijoittaja samalle tasolle kuin tuotteen tarjoaja sijoituspäätöksen tekemiseksi erilaisilla tiedonantovollisuuksilla ja muilla menettelytapavollisuuksilla (Luukkonen, 2018, s. 60). Tämä on sinällään ristiriidassa sen suhteen, että kaikille sijoittajille tulisi lähtökohtaisesti tuottaa samat tiedot, mutta on huomioitava, että mikäli asiakas ei ymmärrä tuotetta yhtä hyvin kuin toinen niin sijoituspalveluntarjoajan voi olla tarpeen ottaa eri asiakkaiden toisistaan poikkeavat taustat ja tietotaito huomioon ja pyrkiä tätä kautta informoimaan kutakin asiakasta näiden yksilöllisistä näkökohdista miten kyseinen tuote toimii, myös ammattimaisille asiakkaille.

¹¹ Asiakkaansuojan merkitys korostuu, koska näissä palveluissa asiakkaan ymmärrys tuotteista ja riskeistä voi olla rajoittunutta. On kuitenkin tilanteita, jossa esimerkiksi sijoitusneuvontaa/omaisuudenhoitopalveluita tarvitaan sen vuoksi, että pääsy tuotteisiin mahdollistuu.

Käytännössä ammattimaisilla asiakkailla oletetaan olevan tarvittava kokemus ja tietämys, jotta he ymmärtävät riskit sijoitustuotteisiin liittyen. Kuitenkin heillä on lainsäädännön takaamia oikeuksia asiakkaansuojaan liittyvien selonottovelvollisuuksien osalta, mitä ei ole kevennetty sijoittajansuojasääntelyn päivityksissä¹². Riskinä yksilölliseen asiakkaansuojaan liittyvän lainsäädännön vaatimiin selonottovelvollisuuksiin on, että ne käytännössä kerätään listanomaisesti ja, jolloin asiakkaan yksilöllisiin erityistarpeisiin ei kiinnitetä tarpeeksi huomiota osana selonottovelvollisuutta ja niiden pohjalta toteutuviin soveltuvuusarvioihin. Tämän seurauksena asiakas ei välttämättä saa korkealaatuista soveltuvuusarviota tuotteilleen, ja tuotteet voivat olla ristiriidassa asiakkaan sijoitustavoitteiden, riskinsietokyvyn ja kestävyyspreferenssien kanssa. Lainsäädäntö lähtee siitä, että pääsääntöisesti ammattimaiset asiakkaat ovat samalla tasolla toistensa kanssa, vaikka esimerkiksi yrityksen yhtiömuoto¹³ ja yhtiön koko voivat vaikuttaa selonottovelvollisuuden tarpeeseen ja hyötyyn eri asiakkaiden osalta¹⁴.

Erityisen tärkeätä on siis tutkia saavatko ammattimaiset asiakkaat korkealaatuista soveltuvuusarviointia, ja että käytetäänkö heistä kerättäviä tietoja osana oikean sijoitustuotteen löytämisessä, jotta tuote tukisi heidän sijoitustavoitteitansa. Tämän lisäksi tarkoituksena on tutkia muita yksilöllisen asiakkaansuojan komponentteja¹⁵ ja niiden tärkeyttä ammattimaisille asiakkaille.

Tutkimus toteutetaan laadullisena tapaustutkimuksena. Aineistonkeruu menetelmänä käytetään teemahaastattelua. Tutkimuksen rungon muodostaa oikeusdogmaattinen analyysi, jonka toimivuutta käytännön tasolla arvioidaan empiirisesti toteutettujen teemahaastattelujen pohjalta. Tutkimusaineisto kerätään teemahaastatteluilla, millä pyritään tutkia ilmiötä fenomenograafisin menetelmin keskittyen havainnointiin ja haastatteluihin (Kettunen, 2023). Etnograafisia menetelmiä hyödynnetään, kun tarkoituksena

¹² Esimerkiksi komission MiFID II-sääntelyn päivitykset

¹³ Esimerkiksi yhtiön, jonka pääasiallinen toimiala on rahoitusvälineisiin sijoittaminen verrattuna muihin toimialoihin

¹⁴ Näin myös kauppalain ja kuluttajansuojalain osalta ja rajanvetoa on voitu kohtuullistaa erityisesti pienyritysten osalta

¹⁵ Esimerkiksi tiedonantovelvollisuudet, sopimusvelvollisuudet ja parhaan toteutuksen periaatteet

on tavoittaa ihmisten oma näkökulma, mikä on keskiössä tässä tutkielmassa ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa (Kettunen, 2023). Fenomenografisia menetelmiä pyritään hyödyntämään, kun kohteena on ihmisten subjektiiviset näkemykset tutkittavaan ilmiöön (Kallinen & Kinnunen, 2023), kuten se miten ammattimainen asiakas kokee asiakkaansuojan komponenttien hyödyllisyyden osana sijoitustavoitteiden täyttymistä. Haastateltavat henkilöt työskentelevät yrityksissä, jotka ovat luokiteltu ammattimaisiksi asiakkaiksi sijoituspalveluita käyttäessään. Vastaavasti sijoituspalveluntarjoajien edustajien haastattelut ovat merkityksellisiä, sillä ne edustavat toista puolta yhtälöstä tasapainoisen näkökulman saamiseksi tutkimuskysymysten tarkastelun osalta. Haastattelut ovat puolistrukturoituja, jotta kysymykset antavat joustoa teeman tulkitsemiseen. Tutkielman rajaukset keskittyvät erityisesti ammattimaisten asiakkaiden sekä sijoituspalveluntarjoajien kokemuksiin Suomessa, mikä mahdollistaa syvällisen ymmärryksen yksilöllisen asiakkaansuojan merkityksestä ja toteutumisesta kyseisessä ryhmässä. Tutkimuksen tulokset pyrkivät tarjoamaan arvokkaita näkemyksiä sijoittajansuojan kehittämiseksi ja syventämään ymmärrystä asiakkaansuojan komponenttien soveltamisen käytännöistä jatkotutkimuksia varten.

1.2 Tutkielman rakenne

Tutkielman teoreettisessa viitekehysessä (luvut 2,3,4) läpikäydään aluksi yleisesti sijoituspalveluita Suomessa ja niiden sääntelyä ammattimaisten sijoittajien näkökulmasta. Tämän jälkeen käsitellään tarkemmin yksilöllistä asiakkaansuojaa sijoituspalveluita asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan välisessä suhteessa. Lopuksi läpikäydään aikaisempaa tutkimusta aiheen osalta. On hyvä huomioida, että ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojan osalta on erittäin vähän tutkimusta, minkä vuoksi tällä tutkimuksella on myös uutuudenarvoa. Tutkielman empiriaosuudessa käydään läpi tutkimusaineisto ja analysoidaan teema-analyysillä haastatteluista saatu aineisto. Johtopäätöksissä kootaan tutkielma yhteen ja johdetaan tutkimuksen havainnot ja päätelmät sekä jatkotutkimusehdotukset.

2 Sijoituspalvelut Suomessa ja niiden sääntely

Tutkimustavoitteen kannalta on järkevää käydä läpi sijoituspalveluiden ja sääntelyn merkitystä Suomessa asiakkaansuojan kontekstissa. Sijoituspalveluilla on pitkä historia Suomessa ja 2000-luvulla sijoituspalvelut ovat kehittyneet huimaa vauhtia digitalisaation siivittämänä kohti elektronista kaupankäyntiä ja globaalia maailmantaloutta. Rahoituksen ja teknologian muutokset ovat tarjonneet ja tulevat tarjoamaan niin ammattimaisille kuin ei-ammattimaisille sijoittajille merkittäviä määriä uusia työkaluja ja instrumentteja, joita hyödyntää arvopaperimarkkinoilla (Collin, 2020, s. 2).

Globaalissa mittakaavassa osakeomistuksen institutionalisoituminen on saanut huomiota markkinoilla toimivien parissa kuin tutkijoidenkin keskuudessa. (Collin, 2020, s. 2) Verrattain uudet keksinnöt, kuten OTC-johdannaiset ja valuutanvaihtosopimukset ovat tulleet markkinoille vasta 1970-luvun jäljiltä. (Collin, 2020, s. 3) Nykypäivänä esimerkiksi johdannaisinstrumentit, osakelainaus, lyhyeksi myynnit¹⁶ ovat erittäin yleisiä instrumentteja ammattimaisten ja institutionaalisten sijoittajien keskuudessa arvopaperimarkkinoilla (Collin, J, 2020, s. 3).

Ammattimaisen asiakkaan sijoittamiseen kuuluu ennen kaikkea suunnitelmallisuus¹⁷ ja suunnitelmassa pysyminen. Strategisen allokaation suunnittelu¹⁸ on lähtökohtana ammattimaiselle sijoittajalle. Tämä voidaan mallintaa esimerkiksi portfolion kautta kuten 50 % osake-, 40 % korko- ja 10 % muille vaihtoehtoisille sijoituksille (Wuolijoki, 2019, s. 8). Ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa on hyvä muistaa, että sijoituspalveluihin kuuluu myös riskienhallinnallinen sijoittaminen esimerkiksi erilaisiin johdannaisiin (korko, valuutta), jolla suojataan esimerkiksi tiettyä kassavirtaa yritykselle tiettyyn transaktioon liittyen. Tämän tyyllisellä 'sijoittamisella' ei voida sanoa olevan samankaltainen tarkoitusperä kuin perinteisessä sijoittamisessa, jossa tehdään yllä olevan esimerkin mukaisia

¹⁶ Edellä mainittuja instrumentteja voidaan esimerkiksi käyttää spekulointiin ja suojaamiseen

¹⁷ Esimerkiksi ammattimaisen sijoittamisen komponentteja ovat suunnittelu, riskitason määrittely, sekä hajautus (Wuolijoki, 2019, s. 8–14)

¹⁸ Strategisella allokaatiolla tarkoitetaan portfolion hallintaa ja eri instrumenttien allokaatiota portfoliossa

strategisia allokaatiota. Molemmat esimerkit ovat kuitenkin osa sijoituspalveluiden kokonaisuutta ja osa arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Sijoituspalveluiden tarjoajilla on keskeinen rooli tässä ympäristössä, toimien sekä neuvonantajina että välittäjinä, ja varmistavat, että tarjotut tuotteet sopivat asiakkaan tavoitteisiin ja riskiprofiiliin eli he ovat niin sanotusti portinvartijoita.

Sijoituspalveluiden ytimessä on arvopaperimarkkinat, jotka 1980-luvulla alkoivat muuntautua Suomessa merkittävien rakennemuutoksien takia, ja johtivat rahoitusmarkkinoiden liberalisoitumiseen (Pörssisäätiö, 2023). Samanaikaisesti pankkisektorille tuli rakennemuutoksia pankkikriisien takia, joiden seurauksena arvopaperimarkkinat nousivat yhä tärkeämpään asemaan rahoituksen välityksessä, sillä se tarjosi vaihtoehdon perinteiselle pankkirahoitukselle (Pörssisäätiö, 2023).

Arvopaperimarkkinoilla tarkoitetaan käytännössä järjestäytyneitä kaupankäyntiä arvopapereilla ja sijoituspalveluntarjoajat toimivat välittäjän roolissa arvopaperimarkkinoilla (Finanssiala, 2021). Muita tärkeitä sidosryhmiä arvoketjussa ovat pörssit, muut markkinapaikat, keskustavastapuolet sekä arvopaperikeskukset. (Finanssiala, 2021) Arvopaperimarkkinat koostuvat käytännössä raha, johdannais- ja pääomamarkkinoista (Finanssiala, 2021) ja keskiössä välittäjän roolissa näillä markkinoilla toimivat sijoituspalveluntarjoajat.

Sijoituspalveluntarjoajan rooli arvopaperimarkkinoiden arvoketjussa on pääsääntöisesti tarjota sijoituspalveluja liittyen sijoitusneuvontaan, omaisuudenhoitoon sekä toimeksiantojen vastaanottamiseen, välittämiseen ja toteuttamiseen ja tiettyjen oheispalveluiden tarjoamiseen (Suomen virallinen tilasto, 2021). Käytännössä tämä tarkoittaa, että sijoituspalveluntarjoajat voivat esimerkiksi neuvoa sijoittajia oikean sijoitustuotteen löytämiseksi jälkimarkkinoilla taikka neuvoa arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita ensimarkkinoilla ja toimia heidän lukuunsa, mikäli asiakas valtuuttaa heidät tekemään niin (Valtiovarainministeriö, 2023). Näin ollen sijoituspalveluntarjoajilla on tärkeä rooli arvopaperimarkkinoiden arvoketjussa liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien välissä niin jälki- kuin

ensimarkkinoilla. Portinvartijoina heillä on myös tärkeä rooli asiakkaansuojan toteutumisen osalta, jossa he varmistavat, että asiakkaalta selvitetään tarvittavat tiedot, jonka kautta hänelle annetaan sitä vastaavat tiedot, jotta asiakas voi tehdä informoidun päätöksen sijoituksen osalta (Leskinen, 2017, s. 69).

2.1 Sijoituspalveluiden sääntely Suomessa

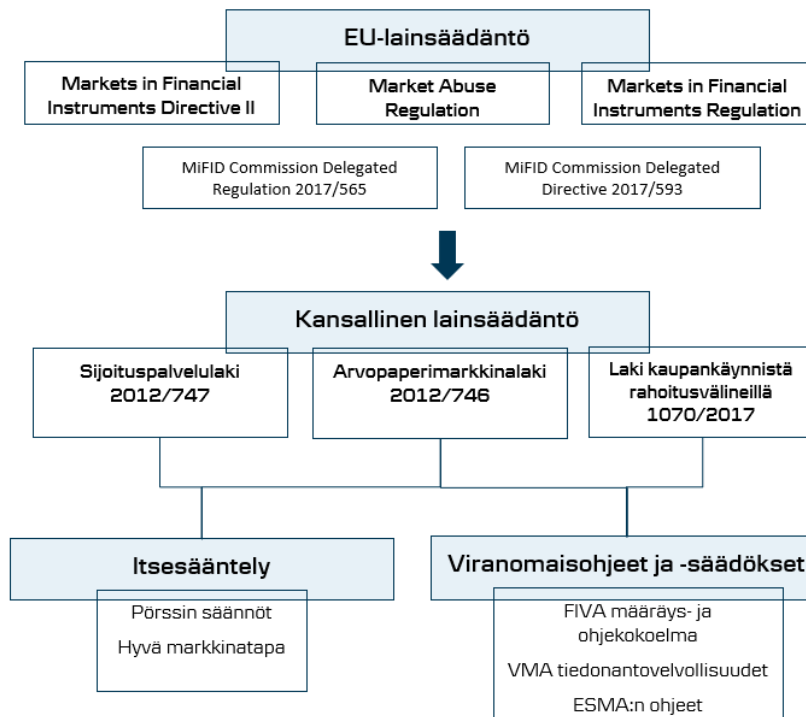
Tutkielman keskittyessä sijoituspalveluntarjoajien velvollisuuksiin on järkevää kelata takaisinpäin ja katsoa myös, miten päädyimme nykytilaan sääntelyn osalta, ja mikä on ajanut asiakkaansuojan nykytilaa. Euroopassa arvopaperimarkkinaoikeuden kehittymisen ensimmäiset vaiheet nähtiin jo 1960-luvun loppupuolella, kun Euroopan komissio alkoi selvittämään eurooppalaisten arvopaperimarkkinoiden luomista. (Collin, 2020, s. 29). Tästä syntyi raportti ”*The Development of a European Capital Market*” vuodelta 1966, jota pidetään ensimmäisenä askeleena kohti yhtenäistä arvopaperimarkkinaa Euroopassa (Collin, 2020, s. 29). Vasta 1980- ja 1990-luvulla Euroopassa nähtiin pääpiirteitä yhtenäisistä arvopaperimarkkinoista ja sen lainsäädännöstä. (Collin, 2020, s. 29), joka liittyi osaltaan myös Euroopan Unionin luomiseen ja yhteistyön tiivistämiseen. Nykyinen ympäristö sekä sääntely perustuu vahvasti yhtenäisiin arvopaperimarkkinoihin Euroopassa, jonka osana Suomi operoi.

Suomessa sijoituspalveluiden sääntely pohjautuu pitkälti arvopaperimarkkinaoikeuteen ja siihen säädettyyn lakiin vuodelta 1988 (Collin, 2020, s. 29). Suomen kehitys pohjautuu pitkälti siis Euroopan kehitykseen arvopaperimarkkinoiden osalta. Arvopaperimarkkinalaki koki kokonaisuudistuksen vuonna 2012, jossa tarpeelliseksi nähtiin jakaa arvopaperimarkkinalaki useaan eri lakiin, kuten sijoituspalvelulakiin, kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettavaan lakiin sekä uuteen arvopaperimarkkinalakiin (HE 32/2012 vp s. 1). Tämä johtui siitä, että arvopaperimarkkinalakiin oli tehty paljon muutoksia osana sääntelyn yhdenmukaistamista Euroopan unionissa ja se oli johtanut siihen, että laista oli tullut vaikeaselkoinen ja epäyhdenmukainen Suomessa (HE 32/2012 vp s. 2).

Nykyinen sääntelykehikko sijoituspalveluissa Suomessa on pitkälti seurausta kriiseistä globaaleilla rahoitusmarkkinoilla erilaisten menettelytapahäiriöiden ja markkinahäiriöiden, kuten vuoden 2008 finanssikriisin ja EURIBOR -ja LIBOR-viitekorkojen manipulointien takia (HE 151/2017 vp s. 11), joka johti viitearvoasetuksen voimaantuloon, jolla oli merkittäviä vaikutuksia mm. pankkeihin ja muihin markkinatoimijoihin. Näiden kriisien keskiössä on ollut, että loppusijoittajille on koitunut vahinkoja markkinahäiriöiden seurauksena ja luottamus järjestelmää kohtaan on horjunut.

Nykyhetken kehikossa sijoituspalveluita säännellään Suomessa pääsääntöisesti sijoituspalvelulaille 2012/747, arvopaperimarkkinalaille 2012/746 sekä laista kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017, jotka pohjautuvat Euroopan Unionin lainsäädäntöön (Luukkonen, M, 2018, s39). Sijoituspalvelulakiin 2012/747 on implementoitu Euroopan unionin rahoitusvälineiden markkinat direktiivi (MiFID II), sekä tämän lisäksi tarvittavat toimenpiteet rahoitusvälineiden markkinat asetuksesta (MiFIR), joka on kokonaisuudessaan suoraan noudatettavaa lainsäädäntöä (HE 151/2017 vp s. 1). Tämän lisäksi keskeisessä asemassa on markkinoiden väärinkäyttöasetus¹⁹, joka sääntelee pääsääntöisesti markkinoiden väärinkäyttöön liittyviä asiakokonaisuuksia ja on osa kollektiivista sijoittajansuojaa. Taulukko 1 esittelee sijoittajansuojaan liittyviä tärkeitä sääntelykokonaisuuksia.

¹⁹ Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) No 596/2014



Taulukko 1 - Sääntelyn monitasoisuus Suomessa

Tämän tutkielman eli asiakkaansuojan osalta merkittävin sääntely on MIFID II-direktiivi ja sen delegoidut asetukset, tekniset täytäntöönpanosäädökset sekä valvojien antamat suositukset, ohjeet ja standardit, jotka pääsääntöisesti sääntelevät menettelytavoista sijoituspalveluissa. Menettelytapojen sääntelykehikko sijoituspalveluissa on keskeisin komponentti yksilöllisen asiakkaansuojan kontekstissa.

2.2 Sijoituspalveluiden ja ammattimaisen asiakkaan välinen suhde

Sijoituspalveluiden tarjoajan ja ammattimaisen asiakkaan välinen suhde perustuu siihen, että sijoituspalveluntarjoaja tarjoaa roolissaan erilaisia sijoituspalveluita asiakkailleen kuten sijoitusneuvontaa, omaisuudenhoitoa taikka erilaisia toimeksiantojen toteuttamiseen liittyviä palveluita ja oheispalveluita arvopapereihin liittyen. Sijoituspalveluntarjoajalla on myös portinvartijanrooli markkinoita kohtaan, joka on hyvä huomioida. Asiakas

roolissaan taas tarvitsee näitä palveluita, jotta voisi päästä sijoitustuotteisiin käsiksi parhaalla mahdollisella tavalla tuottoa taikka suojausta tavoitellen.

Ammattimaisten asiakkaiden eli esimerkiksi suuryritysten tarpeet voivat olla erittäin spesifejä ja monimutkaisia verrattuna ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Jotta sijoituspalveluntarjoaja voisi tarjota palveluita parhaalla mahdollisella tavalla sijoituspalveluyrityksen on tunnettava asiakkaansa, jotta pystyisi tarjoamaan soveltuvia tuotteita taikka palveluita asiakkailleen (Salo, 2016, s. 178). Asiakas ja sijoituspalveluntarjoaja eivät ole lähtökohdaisesti tasavertaisessa asemassa, ja tämän vuoksi sijoituspalveluissa vallitsee heikomman suojan periaate (Saarnilehto ja muut, 2019). Sijoituspalveluntarjoajan ja ammattimaisen asiakkaan välinen suhde on moniulotteinen ja lainsäädännöllä säädelty, jossa heikomman suojan periaate ja sopimusoikeuden normit ohjaavat palveluntarjoajien toimintaa ja asiakassuhteita.

Kuitenkin ammattimaisen asiakkaan oletetaan omaavan tarvittavan kokemuksen ja tietämyksen sijoitusriskeistä, joten sitä voidaan kohdella lähes tasavertaisena sopimusosapuolena.²⁰ Tästä voi olla niin hyötyä kuin haittaa ammattimaiselle asiakkaalle, sillä heillä voi olla parempi pääsy erilaisiin tuotteisiin markkinoilla, mutta samalla he voivat menettää suojaa liittyen väärin tuotteiden myyntiin sijoituspalveluntarjoajan toimesta. Sääntelyssä on kuitenkin heikomman suojan elementtejä ammattimaisillekin asiakkaille erityisesti sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon palveluiden osalta. Tämä lähtee olettamasta, että sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoitoa käyttävät ammattimaiset asiakkaat eivät ole tasavertaisessa asemassa sijoituspalveluntarjoajaan nähden, muutenhan he eivät tarvitsisi sijoitusneuvontaa taikka omaisuudenhoitoa.

²⁰ Sääntely on lähtenyt siitä olettamasta, että ammattimaisilla asiakkailla on tarvittava kokemus, johon liittyy kvantitatiiviset raja-arvot kuten yrityksen koko ja kvalitatiiviset raja-arvot, kuten kokemus markkinoista ja sen tuotteista

Sijoituspalveluntarjoajan ja asiakkaan välinen suhde sääntelykontekstissa pohjautuu heikomman suojan käsitteeseen. Sopimusten osapuolten välillä tulisi olla kohtuullisia ja tasapainoisia (Wuolijoki, 2009, s. 101), jolla saatetaan heikompi osapuoli tiedoillaan samalle tasolle kuin sopimuksen toinen osapuoli. Heikomman suojaa voidaan pitää sopimusoikeuden yhdestä keskeisimmistä pääperiaatteista ja tämä on heijastunut myös arvopaperimarkkinoiden ja sijoituspalveluiden lainsäädäntöön (Wuolijoki, 2009, s. 101).

Sopimusoikeudellisessa kontekstissa asiantuntemus on yksi tärkeimmistä määrittelevistä tekijöistä, joka heijastuu tiedonanto- ja selonottovelvollisuuksiin molemmille osapuolille. Mitä asiantuntevampi on sopimuksen osapuoli, niin sitä vahvemmin he kykenevät tekemään itsensä kannalta kannattavia sopimuksia (Wuolijoki, 2009, s. 105), minkä vuoksi ammattimaisilla asiakkailla on laajempi sopimusvapaus sijoituspalveluntarjoajien kanssa kuin ei-ammattimaisilla asiakkailla. Kuitenkin teoreettisessa viitekehityksessä eli sääntelyssä tehdään olettamuksia asiakkaiden kokemuksesta ja tietämyksestä. Ammattimaista asiakasta ei siis suojella yhtä laajasti kuin ei-ammattimaista asiakasta. Näin ollen arvopaperimarkkinoiden kontekstissa heikomman suoja liitetään ensisijaisesti ei-ammattimaisiin asiakkaisiin (Wuolijoki, 2009, s. 102).

2.3 MiFID -sääntelyn kehitys ja sen vaikutukset

Tutkielman keskeisimmän viitekehityksen ollessa MiFID -sääntely on luontevaa tutkia sen merkitystä ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojaan. 2000-luvun alkuun saakka sijoituspalveluiden sääntely oli pitkälti kansallisen lainsäädännön varassa ja Euroopan unionin lainsäädäntö oli pitkälti vähimmäisharmonisoitu (Turtiainen, 2018, s. 27). 2000-luvulla Euroopan unioni siirtyi kohti harmonisointia Euroopassa ja näin syntyi ns. Lamfalussy -prosessi rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä. (Turtiainen, 2018, s. 30). Lamfalussy -prosessilla tarkoitetaan pääasiassa prosessia, jolla kehitetään ja implementoidaan lainsäädäntöä Euroopan unionin rahoitusmarkkinoilla (European Union, 2019).

Sijoituspalveluiden kontekstissa MiFID I ja II-direktiivi sekä MiFIR-asetus ovat toimineet kehäänkärkenä sijoituspalveluiden sääntelyssä. Näiden avulla on pyritty parantamaan sijoittajansuojaa sekä luottamusta markkinoiden toimivuutta kohtaan (Salo, 2016, s. 18).

MiFID I -direktiivi on toteutettu osana Euroopan unionin rahoituspalveluiden suunnitelmaa, jossa keskeisenä tavoitteena oli sisämarkkinoiden kehittäminen Euroopassa (Salo, 2016, s. 60). MiFID I-direktiivi tuli voimaan vuonna 2007 juuri ennen finanssikriisiä, jolla pyrittiin hallitsemaan riskejä liittyen menettelytapahäiriöihin markkinoilla. Se toi mukanaan merkittäviä muutoksia sijoituspalveluiden sääntelyyn ja yksi keskeinen muutos oli sijoitusneuvonnan luvanvaraisuus, asiakkaiden luokittelukriteeristö, informaatiovelvoitteet, selonottovelvollisuudet sekä yleiset menettelytavat asiakassuhteessa sijoittajansuojan turvaamiseksi. (Salo, 2016, s. 58–63). MiFID -sääntelyn on yleisesti ottaen tunnistettu parantaneen sijoittajansuojaa niin ei-ammattimaisille kuin ammattimaisille sijoittajille. Toisaalta se on myös mahdollisesti nostanut kuluja ja vaikeuttanut sijoituspalveluiden tarjoamista monimutkaisen sääntelykehikon vuoksi. Myös asiakkailla voi olla haasteita päästä sijoittamaan tiettyihin tuotteisiin, esimerkiksi monimutkaisiin sijoitus-
tuotteisiin.

Markkinaympäristön muutosten takia MiFID II-sääntelyä alettiinkin kehittämään hyvin nopeasti MiFID I-direktiivin voimaantulon jälkeen (Leskinen, 2017, s. 66). Finanssikriisi toi uuden negatiivisen koron ympäristön, joka ohjasi sijoittajia kohti monimutkaisempia tuotteita, koska esimerkiksi perinteiset valtion joukkovelkakirjat eivät tuottaneet tarpeeksi (Leskinen, 2017, s. 66). Tämän kehityksen seurauksena ei-ammattimaisille asiakkaille myytiin monimutkaisia tuotteita, joita he eivät mahdollisesti ymmärtäneet siinä laajuudessa kuin olisi pitänyt. MiFID II-direktiivi pohjautuu siis pitkälti edeltäjäänsä, ja keskiössä on ollut menettelytapa sääntelyn vahvistaminen sekä sääntelyn soveltamisalan laajeneminen edeltäjäänsä verrattuna (Wallinga, 2018, s. 46).

Menettelytapoihin liittyvän sääntelyn peruspalikat ovat pysyneet samoina pitkin vuosia tähän päivään saakka, kuten sijoituspalvelutyyppit, soveltuvuus- ja asianmukaisuusarviot

sekä asiakasluokat²¹ (Leskinen, 2017, s. 66). Sisältö on siis pysynyt samantyyllisenä ammattimaisen asiakkaan näkökulmasta, vaikkakin helpotuksia tiedonantovelvollisuuksiin on tullut myöhemmin MIFID II -sääntelyyn.

2.4 Sääntelyn merkitys ammattimaisille asiakkaille sijoituspalveluissa

Sijoituspalveluiden sääntelyn evoluution merkitys ammattimaisille asiakkaille on merkittävä ja useat asiakkaansuojaan liittyvät säännökset koskevat myös ammattimaisia asiakkaita. MiFID II- direktiivin ja sen muutossäädökset sekä sen toisen asteen suoraan sovellettavalla sääntelyllä on asetettu erilaisia tiedonanto, selonotto- ja raportointivaatimuksia myös ammattimaisille asiakkaille. EU:n pääomamarkkinoiden elpymispaketin vuonna 2021 edellyttämät kansalliset lakimuutokset toivat helpotuksia sijoituspalveluntarjoajille ammattimaisten asiakkaiden osalta. Tiedonantovelvollisuuksia liittyen kulu- ja liitännäiskustannuksiin liittyviin raportteihin poistettiin niiden palveluiden osalta, jotka eivät ole sijoitusneuvontaa taikka omaisuudenhoitoa (HE 126/2021 vp s. 37). Myöskään tappioraportointia ei olisi pakko noudattaa sijoituspalveluntarjoajien toimesta enää jatkossa, ellei ammattimainen asiakas sitä spesifisti pyytäisi (HE 126/2021 vp s. 37). Muutosdirektiivin²² esiteksteissä on todettu, että ammattimaiset asiakkaat eivät ole kokeneet näitä edellä mainittuja raportteja hyödyllisiksi. Kyseisten muutosten tarkoitus on ollut helpottaa byrokratiaa, jotta toimintakyky rahoitusmarkkinoilla säilyisi kriisitilanteissa, kuten COVID-19 aikana (HE 126/2021 vp s. 37).

Yleiset periaatteet, kuten informaatiovelvoitteet ja asiakkaille annettavien tietojen tulee olla kuitenkin olla tasapuolista, selkeää eikä harhaanjohtavaa kaikille asiakasluokille kaikissa palveluissa (Loonen & Pattiselanno, 2020). Sääntelyn osalta on mainittava, että informaatio jota asiakkaalle annetaan tulee ottaa huomioon asiakasluokittelu (Loonen &

²¹ Asiakkaan luokitteluun liittyen esimerkiksi kunnat ja paikalliset viranomaiset tulisi kategorisoida lähtökohtaisesti ei-ammattimaisiksi asiakkaiksi edeltäjäänsä verrattuna, koska markkinakäytännöissä on huomattu näiden toimijoiden tekemän transaktioita liian monimutkaisissa tuotteissa ymmärtämättä riskejä niiden suhteen.

²² Direktiivin (EU) 2021/338 lisäys MiFID II -direktiiviin 2014/65/EU

Pattiselanno, 2020). Markkinointiin liittyen MiFID- sääntely ei ole tehnyt rajanvetoa markkinointimateriaalin osalta, onko kyseessä ammattimainen vai ei-ammattimainen asiakas (Loonen & Pattiselanno, 2020). ESMA on kuitenkin antanut lisäohjeistusta sen osalta, että ammattimaisten asiakkaiden osalta markkinoinnissa tulisi myös huomioida, että materiaali antaa selkeän kuvauksen riskeistä sijoituspalvelusta taikka sijoitusinstrumentista (Loonen & Pattiselanno, 2020).

Vaikka informointivelvoitteet ovat keventyneet ammattimaisille asiakkaille niin selontovelvollisuudet ovat pysyneet lähes identtisenä ja jopa lisääntyneet delegoitujen asetusten myötä esimerkiksi kestävyyspreferenssien²³ osalta osana kestävän rahoituksen sääntelyä. Selontovelvollisuudet linkittyvät tiedonantovelvollisuuteen, sillä ilman selottoa on vaikea arvioida miten asiakasta tulisi informoida.

Ammattimaisten asiakkaiden osalta sijoituspalveluntarjoajan tulisi kerätä ja arvioida asiakkaalta heidän sijoitustavoitteensa, riskinsietokyky ja kestävyteen liittyvät preferenssit²⁴ osana sijoitusneuvontaa ja omaisuudenhoitoa. Tavoitteisiin ja riskinsietokykyyn liittyen sijoituspalveluntarjoajan tulee selvittää ammattimaisen asiakkaan sijoitushorisontti, riskinsietokyky, riskiprofiili sekä sijoituksen luonne²⁵ (Loonen & Pattiselanno, 2020). Kestävyyspreferenssien osalta asiakkaalta tulee selvittää asiakkaan mahdolliset kestävästi mieltymykset ja pyrkiä neuvomaan taikka ohjaamaan varoja näiden mieltymysten mukaisesti.

Parhaan toteutuksen periaatteista liiketoimissa MiFID- sääntely erottelee missä formaatista tästä tulisi ilmoittaa, kun kyseessä on ammattimainen taikka ei-ammattimainen asiakas (Loonen & Pattiselanno, 2020). Ammattimaisella asiakkaalla tulee ottaa laajempi arvio tekijöistä, jotka vaikuttavat liiketoimien toteutukseen. Parhaan toteutuksen periaate on keskeinen ammattimaisen asiakkaan yksilöllisen asiakkaansuojan komponentti.

²³ Ks. Komission delegoitu asetus (EU) 2021/1253

²⁴ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54 artikla

²⁵ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54 artikla

Yhteenvetona voidaan todeta, että ammattimaisten asiakkaiden kohdalla selonottovelvollisuudet ovat jopa lisääntyneet kestävyysprefenssien osalta ja tiedonantovelvollisuudet ammattimaista asiakasta kohtaan ovat toisaalta taas vähentyneet sijoituspalveluntarjoajan toimesta esimerkiksi tappioraportointiin liittyen. Myös tulevaisuuden näkymä näyttää samankaltaiselta, sillä vähittäissijoittajiin liittyvässä strategiassa todetaan, että sijoituspalveluyritykset, jotka tarjoavat sijoituspalveluja ammattimaisille asiakkaille tulee olla oikeus sopia yksityiskohtaisten vaatimusten rajoitetusta soveltamisesta kulujen, liitännäisten veloitusten ja kolmansien osapuolten maksujen koskevien tietojen osalta näin ollen vähentäen tiedonantovelvollisuuksia (European Commission, 2023) Kuitenkin tätä rajoitettua soveltuvuutta ei voisi hyödyntää ainakaan nykyisessä luonnoksessa sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoitopalveluiden osalta, jossa heikomman suoja on korkein.

2.5 Sijoituspalvelut ammattimaisille asiakkaille

Sääntelyn ollessa merkittävä komponentti asiakkaansuojan osalta on myös huomioitava sijoituspalveluiden rooli asiakkaansuojassa. Sijoituspalveluilla tarkoitetaan Sijoituspalvelulaissa 2012/747 määriteltyjä palveluita ja ne voidaan jakaa käytännössä toimeksiantojen välittämiseen, toimeksiantojen toteuttamiseen, sijoitusneuvontaan, omaisuudenhoitoon, liikkeeseenlaskun järjestämiseen ja takaamiseen sekä oheispalveluihin, kuten säilytys- ja hoitopalveluihin rahoitusvälineille²⁶ (Finanssivalvonta, 2023). Sijoituspalveluiden tarjoaminen on pääsääntöisesti luvanvaraista toimintaa, johon tarvitaan toimilupa (Finanssivalvonta, 2023). Sijoituspalveluyritys ei voi harjoittaa muuta luvanvaraista toimintaa kuin mitä sen toimiluvassa määritellään.

Toimeksiantojen välittämisessä sijoituspalveluntarjoaja ottaa vastaan rahoitusvälineitä koskevia myynti, osto tai muita toimeksiantoja ja nämä välitetään edelleen toteuttavaksi

²⁶ SipaL 1 luku, §15

muulle kuin sijoituspalveluntarjoajalle itselleen. Tämä tapahtuu käytännössä niin, että toimeksianto välitetään toiselle sijoituspalveluntarjoajalle toteuttavaksi. Yksinkertaistettu esimerkki voisi olla, että sijoituspalveluntarjoaja saattaa yhteen vastapuolet transaktion toteuttamiseksi (Finanssivalvonta, 2023). Yksinkertaisimmillaan välittäminen on kuitenkin esimerkiksi rahastomerkinän välittämistä rahastoyhtiölle osana keskitettyä säilytyspalvelua (Citibank, 2023).

Toimeksiantojen toteuttamisessa taas on kyse siitä, kun asiakkaan lukuun ostetaan, myydään, vaihdetaan taikka merkitään rahoitusvälineitä. Tyypillisesti tämä tapahtuu arvopaperiopistoissa ja kaupankäynti tapahtuu asiakkaan lukuun. Ammattimaisella asiakkaalla voi olla tarve tällaisille palveluille, koska se ei pysty tekemään kaupankäyntiä omaan lukuun ja sijoituspalveluntarjoajia koskee niin sanotut parhaan toteuttamisen periaatteet esimerkiksi hinnan ja nopeuden osalta, jossa asiakkaalle tulee saada paras mahdollinen lopputulos kaupankäynnin osalta. Kaupankäynnin toteuttaminen voi myös tapahtua ns. over-the-counter²⁷ (OTC) kauppoina, joka tapahtuu kauppapaikkojen ulkopuolella (Finanssivalvonta, 2023). Näitä voisivat esimerkiksi olla blokkikaupat pörssin tarjouskirjan ulkopuolella ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa. Blokkikaupalla tarkoitetaan suurilla erillä käytyjä kauppia arvopapereilla (Leppiniemi & Lounasmeri, 2022).

Sijoitusneuvonnasta on kyse, kun asiakkaalle annetaan yksilöllinen suositus, joka koskee tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi²⁸ (Finanssivalvonta, 2023). ESMA:n edeltäjä CESR antoi tarkempaa ohjeistusta sen osalta, mikä on käytännössä sijoitusneuvontaa ja mikä ei, sillä rajanveto ei ole yksinkertainen, vaikka niin voisi ajatella intuitiivisesti. ESMA päivitti CESR:n antaman ohjeen vastikään²⁹, vaikka sisältö pysyi käytännössä täysin samankaltaisena (ESMA, 2023a). Näin ollen viitekehyksen osalta on ratkaisevaa, onko neuvo yksilöllinen ja koskeeko se tiettyä rahoitusvälinettä. Tämän tutkimuksen kan-

²⁷ OTC-kaupat toteutetaan suoraan vastapuolien kesken markkinapaikan ulkopuolella, jossa sijoituspalveluntarjoajat voivat toimia välikätenä.

²⁸ Sijoituspalvelulaki 10 luku §15(5)

²⁹ CESR/10–294

nalta rajanveto sijoitusneuvonnan ja toimeksiannon toteuttamisen (ns. execution -palvelu) välillä on tärkeä selonottovelvollisuuksien vuoksi, joten sijoitusneuvonnan määrittelyä on tarpeen katsoa tarkemmin ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa.

Yksilöllisellä suosituksella tarkoitetaan neuvoa, joka perustuu/soveltuu ammattimaisen asiakkaan yksilöllisiin olosuhteisiin, kuten riskinottohalukkuuteen, sijoitustavoitteisiin sekä asiakkaan kestävyyspreferensseihin³⁰. Näin ollen esimerkiksi yleisluontoinen tutkimusraportti tietystä osakkeesta ja sijoituspalveluyrityksen antama ”osta/lisää/pidä” suositus ei välttämättä ole sijoitusneuvontaa vaan sijoitussuositus, josta säännellään erillisellä asetuksella³¹. Yksilöllinen neuvo voi tulla kyseeseen eksplisiittisesti tai implisiittisesti kokonaisarviointin perusteella (Leskinen, 2017, s. 27). Käytännössä tämä tarkoittaa, että sijoituspalveluntarjoajan ei tarvitse sanoa eksplisiittisesti antavansa sijoitusneuvontaa vaan kokonaisharkinnan perusteella kyseessä oleva dialogi voidaan nähdä sijoitusneuvona riippuen kontekstista. Näin ollen erilaiset vastuurajoituslausekkeet, joilla sijoituspalveluntarjoaja vetoaisi, että se ei anna sijoitusneuvontaa ei päde, mikäli kokonaisarvion perusteella kyseessä olisi sijoitusneuvontaa.

Pääkriteeristö sille mikä erottaa ”yleisen suosituksen” ”yksilöllisestä suosituksesta” on ESMA:n mukaan se, että yleinen suositus ei ota huomioon asiakkaan yksilöllistä tilannetta³² ja mikäli objektiivisesti katsottuna suositus sisältäisi harkintaa asiakkaan yksilölliseen tilanteeseen liittyen tämä olisi sijoitusneuvontaa, mikäli muutkin kriteeristöt³³ täyttyvät³⁴.

Toisena pääelementtinä sijoitusneuvonnan pitää myös koskea tiettyä rahoitusvälinettä, jotta neuvo voidaan nähdä sijoitusneuvontana. Näin ollen esimerkiksi yleinen makrota-

³⁰ CESR/10–294, resitaali 4

³¹ Komission delegoitu asetus (EU) 2016/958

³² CESR/05-290b s. 9.

³³ Tarkempi 5 kriteeristön testi sijoitusneuvonnalle, CESR/10–294 s. 6, ESMA35-43-3861 s. 9

³⁴ CESR/10–294 s. 4

louden analyysi maantieteellisistä alueista ei koske tiettyä rahoitusvälinettä ja ei näin ollen ole sijoitusneuvontaa. Neuvon pitää siis liittyä tiettyyn rahoitusvälineeseen, kuten Nokian osakkeeseen³⁵.

Sijoitusneuvonnan ja esimerkiksi toimeksiannon toteuttamisen välillä on harmaa alue, jolloin on vaikea määritellä, onko kyseessä sijoitusneuvontaa vaiko toimeksiantojen toteuttamista, mistä antaa osviittaa CESR:n luodut spesifit ohjeet sekä ESMA:n päivitetty ohjeet pelkästään sijoitusneuvontaan liittyen. CESR on myös aikasemmin painottanut, että ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa neuvontaan linkittyy myös sijoitustutkimusta sekä muita yleisiä neuvoja, jotka eivät ole lähtökohtaisesti sijoitusneuvontaa³⁶. CESR:n mukaan sijoituspalveluntarjoaja voi luottaa enemmän siihen, että ammattimainen asiakas ymmärtää milloin he saavat sijoitusneuvontaa ja milloin eivät verrattuna ei-ammattimaisiin asiakkaisiin³⁷. Erityisesti huomiota on annettu sille, että relevanssi ammattimaisten asiakkaiden osalta liittyy sijoitusneuvonnan ja yritysrahoituksen (corporate finance) neuvonnan eroon. Käytännössä yritysrahoitus neuvonta ei ole sijoitusneuvontaa, koska yritys ei toimi sijoittajan roolissa kyseisessä tilanteessa³⁸, sillä neuvonta liittyy pääsääntöisesti pääomarakenteeseen, yritysstrategiaan sekä yrityksen sulautumisiin ja ostoihin (M&A)³⁹, joka on sijoituspalvelulain mukaisesti oheispalvelu.

Näin ollen ratkaisevassa onkin se saako ammattimainen asiakas sen käsityksen, että hänelle on annettu sijoitusneuvontaa. Kuitenkin sijoituspalveluntarjoajalla tulee olla selvät prosessit, milloin se antaa sijoitusneuvontaa ja milloin ei, jotta se voi täyttää omat selonotto- ja tiedonantovelvollisuutensa sääntelyn mukaisesti. Tämän tutkielman osalta onkin keskiössä ymmärtääkö myös asiakas, milloin he saavat neuvontaa verrattuna välityspalveluihin.

³⁵ Rahoitusvälineen määritelmään ei kuulu siis määräaikaiset talletukset, sijoitusasunnot vaan rahoitusvälineen määritelmä tulee sijoituspalvelulain 1 luvun §14 mukaisesti, ja kattaa käytännössä eri arvopapereita, joilla voidaan käydä kauppaa markkinapaikoilla. Esimerkiksi arvopaperit, joilla on ISIN-koodi ovat pääsääntöisesti rahoitusvälineitä

³⁶ CESR/10-294 s. 5

³⁷ CESR/10-294 s. 5

³⁸ CESR/10-294 s. 16

³⁹ CESR/10-294 s. 5, 16

OmaisuuDENHOIDOSSA on kyse siitä, että sijoituspalveluntarjoaja hoitaa asiakkaan toimeksiantoon perustuvaa sijoitussalkkua sopimuksen nojalla, niin että päätösvalta sijoittamisesta on annettu kokonaan taikka osittain sijoituspalveluntarjoajalle⁴⁰. OmaisuuDENHOITO vaatii aina kirjallisen sopimuksen asiakkaan kanssa, josta ilmenee osapuolten oikeudet ja velvollisuudet omaisuuDENHOITOON liittyen⁴¹. OmaisuuDENHOIDOLLE ominaista on sijoituspalveluntarjoajan harkinnanvaraisuus sijoituspäätöstensä suhteen asiakkaan sijoitussalkkuun liittyen. Näitä päätöksiä tehdään ilman asiakkaan väliintuloa, muutoin kuin mitä sopimuksella sovitaan palvelun osalta.

OmaisuuDENHOIDOSSA valtuutetaan siis sijoituspalveluntarjoaja hoitamaan sijoitussalkkua eli varallisuusmassaa joko kokonaan taikka osittain ja tekemään asiakkaan puolesta toimeksiantoja (Finanssivalvonta, 2023). Sopimuksen nojalla omaisuuDENHOITAJALLA on oikeus tehdä asiakkaan puolesta sijoituspäätöksiä ja niihin liittyviä toimia (Finanssivalvonta, 2023). Palvelun luonne on sijoituspäätöksiin keskittyvää, eikä niinkään muunlaista omaisuuDENHOITOA, ja palvelu voisi enimmillään pitää sisällään esimerkiksi valtuutuksen osallistua yhtiökokoukseen, mikäli ammattimainen asiakas niin haluaisi (Finanssivalvonta, 2023). OmaisuuDENHOITOPALVELU voi pitää sisällään myös muita omaisuusluokkia kuin rahoitusvälineitä, mutta tämän tutkielman osalta keskitytään nimenomaan rahoitusvälineisiin liittyvään omaisuuDENHOITOPALVELUUN.

Ammattimainen asiakas voisi käytännössä antaa esimerkiksi toimeksiannon sijoitussalkun hoitamiseen sijoituspalveluntarjoajille, joko kertaluontoisesti (konsultatiivisesti) tai täydellä valtakirjalla. Muita esimerkkejä ovat esimerkiksi omaisuuDENHOITOPALVELUT, joissa annetaan toimeksiantoja toteutettavaksi tiettyjen signaalien täytyessä, kuten esimerkiksi toisen asiakkaan sijoituspäätökset, mikäli toiselta asiakkaalta lupa tähän on (copy-trading palvelu) (Finanssivalvonta, 2023) taikka vaihtoehtoisrahastojen hoitajien tarjoama omaisuuDENHOITO.

⁴⁰ SipaL 1 luku §15(4)

⁴¹ SipaL 10 luku

OmaisuuDENhoidossa sijoituspalveluntarjoajalle muodostuu samantyyliisiä selonottovelvollisuuksia kuin sijoitusneuvonnassa, mutta selonotossa tulee kuitenkin huomioida palvelun luonne ja laajuus, joka voi erota huomattavasti omaisuudenhoidon ja sijoitusneuvonnan välillä (Leskinen, 2017, s. 45–48) ammattimaisen asiakkaan kontekstissa, vaikka sovellettavat pykälät ovat samat kuin sijoitusneuvonnassa lähtökohtaisesti. Viitekehyksen osalta on tärkeää ymmärtää, että palvelun luonne on tärkeä ajuri sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuuksien osalta.

2.6 Asiakasluokat ja kriteerit sijoituspalveluissa

Käytännössä asiakasluokittelu tarkoittaa sitä, että sijoituspalveluyritys veloitetaan ryhmittelemään asiakkaat ei-ammattimaisiin, ammattimaisiin sekä hyväksytyihin vastapuoliin sijoituspalveluissa (Leskinen, 2017, s. 45) ja tällä on argumentoitu olevan suurin merkitys yksilöllisen asiakkaansuojan ja menettelytapasäännösten soveltumiseen (Manninen, 2010, s. 19).

Asiakasluokittelu on merkittävä ajuri asiakkaansuojan komponenttien toteutumisen osalta ja viime vuosikymmeninä sijoituspalveluissa on kiinnitetty huomiota osapuolten yksilöllisiin piirteisiin, joka on näkynyt sijoituspalveluihin liittyvässä lainsäädännössä (Hoppu, 2009, s. 65). Ammattimaisia sijoittajia on moneen lähtöön, kuten ammattimaiset institutionaaliset eläkerahastot ja suuryritykset kuten Neste taikka Nokia. Myös muut yritykset, jotka keskittyvät pääasiallisesti sijoittamiseen ja varojen hallinnointiin voidaan kategorisoida lähtökohtaisesti ammattimaisiksi. Tämän lisäksi voi olla luonnollisia henkilöitä, jotka sijoittavat markkinoilla suurella varallisuudella. Toisessa päässä spektriä on taas luonnollinen henkilö, joka on juuri aloittanut sijoittamisen ei-ammattimaisena asiakkaana (Hoppu, 2009, s. 67).

Koska sijoittavia tahoja on moneen lähtöön, niin lainsäädännöllä on kohdistettu heikomman suojaa tarvittaviin ryhmiin, jopa ammattimaisen asiakaskunnan keskuudessa. Näillä

eri tahoilla, kuten yllä olevilla esimerkeillä on huomattavan erilaiset yksilölliset ominaispiirteet ja tarpeet.

Näiden yksilöllisten ominaisuuserojen vuoksi MiFID II-direktiivin ja sijoituspalvelulain asiakkaansuojan taso perustuu pitkälti asiakkaiden luokitteluvollisuuteen⁴² ja sillä on keskeinen sija kokonaissäätelyssä (Wuolijoki, 2009, s. 65). Alkuperäisessä MiFID I- päädirektiivissä onkin todettu johdanto-osan kohdassa 31, että sijoittajansuojaan liittyvät toimenpiteet tulisi mukauttaa sijoittajaluokituksen mukaan (Wuolijoki, 2009, s. 363). Mitä enemmän asiakkaalla on kokemusta ja tietämystä niin sitä enemmän asiakkaalta odotetaan hänen selonottovelvollisuutensa osalta (Hoppu, 2009, s. 70). Asiakkaiden luokittelulla onkin siis merkitystä sijoittajansuojan laajuuteen asiakkaalle. Asiakasluokittelu kuvaa mitä sijoituspalvelun tarjoaja on velvollinen tekemään esimerkiksi selonotto- ja tiedonantovelvollisuuksien osalta (Manninen, 2008, s. 7).

Pääsääntöisesti ei-ammattimaiset asiakkaat ovat kuluttaja-asiakkaita, mutta esimerkiksi yritykset voivat myös olla ei-ammattimaisia asiakkaita, mikä eroaa kuluttajansuojan lainsäädännöstä. Tämän tutkielman tarkoituksena on keskittyä ammattimaisiin asiakkaisiin, joten seuraavat kappaleet käsittelevät ammattimaisten asiakkaiden luokittelua sijoituspalveluissa, sillä asiakasluokittelu on merkittävä komponentti, jolla määritellään asiakkaiden suojan taso sijoituspalveluissa ja sen toteutuminen.

Ammattimaisten asiakkaiden luokittelusta säädetään SipaL:n 1:23§:ssä, ja luokitteluun kohdistuvista menettelytapasäännöksistä säädetään SipaL:n 10:1§:ssä. Kansallinen sääntely pohjautuu kokonaisuudessaan MiFID II-sääntelykehikkoon (HE 32/2012 vp s. 195).

SipaL:n 1:23 § mukaan ammattimaisia asiakkaita ovat lähtökohtaisesti seuraavat kohde-ryhmät:

⁴² SipaL 10 luku §1

- A. Yhteisöt, joilla edellytetään olevan toimilupa tai muuten säänneltyjä toimimaan rahoitusmarkkinoilla esimerkiksi sijoituspalveluyritykset, luottolaitokset tai rahastoyhtiö
- B. Suuryritykset, jotka täyttävät vähintään kaksi seuraavista vaatimuksista:
- taseen loppusumma on yli 20 miljoonaa euroa
 - liikevaihto on yli 40 miljoonaa euroa
 - omat varat ovat yli 2 miljoonaa euroa
- C. Kansalliset ja alueelliset hallitukset, keskuspankit ja muut kansainväliset toimijat kuten Euroopan investointipankki ja Maailmanpankki
- D. Muut yhteisösijoittajat, jonka pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen, esimerkiksi osakeyhtiö, jonka pääasiallisena toimialana olisi rahoitusvälineisiin sijoittaminen. Tämän ryhmän toimijoilta ei edellytetä toimilupaa A kohdan mukaisesti taikka, että ne olisivat muuten sääntelyn alaisia.
- E. Muut asiakkaat, jotka omasta pyynnöstä pyytävät, että heitä kohdellaan ammattimaisina asiakkaina, joilla on valmius tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää riskit niihin liittyen sekä täyttää vähintään kaksi seuraavista vaatimuksista:
- Asiakas on toteuttanut huomattavat suuria liiketoimia (keskimäärin 10 kertaa neljännesvuodessa viimeisen vuosineljänneksen aikana
 - Sijoitusvarallisuus on yli 500 000 €
 - Asiakkaalla on ammattimaista kokemusta rahoitusalan tehtävistä vähintään vuoden ajalta liittyen suunniteltuihin liiketoimiin ja palveluksiin

Ryhmä, joka on mielenkiintoinen tämän tutkimuksen osalta on suuryritykset, jotka voidaan suoraan lain nojalla luokitella ammattimaisiksi asiakkiksi, kun ne täyttävät taseehdot yllä olevan mukaisesti. Tutkimuksen kannalta on mielenkiintoista, että lähtökohteisesti yrityksen taseen koko ei välttämättä vaikuta siihen kuinka paljon yritys osallistuu rahoitusmarkkinoilla ja kuinka paljon sillä on kokemusta markkinoilla toimimiseen (Leskinen, 2017, s. 21). Myös muut asiakkaat, jotka pyytävät kohtelua ammattimaisina asiakkaina on ilmeisin kohde tutkimuksen kannalta. Käytännössä vain tässä ryhmässä voi olla

luonnollisia henkilöitä, joilla on mittava sijoitusomaisuus ja joilla on kokemusta markkinoilla toimimisesta, sillä luonnollista henkilöä ei voida luokitella ammattimaiseksi suoraan lain nojalla. Huomioitavaa on, että ammattimaisten asiakkaiden joukko on heterogeeninen eli epäyhtenäinen ja vaihteleva. Asiakkaita tässä joukossa on moneen lähtöön ja heillä voi olla hyvin erilaiset taustat.

Ammattimaisena asiakkaana luokittelu voidaan toteuttaa kokonaisvaltaisesti kaikkien rahoitusvälineiden/palveluiden osalta (asiakastasolla) tai mahdollisesti vain tiettyjen rahoitusvälineiden/palveluiden osalta (Leskinen, 2017, s. 21). Näin ollen asiakas voisi pyytää kohtelua ammattimaisena asiakkaana yksinkertaisten tuotteiden, kuten osakkeiden kohdalla ja monimutkaisten tuotteiden, kuten johdannaisten osalta ei-ammattimaisena asiakkaana.

Tämän lisäksi mielenkiintoinen ryhmä on muut yhteisösijoittajat, jotka voivat olla toimiluvalla toimivat yhteisöt rahoitusmarkkinoilla yo. A kohdan mukaisesti ja esimerkiksi osakeyhtiöt, jonka pääasiallisena toimialana voi olla rahoitusvälineisiin sijoittaminen (Leskinen, P, 2017, s21) esimerkkinä rahoitusvälineisiin sijoittava holding-yhtiö.

Hyväksytyt vastapuolet voidaan nähdä ammattimaisten asiakkaiden alaluokkana. Hyväksytyt vastapuolet määritellään SipaL:n 1:24 § mukaan ja käytännössä se koskee A, C, D kohdissa tarkoitettuja toimiluvallisia yhteisöjä kuten institutionaalisia sijoittajia. Suuryritys voi myös hakea kohtelua hyväksyttäväksi vastapuoleksi, mikäli se on pyytänyt, että sitä käsitellään ammattimaisena asiakkaana (Leskinen, 2017, s. 22). Huomioitavaa on, että korotus ammattimaisesta hyväksyttäväksi vastapuoleksi ei liity käytännössä samantyyllisiä kvantitatiivisia/kvalitatiivisia rajoja, kuten ei-ammattimaisesta korottaminen ammattimaiseksi asiakkaaksi. Hyväksyttävillä vastapuolilla asiakkaansuoja on vähäisin, koska hyväksyttäviin vastapuoliin ei lähtökohtaisesti sovelleta menettelytapasäännöksiä (Turtiainen, 2018, s. 175), jotka ovat osa yksilöllistä asiakkaansuojaa.

Suoraan lain nojalla hyväksytyksi vastapuoleksi luokiteltua esim. toimiluvallista yhteisöä kuten eläkeyhtiötä voidaan suoraan lain nojalla luokitella hyväksyttäväksi vastapuoleksi, mutta asiakkaalla/sijoituspalveluyrityksellä on myös mahdollisuus oma-aloitteisesti kohdella hyväksyttävää vastapuolta ammattimaisena tai ei-ammattimaisena asiakkaana (Turtiainen, 2018, s. 175–76). Luonnollisia henkilöitä ei voida käytännössä luokitella hyväksyttäväksi vastapuoliksi (Turtiainen, 2018, s. 177).

Sipal: 10:1 § mukaan sijoituspalveluyrityksen tulee tehdä asiakasluokittelu ja asiakasluokittelu tulee ilmoittaa asiakkaalle ennen sijoituspalvelun tarjoamista. Poikkeuksena tähän sääntöön on hyväksyttävät vastapuolet, joille ilmoitusta ei ole pakko tehdä, mikäli luokitus tehdään suoraan lain nojalla⁴³, ilman että asiakas pyytää luokittelumuutosta ammattimaisesta hyväksytyksi vastapuoleksi. Asiakasluokitus on pääsääntöisesti salassapitovelvollisuuden piiriin alla olevaa tietoa (Turtiainen, 2018, s. 174).

Luokitteluilmoituksella pyritään turvaamaan yksilöllisen asiakkaansuojan turvaavien menettelytapasäännösten kohdentaminen oikeille sijoittajaryhmille ja ennen kaikkea, että asiakas tietää oman luokituksensa (Turtiainen, 2018, s. 178). Sipal:n 10 luvun 1§:n mukaan, mikäli asiakasta kohdellaan saatavilla olevien tietojen mukaan ammattimaisena asiakkaana, tästä tulee ilmoittaa asiakkaalle. Mikäli ei-ammattimaista asiakasta kohdeltaisiin sen pyynnöstä ammattimaisena, tulee tästä tehdä sopimus (Leskinen, P, 2017, s22).

Käytännössä kun asiakas haluaa poiketa lain nojalla vallitsevasta tilanteesta asiakasluokittelun osalta, tulee tästä aina sopia palveluntarjoajan kanssa ja sijoituspalveluyrityksen vastuulla on arvioida täyttääkö asiakas lain vaatimat ehdot. Sijoituspalveluntarjoajan tulee ilmoittaa asiakkaalle mahdollisuudesta asiakasluokittelun muutokseen sekä yksilöllisen suojan kohdistuvista rajoituksista⁴⁴.

⁴³ Sipal 1 luku §24, Sipal 10 luku §1, Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 71 artikla

⁴⁴ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 45(2) artikla

Tämän lisäksi Sipal: 10:1 § mukaan asiakkaalle on ilmoitettava, että ammattimaisena asiakkaana hän ei kuulu kaikkien laissa olevien menettelytapasäännösten ja asiakkaansuojan piiriin sekä sijoittajien korvausrahaston piiriin. Asiakkaan on vielä vastaavasti ilmoitettava kirjallisesti ymmärtävänsä kyseisen sijoittajansuojan laskun. Lisähuomiona on vielä hyvä kiinnittää huomiota ei-ammattimaisiin asiakkaisiin, jotka ovat omasta pyynnöstään pyytäneet kohtelua ammattimaisena asiakkaana. MiFID II-liitteessä omasta pyynnöstä ammattimaisena asiakkaina kohdeltavia ei voida olettaa omaavan samaa markkinatietoa- taikka kokemusta, kuin suoraan lain nojalla olevaa ammattimaista asiakasta, vaikka he ovatkin luokiteltu ammattimaisiksi asiakkaiksi. Nämä eroavaisuudet esimerkiksi ilmenevät sijoitusneuvonannan selonottovelvollisuuden sisällöstä esimerkiksi taloudellisen tilan osalta⁴⁵.

Yllä olevat kappaleet herättävätkin kysymyksen, miksei ammattimainen sijoittaja haluaisi aina, että häntä kohdeltaisiin ei-ammattimaisena asiakkaana, koska hänellä olisi laajin asiakkaansuoja. Ammattimaisena asiakkaana toimiminen voi mahdollisesti vähentää kustannuksia sijoituspalveluiden käytöstä. Turtiainen (2018, s. 169) perustelee, että ammattimaiset asiakkaat ja hyväksyttävät vastapuolet pääsisivät hyödyntämään alhaisempia kustannuksia luokittelunsa vuoksi, koska menettelytapasäännökset ei-ammattimaisen asiakkaan kohdalla aiheuttavat korkeampia kuluja sijoituspalveluntarjoajalle, jotka lopulta näkyvät myös sijoituspalveluiden tarjoajien kulurakenteessa.

Tämän lisäksi asiakas voi kokea, että hänellä ei ole tarvittavaa kokemusta ja tietämystä, jotta voisi itse arvioida tai hallita asianmukaisesti sijoituspäätöstensä riskejä. MiFID -II liitteen mukaan onkin ammattimaisen asiakkaan vastuulla pyytää kattavampaa suojaa, mikäli asiakas ei pystyisi itse arvioimaan ja hallitsemaan sijoituspäätöstensä riskejä (Manninen, 2008, s. 13). Sijoituspalveluntarjoaja ei ole siis velvollinen arvioimaan tarvitseeko kyseinen asiakas kattavampaa asiakkaansuojaa Euroopan komission mukaan (Manninen, 2008, s. 13), mutta toki on velvollinen luokittelemaan asiakkaansa oikein.

⁴⁵ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54(6) artikla

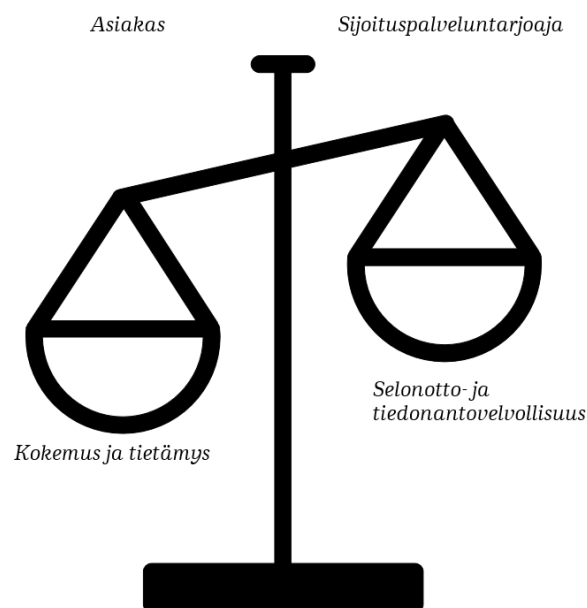
Ammattimaisella asiakkaalla voi olla myös tarve käyttää monimutkaisempia ja riskialttiimpia tuotteita esimerkiksi riskien suojaamiseksi erilaisilla johdannaisinstrumenteilla (Puttonen & Knüpfer, 2018, s. 218.). Ammattimaisella asiakkaalla voi olla myös tarvetta räätälöidyille palveluille / tuotteille, jotta he voivat hallita esimerkiksi sijoitusportfolionsa altistumista / hajauttamista tietyille riskeille. Tämän lisäksi ammattimaisena asiakkaana olemisen voi auttaa heitä tekemään päätöksiä nopeammin sijoituspalveluyrityksensä kanssa, koska sijoituspalveluyritys voi luottaa paremmin siihen, että asiakkaalla on tarvittava kokemus ja tietämys ja ymmärrys riskeistä sijoituspalveluissa erityisesti monimutkaisten tuotteiden osalta. Palveluiden saatavuuden nopeus ja pääsy räätälöityihin palveluihin voi myös olla merkittävä syy ammattimaisena asiakkaana olemisena.

Kolikon toisella puolella ammattimaisella asiakkaalla on vähemmän sääntelyn tuomaa yksilöllistä asiakkaansuojaa, ja sijoittajan vastuut kasvavat selonottovelvollisuuksien vuoksi, koska heiltä odotetaan vastavuoroisesti enemmän ymmärrystä tuotteista (Luukkonen, 2018). Asiakasluokittelu on sinällään linjassa asiakkaan tietämisvelvollisuuden kanssa (Luukkonen, 2018, s. 146). Esimerkiksi korkeimman oikeuden (KKO 2015:93) tapauksessa sijoittaja ei ollut ”erityisen kokenut tai asiantunteva”, vaikka hänellä oli yli viiden vuoden kokemus ja tuntemus osake- ja korkoinstrumenteista. Käytännössä korkeimman oikeuden tapauksessa ei annettu suoraan painoarvoa asiakasluokittelulle vaan asiakkaan tosiasialliselle tietämykselle ja kokemukselle, mikä sinällään osittain kyseenalaistaa luokittelujärjestelmän. Kuitenkin asiakkaansuoja on ennen kaikkea ennaltaehkäisevää sääntelyä, jonka tulisi ennaltaehkäistä edellä mainittu tilanne.

Yhteenvetona voidaan todeta, että asiakasluokittelulla on suuri merkitys yksilölliseen asiakkaansuojaan ja menettelytapasäännöksiin (Manninen, 2010, s. 19), joka on keskiössä tässä pro gradu -tutkielmassa. Ei-ammattimaiset asiakkaat nauttivat kattavimmasta asiakkaansuojasta verrattuna ammattimaiseen asiakkaaseen. Näin ollen asiakkaalla voi olla insentivejä luokitella itsensä joissakin tuotteissa ammattimaiseksi ja toisissa tuotteissa ei-ammattimaiseksi. Luokittelun merkityksellä oikeuskäytäntöön on ristiriitaiset näkemykset, mutta oikeuskäytännössä näkyy tosiasiallisen kokemuksen ja tietämyksen tärkeys, joka on keskiössä myös asiakasluokittelussa.

2.7 Ammattimaisten asiakkaiden yksilölliset ominaisuudet

Asiakkaansuojan toteutumisen osalta on tärkeää myös tarkastella asiakasluokituksen lisäksi sijoituspalveluntarjoajien vastuuta ottaa huomioon ammattimaisten asiakkaiden yksilölliset ominaisuudet, jotka ovat osana arviota sijoituspalveluntarjoajien sopimusoidellisia veloituksia (Manninen, 2010, s. 21). Ammattimaisten asiakkaiden osalta voi olla paljon vaihtelua asiakkaiden yksilöllisten ominaisuuksien osalta, sillä joukko on heterogeeninen. Toisessa ääripäässä ovat suuret institutionaaliset sijoittajat, kun taas toisessa päässä ovat luokitusmuutoksen pyytäneet luonnolliset henkilöt, jotka juuri ja juuri kategorisesti yltyvät ammattimaisen asiakkaan statukselle. Näille ryhmille annettava sijoitusneuvonta taikka omaisuudenhoito voi olla hyvinkin erilaista ja lähteä eri lähtökohdista. Ammattimaisten asiakkaiden ryhmän sisältä voidaankin edellyttää erilaista käyttäytymistä myös heidän selonottovelvollisuuksiensa osalta (Hoppu, 2009, s. 256). Kuvio 3 osoittaa sen, että lähtökohtaisesti mitä enemmän asiakkaalla on kokemusta ja tietämystä sijoitustuotteista, sitä vähemmän erilaisiin selonotto- ja tiedonantovelvollisuuksiin tulisi keskittyä.



Kuvio 3. Ammattimaisen asiakkaan yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus selonotto- ja tiedonantovelvollisuuksiin

Vaikka kategorisesti ammattimaisilta sijoittajilta odotetaan, että heillä on tarvittava kokemus ja tietämys sekä ymmärrys riskeistä, niin sijoituspalveluntarjoajien tulee silti arvioida esimerkiksi yksilöllisten tuotteiden soveltuvuutta asiakkaan sijoitustavoitteisiin verrattuna, jotka liittyvät vahvasti asiakkaiden yksilöllisiin ominaisuuksiin.

Wuolijoki (2009) on väitöskirjassaan käyttänyt esimerkkiä, missä hypoteettisessa tilanteessa suuryrityksen toimitusjohtaja haluaisi johdannaisinstrumentteja koskevaa sijoitusneuvontaa ja neuvoja huomaa osana selonottovelvollisuuksiaan, että yrityksen edustajalla ei ole ymmärrystä näihin instrumentteihin liittyviin riskeihin⁴⁶ ja näin ollen neuvoja olisi veloitettu ottamaan nämä yksilölliset ominaisuudet huomioon selonotto- ja tiedonantovelvollisuuksien osalta (Wuolijoki, 2009, s. 370–377). Tämän osalta on hyvä huomioida, että lähtökohtaisesti teoreettinen viitekehys ei suoraan sääntelyn osalta pakota sijoituspalveluntarjoajaa tekemään tätä, mutta yleiset periaatteet sijoituspalveluissa voivat ohjata tämän tekemään.

Asiakkaan yksilölliset ominaisuudet ohjaavat osaltaan siis sijoituspalveluntarjoajan velvollisuuksia mutta myös sijoittajan velvollisuuksia, vaikka asiakkaalla ei ole sijoituspalvelulaissa suoraan osoitettu selonottovelvollisuutta tuotteiden osalta samankaltaisesti kuin sijoituspalveluntarjoajalla, kuten Luukkonen (2018) väitöskirjassaan toteaa. Esimerkiksi asiakkaan selonottovelvollisuuksien konkreettinen sisältö riippuu myös asiakkaan yksilöllisistä ominaisuuksista (Lind, 2018, s. 15). Esimerkkinä voi olla ison sijoitussalkun omistava 70-vuotias, joka voisikin kategorisesti olla ammattimainen asiakas, mutta toteutuuko kvantitatiiviset testit ammattimaisen asiakkuuden osalta riippuvat myös asiakkaan yksilöllisistä ominaisuuksista ja esimerkiksi Finanssivalvonta on painottanut tarkastuksissaan esimerkiksi iän merkitystä (Finanssivalvonta, 2017, s. 1–24), joka on asiakkaan yksilöllinen ominaisuus.

⁴⁶ Esimerkiksi reaali maailmassa Finavian -johdannaistapaus ks. Helsingin Sanomat 2015

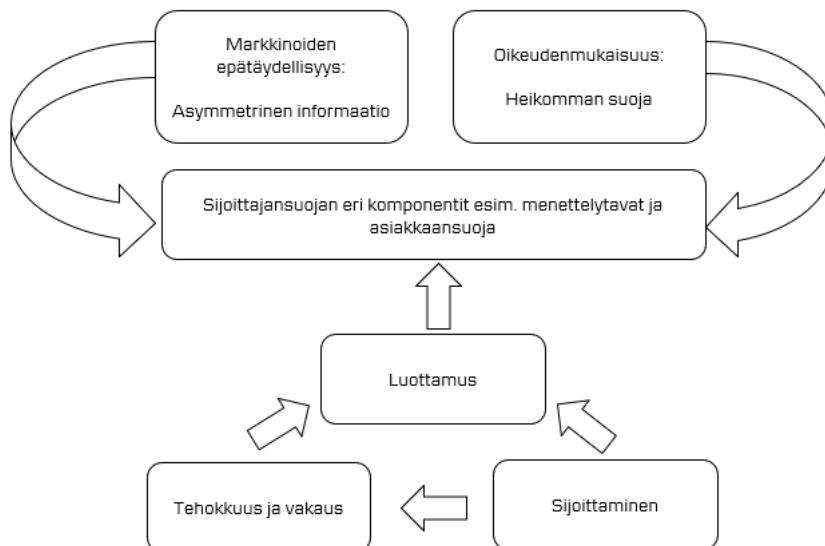
Loppujen lopuksi asiakasluokittelu on ensisijainen väline sijoituspalveluntarjoajan asiakkaansuojan komponentteihin liittyen. Yksilölliset ominaisuudet ovat myös merkityksellisiä arvioitaessa esimerkiksi yrityksen edustajan kykyä muodostaa sijoituspäätöksiä yrityksen puolesta, ja selvitettyjä tietoja voi olla tarpeen täydentää yksilöllisten ominaisuuksien mukaan (Wuolijoki, 2009, s. 369). Ylipäätensä kaikessa palveluntarjonnassa sijoituspalveluihin liittyen tulee ottaa huomioon asiakkaan yksilölliset ominaisuudet, jotta asiakkaansuoja toteutuu riittäväällä tasolla.

3 Kollektiivinen sijoittajansuoja ja yksilöllinen asiakkaansuoja Suomen arvopaperimarkkinoilla

Seuraavassa kappaleessa käydään läpi yleisesti sijoittajansuojaa ja sen kehittymistä, jotta tutkielman kannalta keskeinen asiakkaansuojan viitekehys voidaan johtaa. Sijoittajansuojan kehittymistä on painotettu jo ensimmäisen arvopaperimarkkinalain säädöksissä 1980-luvun loppupuolella (Luukkonen, 2018, s. 56–57). Jo tuolloin painotettiin luottamuksen tärkeydestä arvopaperimarkkinoita kohtaan ja erityisesti painotettiin luottamusta puolueettomuuteen ja tehokkuuteen (Luukkonen, 2018, s. 56–57). Puolueettomilla markkinoilla tarkoitettiin sitä, että kukaan ei pystyisi vaikuttamaan arvopaperin hintaan (Luukkonen, 2018, s. 56–57) epärehellisin keinoin eli nykykielellä tämä voisi tarkoittaa markkinamanipulaation keinoin. Tehokkuudella taas viitattiin markkinoihin, jonka arvopapereiden hinnat refleктоivat mahdollisimman suoaran ja tehokkaasti markkinoilla oleviin tietoihin arvopapereista. Lopulta EU-jäsenyyden myötä kollektiivisesta ja yksilöllisestä sijoittajansuojasta tuli tärkeä osa arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuutta (Luukkonen, 2018, s. 56–57). Tiedonantovelvollisuudet ovat olleet ydinkysymyksiä jo alusta saakka sijoittajansuojan kehityksessä, mutta esimerkiksi ei-ammattimaisten heikomman suojan tarpeeseen alettiin kiinnittää korostunutta huomiota EU-jäsenyyden myötä, jonka jälkeen sääntelyn voidaan todeta kasvaneen huomattavasti sijoituspalveluissa (Luukkonen, 2018, s. 56–57).

3.1 Sijoittajansuoja Suomen arvopaperimarkkinoilla

Niin kollektiivisen kuin yksilöllisen sijoittajansuojan keskeinen tavoite on ylläpitää ja nostaa asiakkaiden luottamusta rahoitusmarkkinoita kohtaan erityisesti finanssikriisien jälkimarkkinoilla ja suojella sijoittajia asymmetriseltä informaatiolta eli epäsymmetriseltä informaatiolta rahoitusmarkkinoilla toimiessa (Luukkonen, 2018, s. 40–41). Kuvio 4 havainnollistaa sijoittajansuojan merkitystä markkinoilla.



Kuvio 4. Sijoittajansuojan merkitys markkinoilla (Luukkonen, 2018, s. 62)

Epäsymmetrisellä informaatiolla tarkoitetaan tiedon epätasapainoa markkinoilla toimiessa ja se käytännössä tarkoittaa, että sijoituspäätöstä tehdessä osapuolilla on eri tietoa kuin toisilla osapuolilla ja tätä epäkohtaa pyritään korjaamaan sääntelyllä. Epäsymmetrinen informaatio on luonut markkinahäiriöitä rahoitusmarkkinoilla jo tovin, joka on johtanut laajoihin tiedonantovelvollisuuksiin asiakkaita kohtaan. Tarkoituksena onkin, että sijoittajat voisivat tehdä informoituja sijoituspäätöksiä perustuen samaan saatavilla olevaan informaation asiakasluokituksesta välittämättä. Luottamuksen osalta tavoitteena on, että sijoittajat allokoivat portfolionsa rahoitusmarkkinoille, joka itsessään lisää markkinoiden tehokkuutta (Luukkonen, 2018, s. 52).

Usein yksilöllisen asiakkaansuojan yhteydessä voidaan käyttää myös termiä sijoittajansuoja. Näiden termien erona on kuitenkin, että yksilöllinen asiakkaansuoja pääsääntöisesti tarkoittaa suojaa liittyen sijoituspalveluntarjoajaan ja sen asiakkaan väliseen suhteeseen esimerkiksi selonottovelvollisuuden ja tiedonantovelvollisuuksien liittyen, kun taas sijoittajansuojalla voidaan tarkoittaa niin yksilöllistä kuin kollektiivista suojaa sijoittajajoukolle esimerkiksi sisäpiiritiedon käytön kiellon taikka julkisen osakeyhtiön tiedonantovelvollisuuksien osalta markkinalla sijoittajia kohtaan (Leskinen, 2017, s. 13).

Näitä termejä käytetään usein sekaisin, mutta tarkoituksena on tutkia sopimussuhteen ulkopuolisia keinoja suojata asiakkaita, kuten sijoituspalveluntarjoajan menettelytapasäännöksiä. EU:n tuomioistuin on ratkaisussaan C-604/11414 tuonut esille, että edellä mainitut säännökset, kuten MiFID ovat turvaamassa sijoittajien asemaa ja, että sijoittajalla olisi lisäksi yksilöllinen sopimusoikeudellinen suoja mekanismi (Luukkonen, 2018).

Kollektiivista ja yksilöllistä sijoittajansuojaa yhdistää se, että sijoittajia/asiakkaita pyritään suojaamaan sopimussuhteen ulkopuolisilla keinoilla esimerkiksi erilaisilla lailla, säännöillä, viranomais määräyksillä, jotka liittyvät rahoitusmarkkinoiden menettelytapoihin ja mekanismeihin. Tutkielman yhteydessä yksilöllisellä asiakkaansuojalla tarkoitetaan sijoituspalveluntarjoajan tiedonanto- ja selonottovelvollisuuksia ammattimaisia asiakkaita kohtaan. Kuluttajansuoja voidaan myös sekoittaa sijoittajansuojaan/asiakkaansuojaan, mutta näiden erona on kuitenkin se, että sijoitusinstrumentteihin liittyy aina riski sijoitusten menetyksestä (Luukkonen, 2018, s. 68).

Sijoittajansuojan määritelmä on haastava, koska siihen voi liittyä niin suoria kuin epäsuoria komponentteja, kuten sanktiouhka. Nykypäivän kokonaisvaltainen sijoittajansuoja koostuu monesta eri osa-alueesta, kuten: (ks. Luukkonen, 2018, s. 56–60; HE 56/1998 vp, s. 7–8; Finanssivalvonta, 2017, s. 2).

1. Sijoituspalveluntarjoajien toimilupaedellytykset (toimilupavaatimukset kuten sijoituspalveluntarjoajan rekisteröintivaatimus, markkinoille tulon kynnys, omistajakontrolli, hallinto- ja ohjausjärjestelmät (fit & proper))
2. Finanssialan toimijoiden vakavaraisuusvaatimukset
3. Sijoitustuotteiden ja palveluiden sisällöllinen hallinta ja laatu (esimerkiksi tuotehallintamenettely ja sijoitustuotteiden riskiluokittelu)
4. Tuotteiden liikkeeseenlaskijoiden, tarjoajien ja sijoittajien menettelytavat rahoitusmarkkinoilla toimiessa (esimerkiksi sisäpiiritiedon käytön kieltäminen, tuotteiden tiedonantovelvollisuus liikkeeseenlaskijoiden toimesta, sisäpiiritiedon hallinta, eturistiriitojen hallinta)

5. **Yksilöllinen sijoittajansuoja eli asiakkaansuoja**⁴⁷ (asiakasluokittelu, selonotto-velvollisuus, tiedonantovelvollisuus, asianmukaisuus- ja soveltuvuusarvio, lojaliteettiperiaate- ja huolenpito-velvollisuus, eturistiriitojen hallinta, asiakasvarojen erottelu, sopimus palveluista)
6. Markkinaosapuolten itsesääntely (esimerkiksi Helsingin pörssin sääntely)
7. Sijoittajan velvollisuudet (esimerkiksi selonotto-velvollisuus, tiedonantovelvollisuus, reklamaatio-velvollisuus)
8. Henkilökunnan osaamis- ja kokemusvaateet (esimerkiksi APV 1-2⁴⁸)
9. Viranomaisvalvonta (esimerkiksi Finanssivalvonnan suorittama riskiperusteinen valvonta ja valvojien antamat ohjeet ja määräykset)
10. Tehokkaat oikeussuojakeinot ongelmatilanteissa (esimerkiksi vahingonkorvaus-velvollisuus, reklamaatioiden käsittely, riidanratkaisu)
11. Sanktiouhka ja rangaistussäännökset (esimerkiksi Finanssivalvonnan sanktiot menettelytaparikkomuksiin liittyen sekä valvojien tuoteinterventiot)
12. Sijoittajien koulutus ja valistus (esimerkiksi kestävän kehityksen preferenssien kouluttaminen ja valistaminen osana sijoitusneuvontaa asiakkaille)
13. Yleissäännökset eli hyvä markkinatapa (esimerkiksi sijoituspalveluntarjoajien on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti ja asiakkaan parhaan edun mukaisesti, lojaliteettiperiaate, hyvän tavan merkitys korostuu tilanteessa, josta ei ole yksityiskohtaista sääntelyä)
14. Kaupparaportointi (esimerkiksi markkinapaikkojen kaupparaportointi)

Voidaankin todeta, että sijoittajansuojan päämekanismit on siis toteutettu pääsääntöisesti lainsäädännön ja sääntelyn kautta sijoittajia ja sijoituspalveluntarjoajia kohtaan, joilla asetetaan viitekehys, jossa toimia. *Sijoituspalveluyrityksen on yleisesti toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaidensa parhaan edun mukaisesti*⁴⁹

⁴⁷ Yksilöllinen sijoittajansuoja eli asiakkaansuoja on keskiössä tässä pro gradu -tutkielmassa

⁴⁸ Finanssiala ry on suositellut, että sijoituspalveluntarjoajien henkilöstö suorittaa sijoituspalvelututkinnon APV1 tai APV2

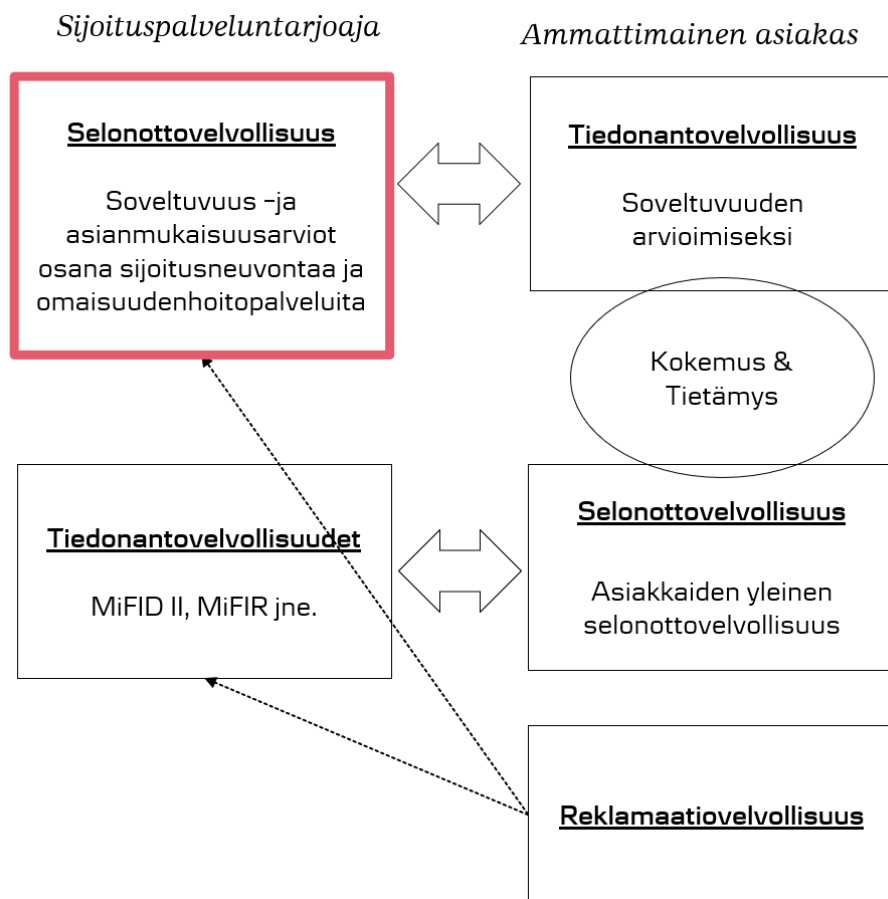
⁴⁹ SipaL 2012/747 10 luku §2

(Luukkonen, 2018, s. 56–60), jota voidaan kuvata yleisperiaatteeksi, kuten hyvä arvopaperimarkkinatapa. Yllä olevien pääkohtien tavoitteena on taata turvalliset ja tehokkaat arvopaperimarkkinat. Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia komponenttia liittyen yksilölliseen asiakkaansuojaan sijoituspalvelusuhteessa.

3.2 Yksilöllinen asiakkaansuoja sijoituspalveluissa Suomessa

Kertauksena yksilöllisellä asiakkaansuojalla tarkoitetaan siis suojaa ammattimaisen asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan välisessä asiakassuhteessa. Ammattimaisen asiakkaan kohdalla yksilöllinen asiakkaansuoja lähtee siitä olettamasta, että ammattimaisella asiakkaalla *pitäisi olla riittävästi kokemusta, tietämystä ja asiantuntemusta itsenäisten sijoituspäätösten tekemiseen ja niistä aiheutuvien riskien asianmukaiseen arviointiin* (Luukkonen, 2018, s. 68). Kuitenkin ammattimaisille asiakkaille on tuotu suojaavia elementtejä sijoituspalveluissa ja esimerkiksi verrattuna kuluttajansuojaan myös yritykset voivat olla suojan kohteena, mikäli he ovat ammattimaisia asiakkaita.

Näin ollen lähtökohtaisesti yksilöllinen asiakkaansuoja koskee kaikkia asiakkaita niin ammattimaisia kuin ei-ammattimaisia sijoittajia. Ammattimaisten ja ei-ammattimaisten asiakkaiden suojelun tasolla on kuitenkin eroja. MiFID II -direktiivin osalta ammattimaisten asiakkaiden suojan tasoa parannettiin edeltäjään verrattuna esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden osalta, jotka säänneltiin koskemaan myös ammattimaisia asiakkaita (Luukkonen, 2018, s. 68), ja myöhemmin delegoiduissa asetuksissa myös kestävään kehitykseen liittyvät selonottovelvollisuudet säänneltiin koskemaan myös ammattimaisia asiakkaita. Kuitenkin COVID-19 myötä tullessa EU:n pääomamarkkinoiden elpymispaketissa toteutettiin sijoituspalveluyrityksille helpotuksia menettelytapavelvollisuuksiin liittyen (HE 126/2021 vp. s. 1) ja esimerkiksi ammattimaisten asiakkaiden osalta helpotuksia tuli tiedonantovelvollisuuksiin. Kuvio 5 selventää sijoituspalveluntarjoajan ja ammattimaisen asiakkaan velvollisuuksia osana sijoituspalveluita ja asiakkaansuojan toteutumista.



Kuvio 5. Sijoituspalveluntarjoajan ja asiakkaan velvollisuudet - dialogi (Luukkonen, 2018, s. 77)

Ammattimaisten asiakkaiden suojantaso voi siis vaihdella verrattuna ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Tämä johtuu jo myös siitä, että ammattimaisten asiakkaiden alaluokkana pidetty hyväksytty vastapuoli ei käytännössä nauti suojasta sijoituspalveluissa lainkaan. Keskeisessä asemassa on myös mistä sijoituspalvelusta on kyse, joka määrittelee kuinka laaja suojan taso on.

Komission delegoitu asetus 2017/565/EU lähtee siitä olettamasta, että yksilöllisen suojan osalta, kun annetaan tietoa tai hankitaan tietoa asiakkailta, olisi otettava huomioon onko asiakkaana ammattimainen vai ei-ammattimainen asiakas (Luukkonen, M, 2018⁵⁰).

⁵⁰ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, resitaalit 31, 63 ja 64

Ammattimaisten asiakkaiden pitäisi itse pystyä myös ottamaan selvää, mitä tietoja he tarvitsevat voidakseen tehdä rationaalisen sijoituspäätöksen. (Wuolijoki, 2009, s. 363)

Lähtökohtaisesti asiakas on useasti kokemuksen ja tietämyksen osalta heikommassa asemassa kuin sijoitustuotteen tarjoaja (Luukkonen, 2018, s. 53). Sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuudet liittyvät näin ollen vahvasti yksilölliseen asiakkaansuojaan, jotta siitä seuraavat tiedonantovelvollisuudet voisivat täyttyä riittävällä tasolla asiakkaan suojan täyttämiseksi asiakkaan yksilölliset ominaisuudet huomioiden. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden on katsottu edistävän asiakkaansuojaa ja arvopaperimarkkinoihin kohdistuvaa luottamusta esimerkiksi esiteasetuksen osalta⁵¹. Kuitenkin ammattimaiset asiakkaat ovat kokeneet yleisesti standardisoidut tiedonantovelvollisuudet raskaina ja epäkäytännöllisinä (HE 126/2021 vp. s. 25).

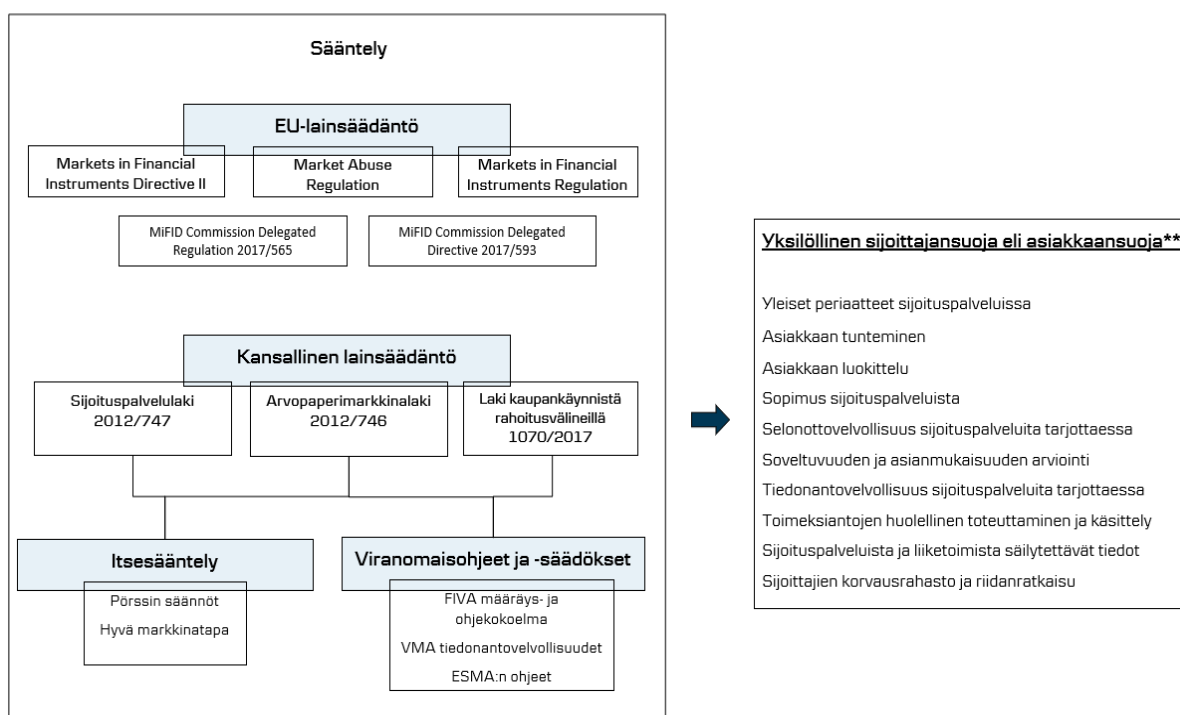
Kolikon toisella puolella on myös se, että asiakkaalla on tiedonantovelvollisuus sijoituspalveluntarjoajaa kohtaan, jotta sijoituspalveluntarjoaja voisi tarjota palveluitaan parhaalla mahdollisella tavalla asiakkaalleen. Voidaankin todeta, että yksilöllisen asiakkaansuoja toteutuminen on molempien osapuolien tehtävä ja intressi, kuitenkin korostuneesti sijoituspalveluntarjoajan osalta, sillä lainsäädännössä ei ole suoraan määritelty näitä velvollisuuksia asiakkaalle.

3.3 Yksilöllinen asiakkaansuoja sijoituspalvelusuhteessa ja sen komponentit

Tutkielman keskittyessä yksilölliseen asiakkaansuojaan ja sen toteutumiseen on tärkeää johtaa viitekehys, jota empiriassa tarkastellaan. Seuraava kappale määrittelee yleisen viitekehysten asiakkaansuojan komponenteista. Sijoituspalveluntarjoajia ja näiden asiak-

⁵¹ Komission direktiivi 2003/71/EY, resitaali 18

kaiden välisiä sopimussuhteita koskevat yleissäännökset ja periaatteet liittyen asiakkaansuojaan löytyvät kansallisesta⁵², kansainvälisestä⁵³ ja valvojen antamasta ohjeistuksesta⁵⁴ sekä loppupeleissä oikeuskäytännön kautta⁵⁵. Ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojaa koskevat yleissäännökset löytyvät pääsääntöisesti Sijoituspalvelulain 2012/747 10 luvusta, johon on implementoitu MiFID II-direktiivi. Tämän lisäksi EU-tasolla on suora sääntelyä, kuten komission delegeoitu asetus 2017/565, joka täydentää sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevia vaatimuksia. Sääntely siis luo asiakkaansuojan viitekehyksen ja minimivaateet, kuten kuvio 6 osoittaa.



Kuvio 6. Yksilöllinen asiakkaansuoja – viitekehyksen minimivaateet

Pääsääntöisesti kansallinen lainsäädäntö on ensisijaista ja yleisesti sijoituspalvelulain 10 luvussa säädetään asiakassuhteen menettelytavoista. Tämän lisäksi esimerkiksi komis-

⁵² SipaL 2012/747 10 luku

⁵³ Komission direktiivi (MiFID II) 2014/65, Komission delegeoitu asetus 2017/565, Komission delegeoitu asetus 2017/563

⁵⁴ ESMA ohjeet, Finanssivalvonta ohje -ja määräyskokoelma

⁵⁵ Esimerkiksi KKO 2015:93 (Lehman Brothers CDO), Mermaid -joukkovelkakirjat ks esim. Yle-uutinen 29.6.2010

sion delegoitu asetus 2017/565 on suoraan sovellettavaa lainsäädäntöä liittyen menettelytapoihin. Sijoituspalvelulaki luo yleisesti viitekehyksen menettelytavoille liittyen asiakasluokitteluun, markkinointiin, sopimukseen, selonottovelvollisuuksiin, tiedonantovelvollisuuksiin, toimeksiantojen huolelliseen toteuttamiseen -ja käsittelyyn sekä riidanratkaisumenettelyyn (HE 126/2021 vp. s. 15) yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumiseksi. Yksilöllistä asiakkaansuojasääntelyä hallitsee pakottavat sisällöt liittyen sopimusoikeudellisiin normeihin sekä erilaiset selonotto- ja tiedonantovelvollisuudet (Wuolijoki, 2014, s. 3).

On helppo ajatella, että ammattimaisilla asiakkailla ei ole suurta tarvetta yksilölliselle suojalle taikka tarvetta heikomman suojalle, sillä heillä tulisi olla kokemus ja tietämys sekä ymmärrys riskeistä. Ei-ammattimaisten suoja on monelle tuttu ja vahvasti mukana käytännön tekemisessä. Ammattimaisille asiakkaille on mahdollista, että saman suojan noudattaminen ei ole yhtä vahvasti mukana käytänteissä. Sijoituspalveluyritysten on helppo kerätä kaikki lainsäädännössä vaaditut tiedot luettelokohtaisesti, mutta vaarana on, että sijoituspalveluntarjoaja ei kiinnitä huomiota henkilökohtaisiin olosuhteisiin erityisiin tarpeisiin/tavoitteisiin / kokemukseen ja tietämykseen. Tämä aiheuttaa riskin siitä, että tehdään epäoptimaalisia sijoitusvalintoja, jotka eivät ole soveltuvia asiakkaalle.

Seuraavissa kappaleissa käydään läpi tarkemmin yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit⁵⁶ ja mitä ne tarkoittavat ammattimaisille asiakkaille sijoituspalvelusuhteessa, joka pohjustaa tutkielman empiriaosiota.

⁵⁶ Yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit kuten yleiset periaatteet sijoituspalveluissa, asiakkaan tunteminen, luokittelu, sopimus, selonottovelvollisuus, asianmukaisuus- ja soveltuvuusarvio, tiedonantovelvollisuus, toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen, korvausraho

3.3.1 Yleiset periaatteet sijoituspalveluissa

Yleiset periaatteet ja niin sanottu hyvä markkinatapa ovat osa yksilöllistä asiakkaansuojaa. Yleiset periaatteet sijoituspalvelun ja oheispalveluiden tarjoamisessa ja markkinoinnissa ovat osa Sijoituspalvelulakia, sillä sijoituspalveluita tarjottaessa on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti ja ammattimaisesti asiakkaan edun mukaisesti ('yleiset periaatteet')⁵⁷. ja tämä koskee pääsääntöisesti kaikkia asiakasluokkia.

Sijoituspalvelulain mukaan palvelua ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaista taikka harhaanjohtavaa tietoa ja kaiken viestinnän tulee olla tasapuolista ja selkeää kaikille asiakkaille. Mikäli edellä mainittu viestintä palveluihin liittyen olisi harhaanjohtavaa tai totuudenvastaista tämä tulisi oikaista viivytyksettä⁵⁸. Sijoituspalveluntarjoajan on tämän lisäksi toimittava asiakkaan parhaan edun mukaisesti⁵⁹, joka käytännössä koostuu siitä, että salkunhoitoa sekä toimeksiantojen vastaanottamista ja välittämistä tarjoavien tulee päätyä asiakkaalle parhaan edun mukaiseen lopputulokseen, esimerkiksi hinnan, kustannusten, nopeuden, toteuttamisen ja toimituksen, suuruuden ja luonteen osalta⁶⁰. Tätä kutsutaan niin sanotusti parhaan toteutuksen periaatteeksi, mutta asiakkaan parhaan edun mukaisesti mukaisuutta tulee tulkita laajasti. Voidaankin todeta, että sijoituspalveluiden tarjoajien yleiset periaatteet sääntelevät kaikkea sijoituspalvelutoimintaa.

Tämän lisäksi Arvopaperimarkkinalaki sisältää kiellon toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti⁶¹(Knuts, 2014, s. 20), joka voidaan nähdä osana yleisiä periaatteita arvopaperimarkkinoiden kontekstissa, ja vaikuttaa myös sijoituspalveluiden tarjoamiseen. Käytännössä velvollisuus noudattaa hyvää markkinatapaa ohjaa menettelytapoja ja ratkaisuja, kun yksityiskohtaista sääntelyä ei ole (HE 32/2012 vp.). Sijoituspalveluiden kontekstissa hyvä arvopaperimarkkinatapa asettaa erityisen korostuneet velvollisuudet niille, jotka toimivat ammattimaisesti arvopaperimarkkinoilla (Knuts, 2014, s. 21). Hyvää

⁵⁷ SipaL 2012/747 luku 10 §2, Komission direktiivi 2014/65, 24(1) artikla

⁵⁸ SipaL 2012/747 luku 10 §2

⁵⁹ Komission delegoitu asetus 2017/565, artikla 65(1)

⁶⁰ Komission delegoitu asetus 2017/565, artikla 65(3–7), artikla 64(4)

⁶¹ AML 2012/746 luku 1 §2

arvopaperimarkkinatapaa ohjaavat esimerkiksi Finanssialan keskusliiton suositukset ja ohjeet sekä Helsingin Pörssin säännöt (Knuts, 2014, s. 21).

Vaikka yleiset periaatteet soveltuvat kaikkiin asiakasluokkiin, hyvän markkinatavan merkitys voi vaihdella ammattimaisten ja ei-ammattimaisten asiakkaiden välillä, erilaisten itsesääntelynormistojen kautta. Nämä periaatteet korostuvat, kun yksityiskohtaista sääntelyä ei ole, joten sijoituspalveluntarjoajan tulee toimia ammattimaisesti asiakkaan edun mukaisesti noudattaen hyvää markkinatapaa tarjotessaan palveluita asiakkaille

3.3.2 Asiakkaan tunteminen

Asiakkaan tunteminen ('Know Your Customer') koostuu asiakkaan henkilöllisyyden/oi-keushenkilöllisyyden tuntemisesta sekä myös asiakkaan liiketoiminnan laadun ja laajuuden tuntemisesta, jotta sijoituspalveluyrityksen tarjoama palvelu vastaisi asiakkaiden tarpeita (Hoppu, 2009, s. 94).

Asiakkaan tunteminen on yksi keskeisistä vaatimuksista sijoituspalveluntarjoajia kohtaan. Sijoituspalvelulain 12 luvun §3 mukaan sijoituspalveluyrityksen on tunnettava asiakkaansa. Tällä säännöksellä viitataan pääsääntöisesti asiakkaan tuntemiseen siinä kontekstissa, että asiakkaan liittyvää rahanpesuriskiä pystytään riskiperusteisesti hallitsemaan sijoituspalveluntarjoajan toimesta.

Asiakkaan tuntemisella on myös toinen puoli sijoituspalveluiden kontekstissa, jonka mukaan asiakas tulee tuntea, jotta tälle voidaan tarjota sopivia palveluita / tuotteita (Leskinen, 2017, s. 33). Asiakkaan tunteminen perustuu siis ajatukseen, että sijoituspalveluntarjoajan on tunnettava asiakkaansa, jotta se pystyisi palvelemaan asiakasta tämän edun mukaisesti (HE 56/1998 vp. s.73). Asiakkaan tuntemisen voidaan todeta olevan myös yleissäännös, joka tarkentuu yksityiskohtaisella sääntelyllä esimerkiksi sijoitusprofiilin kartoituksella osana soveltuvuuden ja asianmukaisuuden arviointia sijoituspalveluita tarjottaessa. Ammattimaisten asiakkaiden osalta tuntemisvelvoitteet voivat olla paljon

monimutkaisempia kuin ei-ammattimaisten asiakkaiden jo siihen perustuen, että kyseessä on todennäköisesti oikeudellinen henkilö verrattuna luonnolliseen henkilöön ja tämä tuo lisäkompleksisuutta esimerkiksi organisaatorakenteiden, yritysten edustajien ja muiden toimesta. Tuntemisvelvoite voi myös sinällään olla kahtia jakaantunut eli tuntemisvelvoitetta arvioidaan yrityksen näkökulmasta mutta esimerkiksi edustajan tuntemisvelvoitetta arvioidaan edustajan näkökulmasta⁶².

3.3.3 Asiakkaan luokittelu ja asiakkaan asemasta sopiminen

Asiakkaan luokittelulla on merkittävä asema yksilöllisen sijoittajansuojan kontekstissa, sillä luokittelu määrittelee minkälaista suojaa asiakas saa sijoituspalvelusuhteessaan. Sijoituspalveluita käyttävät asiakkaat tulee luokitella ei-ammattimaiseksi, ammattimaiseksi taikka hyväksyttäväksi vastapuoleksi⁶³. Luokittelujärjestys heijastaa suojan vahvuutta, alkaen ei-ammattimaisista asiakkaista, jotka nauttivat vahvimasta suojasta, aina hyväksytyihin vastapuoliin, jotka saavat vähiten suojaa. Käytännössä menettelytapojen sääntelyn valossa ja niistä johtuvien seurausten ja selonottovelvollisuuksien osalta on käytännöllisempää luokitella asiakkaat seuraavasti parhaimmasta heikompaan suojaan:

1. Ei-ammattimainen asiakas (esim. pienyritys, kunta, kaupunki, yksityishenkilö)
2. Ei-ammattimainen asiakas pyynnöstä (lain nojalla ammattimainen asiakas, joka omasta aloitteestaan on pyytänyt kohtelua ei-ammattimaisena asiakkaana)
3. Ammattimainen asiakas pyynnöstä (lain nojalla ei-ammattimainen asiakas, joka omasta aloitteestaan on pyytänyt kohtelua ammattimaisena asiakkaana)
4. Ammattimainen asiakas (lain nojalla ammattimainen asiakas esim. suuryritys)

⁶² Esimerkiksi Finanssivalvonnan MOK määrittelee, että yrityksen edustaja tulisi tunnistaa ja todentaa kuten luonnollinen henkilö. Tietämyksen ja kokemuksen osalta arvioidaan edustajan tietämystä ja kokemusta, sillä itse yrityksellä ei voi olla lailla tarkoitettua tietämystä ja kokemusta rahoitusvälineistä.

⁶³ SipaL 1 luku 23§, SipaL 10 luku 1§

5. Ammattimainen asiakas pyynnöstä (lain nojalla hyväksytty vastapuoli, joka on pyytänyt kohtelua ammattimaisena asiakkaana, esim. toimiluvallinen instituutionaalinen sijoittaja)
6. Hyväksytty vastapuoli pyynnöstä (lain nojalla ammattimainen asiakas, joka omasta aloitteestaan on pyytänyt kohtelua hyväksyttynä vastapuolena)
7. Hyväksytty vastapuoli (lain nojalla hyväksytty vastapuoli esim. toimiluvallinen institutionaalinen sijoittaja)

Mikäli asiakasta kohdellaan Sijoituspalvelulain 1 luvun 23§:n mukaan ammattimaisena asiakkaana saatavilla olevien tietojen mukaan suoraan lain nojalla tästä tulee ilmoittaa asiakkaalle. Toisin sanoen, mikäli asiakkaalle ei ilmoiteta asiakasluokitusta sen voidaan olettaa olevan ei-ammattimainen, kunnes toisin todetaan asiakkaan näkökulmasta (Hoppu, 2009, s. 78.). Mikäli asiakas on suoraan lain nojalla hyväksytty vastapuoli, tästä ei lähtökohtaisesti tarvitse ilmoittaa asiakkaalle⁶⁴.

Yllä olevat asiakasluokat ovat relevantteja sen osalta, että asiakkaansuojan komponenttien soveltuvuus määrittyy asiakasluokan mukaan (Manninen, 2010, s. 4). Manninen perustelee aikaisemman lainsäädännön osalta, että asiakasluokituksella on suurin merkitys menettelytapasäännöksiä osalta sijoituspalveluita tarjottaessa (Manninen, 2010, s. 19). Tämä argumentti on relevantti edelleen, sillä asiakasluokitukset ja niistä seuraavat asiakkaansuojan elementit ovat edelleen lähes identtiset. Tämän osalta on myös tärkeää ymmärtää, että sijoituspalveluiden luonne voi myös määritellä asiakkaansuojan komponenttien soveltuvuutta. On hyvä huomioida, että asiakas voidaan luokitella asiakaskohtaisesti ammattimaiseksi, mutta sijoituspalveluntarjoajalla on lähtökohtaisesti myös mahdollisuus luokitella asiakas ammattimaiseksi tuote, palvelu tai liiketoimintatasolla⁶⁵. Näin ollen voidaan olettaa, että käänteisesti asiakkaalla on myös oikeus pyytää luokitte-
lua tuote, palvelu tai transaktiotasolla ja sijoituspalveluntarjoajan on ilmoitettava pysy-

⁶⁴ SipaL 1 luku §24, SipaL 10 luku §1

⁶⁵ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54(3) artikla

vällä välineellä ('durable medium') kyseisistä oikeuksista, joilla asiakas voi pyytää luokittelun muutoksia sekä sen seurauksista⁶⁶. Pääsääntöisesti tämä tapahtuu sijoituspalveluntarjoajien osalta esimerkiksi heidän verkkosivuillaan yleisillä sijoittajatiedotteilla taikka sijoituspalvelusopimuksen ehdoissa.

Yhteenvedona voidaan sanoa, että oletus asiakasluokituksista tulee pääsääntöisesti ilmoittaa asiakkaalle eli asiakkaan asemasta tulee aina sopia asiakkaan kanssa. Mikäli tämän jälkeen luokitusta muutetaan parantavaan suuntaan (esim. ei-ammattimainen) niin se voidaan tehdä sijoituspalveluntarjoajan omasta aloitteesta, mutta mikäli luokittelumuutos (esim. ei-ammattimaisesta muutos ammattimaiseksi) heikentää yksilöllistä asiakkaansuojaa niin tämän tulee aina tapahtua asiakkaan omasta aloitteesta, joka vaatii myös sijoituspalveluyrityksen suostumuksen. Yhteenvedona, asiakkaan luokittelu ja hänen asemastaan sopiminen ovat avainasemassa määriteltäessä asiakkaansuojan tasoa ja menettelytapasääntöjen soveltamista.

3.3.4 Sopimus sijoituspalveluista

Sopimus sijoituspalveluista määrittelee ammattimaisen asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan välisen sopimussuhteen. Suomessa noudatetaan pääsääntöisesti sopimusvapautta, mikä mahdollistaa sopimusten tekemisen eri muodoissa (Hoppu, 2009, s. 99). Tämä tarkoittaa, että sopimukset voidaan tehdä kirjallisesti, suullisesti tai hiljaisesti tarkoittaen, että sopimusosapuolet ryhtyvät noudattamaan tiettyä menettelyä ilman spesifiä tahdonilmaisua (Hoppu, 2009, s. 99). Esimerkkinä tähän voisi olla sijoitusneuvonnan antaminen konkludenttisesti ilman spesifiä sopimusta sijoitusneuvonnan antamisesta, jossa konteksti määrittelee sijoitusneuvonnan synnyn.

⁶⁶ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 45(2) artikla

Vaikka pääsääntönä Suomessa on sopimusvapaus, MiFID II- delegoidun asetuksen⁶⁷ mukaan sijoituspalvelua tai oheispalvelua tarjottaessa on tehtävä asiakkaan kanssa kirjallisesti perussopimus⁶⁸, jossa määritellään sijoituspalveluntarjoajan ja asiakkaan keskeiset oikeudet ja velvoitteet⁶⁹. Tämä säännös koskee myös ammattimaisia asiakkaita. Sijoituspalvelulaki myös sääntelee sopimuksen kirjallisuusvaateesta samansisältöisesti kuin suoraan sovellettava delegoitu regulaatio⁷⁰. Käytännössä kyseinen säännös vaatii kirjallisen puitesopimuksen, joka määrittelee asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan sopimussuhteen sisällön. Tämän jälkeen asiakas voi antaa puitesopimukseen perustuvat toimeksiantot sovittulla tavalla, kuten Bloombergillä, puhelimitse tai muuten sähköisesti (Hoppu, 2009, s. 102).

Sijoituspalvelusopimukset tehdään pääosin vakiosopimusehtoja käyttäen, vaikka sopimusehdoista poikkeavia oikeudellisia piirteitä löytyy, kuten sopimusehtojen sitovuus, tulkinta sekä ehtojen korostamisvaatimus (Hoppu, 2009, s. 45–50). Sopimuksia voidaan jaotella eri kriteerein ja sijoituspalveluiden kontekstissa jakaminen yksilöllisiin ja vakiosopimukseen on luontevaa (Hoppu, 2009, s. 45). Käytännössä tämä tarkoittaa, että esimerkiksi sijoituspalveluntarjoajalla voi olla vakiosopimus sijoituspalveluiden tarjoamisesta ammattimaisen asiakkaan kanssa ja yksilöllinen sopimus esimerkiksi tietyn transaktion toteuttamisesta, jossa usein neuvotellaan esimerkiksi hinnasta transaktiokohtaisesti. Ammattimaisella asiakkaalla on monesti tarve tehdä yksilöllinen sopimus sijoituspalveluntarjoajan kanssa verrattuna ei-ammattimaiseen asiakkaaseen (Hoppu, 2009, s. 45–50). Omaisuudenhoitosopimuksessa on taas kyse kestosopimuksesta ja sijoitusneuvonnan osalta kyseessä voi olla kerta/kestosopimus. (Hoppu, 2009, s. 45–50).

⁶⁷ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565

⁶⁸ Poikkeuksena tähän on tilanne, jossa annetaan kertaluonteista sijoitusneuvontaa, jossa ei tarjota säännöllistä tuotteen/palvelun soveltuvuusarviota

⁶⁹ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 58(3–4), komission direktiivi (EU) 2014/65, 25(5) artikla

⁷⁰ SipaL 2012/747 luku 10 §3

Kun ratkaistaan sopimussuhteeseen liittyviä erimielisyyksiä, oikeudellisessa arvioinnissa nousee useasti esille asiakkaan yksilöllinen tilanne yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden mukaisesti. (Hoppu, 2009, s. 45–50). Mikäli asiakas olisi harjoittanut sijoitustoimintaa pitkään esimerkiksi osakeyhtiön kautta päätoimena sijoittaminen verrattuna asiakkaaseen, joka taseen osalta on iso, voidaan laajasti sijoitustoimintaa harjoittaneelta toimijalta olettaa omaavan korkeamman tietämyksen, vaikka molemmat olisivatkin luokiteltu ammattimaisina asiakkaina.

Erimielisyydet sopimussuhteissa synnyttävät yleensä vahingonkorvausvastuun arvioimisen. Jotta vahingonkorvausvastuu syntyisi, tämä edellyttäisi aiheutunutta vahinkoa, syy-yhteyttä vastuuperusteen ja aiheutuneen vahingon välillä (Hoppu, 2009, s. 265). Sijoituspalveluntarjoaja voisi joutua vahingonkorvausvelvolliseksi, mikäli se olisi rikkonut sopimusvelvoitteita, esimerkiksi toteuttanut toimeksiannon ilman, että parhaan toteutuksen periaate, kuten hinta/nopeus ei toteutuisi taikka olisi omaisuudenhoidossa hallinnoinut asiakkaan omaisuutta sijoitusstrategian vastaisesti (Hoppu, 2009, s. 265). Voidaan todeta, että lainsäädännön asettamat velvoitteet ja sopimuksen sisältö ovat lähtökohtia sijoituspalveluntarjoajan vastuun arvioinnissa (Hoppu, 2009, s. 265).

Sopimusvelvoite ja sen kirjallisen velvoitteen voidaan olettaa olevan osa asiakkaansuojajan ollessa jälkikäteinen korjaava suojatoimenpide, joka voisi syntyä esimerkiksi selonotto- tai tiedonantovelvollisuuksien laiminlyönnistä niin asiakkaan tai sijoituspalveluntarjoajan osalta. (Hoppu, 2009, s. 45). Näistä laiminlyönneistä johtuva vahingonkorvausvelvollisuus voi syntyä ainoastaan, mikäli asiakas on tosiasiallisesti kärsinyt vahinkoa sijoituspalveluntarjoajan menettelyn takia. Esimerkiksi sovitun vuosittaisen jälkikäteisen kuluraportin laiminlyönti ei välttämättä aiheuta ammattimaiselle asiakkaalle konkreettista vahinkoa, mikäli syy-yhteyttä tästä vastuusta ja mahdollisen vahingon väliltä ei löydy.

Tämän tutkielma kokonaisuutta ajatellen niin sanottu toimeksiantoihin liittyvät kerta-luonteiset sopimukset, joissa arvioidaan annettujen neuvojen/omaisuudenhoidon sovel-tuvuutta asiakkaalle ovat keskiössä verrattuna yleisluontoisiin puitesopimuksiin asiak-kaan suojan kontekstissa.

3.3.5 Selonottovelvollisuus sijoituspalveluita tarjottaessa

Selonottovelvollisuus perustuu siihen, että sijoituspalveluntarjoajalla on velvollisuus sel-vittää soveltuvia tietoja asiakkaasta, jotta se pystyisi tarjoamaan tälle soveltuvia sijoitus-palveluita tai tuotteita. Sijoituspalveluiden osalta sijoitusneuvonnassa ja omaisuuden-hoidossa on kattavimmat selonottovelvollisuudet ammattimaisten asiakkaiden osalta. Verrattuna ei-ammattimaisiin asiakkaisiin nämä velvollisuudet ovat silti minimaaliset. On hyvä huomioida, että käytännössä suoraan laista tulevat spesifit selonottovelvollisuudet ammattimaisten asiakkaiden kohdalla rajoittuvat sijoitusneuvontaan ja omaisuudenhoi-toon. Näin ollen esimerkiksi toteuttamis- ja välityspalveluissa sekä oheispalveluissa ei ole suoraan lain nojalla samankaltaisia selonottovelvollisuuksia kuten sijoitusneuvon-nassa ja omaisuudenhoidossa⁷¹. Kuitenkin voidaan olettaa, että yleissäännös asiakkaan tuntemisveloitteesta koskee myös välitys- sekä oheispalveluita, jotta näitä palveluita voidaan tarjota parhaalla mahdollisella tavalla.

Sijoituspalvelulain 10 luvun §4:n mukaan sijoituspalveluntarjoajan on hankittava riittävät tiedot asiakkaan yksilöllisestä tilanteesta⁷², jotta se voisi tarjota asiakkaalle soveltuvia sijoituspalveluita ja rahoitusvälineitä. Näistä kerättävistä tiedoista on erittäin yksityiskoh-taista ja monitasoista sääntelyä, joka tekee siitä myös osaltaan haastavaa noudattaa lain kielen mukaisesti myös ammattimaisten asiakkaiden osalta.

⁷¹ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 58(3–4) artikla, Komission direktiivi (EU) 2014/65, 25(5) ar-tikla, SipaL 2012/747 luku 10

⁷² Sijoitusneuvonnan osalta: asiakkaan tietämys ja kokemus, taloudellinen tilanne ml. tappionsietokyky, sijoitustavoitteet ja riskinsietokyky sekä delegoidun asetuksen myötä tullut kestävyysmieltymysten huomioonottaminen

Pääsääntönä sijoituspalvelulain 10 §4:n sekä MiFID II -artiklan 25(2):n mukaan sijoituspalveluyrityksen tulee selvittää soveltuvat tiedot asiakkaan sijoitustietämyksestä ja kokemuksesta sekä taloudellisesta tilanteesta. Kuitenkin 2-tason suoraan sovellettavan delegoidun asetuksen 2017/565 mukaisesti näitä ei ole pakko selvittää, mikäli kyseessä on ammattimainen asiakas, sillä asiakkaalla oletetaan olevan tarvittava tietämys ja kokemus sekä oletus, että se pystyy kattamaan omien sijoitustavoitteidensa mukaiset sijoitusrisikit⁷³.

Tämä ei kuitenkaan päde tilanteeseen, missä asiakas olisi lain nojalla luokiteltavissa ei-ammattimaiseksi, mutta on pyytänyt, että häntä kohdellaan ammattimaisena asiakkaana. Näissä tilanteissa tulee myös selvittää oikeushenkilömuotoisen asiakkaan taloudellinen tilanne, sen vuoksi, että ammattimaisella asiakkaalla, joka on pyytänyt kohtelua ammattimaisena ei voida olettaa omaavan samaa tietämystä ja kokemusta, joka olisi sama kuin suoraan lain nojalla oleva ammattimainen asiakas.

Pääsääntöisesti, mikäli sijoitusneuvontaan tai omaisuudenhoitoon liittyisi sijoitusten vaihtoa joko myymällä tai ostamalla tulee sijoituspalveluntarjoajan kerätä tarvittavat tiedot nykyisistä sijoituksista ja suositelluista sijoituksista ja analysoitava vaihdon kulut ja hyödyt, jotta voidaan osoittaa, että hyödyt ovat suuremmat kuin kulut. Käytännössä tämä ei päde ammattimaisiin asiakkaisiin, ellei ammattimainen asiakas ilmoita sijoituspalveluyritykselle sähköisessä muodossa tai paperilla haluavansa, että tätä noudatetaan⁷⁴. Komissio on perustellut tätä huojennusta lainsäädännön raskaudella ammattimaisille asiakkaille (HE 126/2021 vp. s. 25).

Käytännössä siis sijoitusneuvontaa ja omaisuudenhoitoa tarjottaessa ammattimaiselle asiakkaalle sijoituspalveluntarjoajan tulee selvittää soveltuvin osin:

⁷³ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54(2) artikla

⁷⁴ Komission direktiivi (EU) 2014/65, 29(a) artikla, SipaL 2012/747 luku 10 §12a

Asiakkaan sijoitustavoitteet, mukaan luettuina asiakkaan riskiraja ja mahdolliset kestävyysmieltymykset⁷⁵

Sijoitustavoitteiden tulee sisältää soveltuvin osin tiedot siitä, kuinka kauan sijoitusta pidetään hallussa, riskinsietokyky- ja raja, sijoituksen tarkoitus (esim. suojaava/spekulatiivinen) sekä asiakkaan mahdolliset kestävyyspreferenssit⁷⁶. Kestävyysmieltymykset ovat viimeisin lisäys selonottovelvollisuuksiin ammattimaisia asiakkaita kohtaan, joka on osa kestävä kehityksen sääntelyn implementointia EU:ssa.

Sääntelyn mukaan edellä mainittuja sijoitustavoitteita⁷⁷ tulee kerätä vain soveltuvin osin tarkoittaen, että näitä tietoja tulee kerätä vain, mikäli se on tarpeen palvelun / tuotteen tarjoamisen osalta. Mikäli ammattimainen asiakas haluaisi tehdä esimerkiksi yksinkertaisen liiketoimen markkinoilla asiakkaan määrittelemällä sijoitusvälineellä, niin herääkin kysymys, onko esimerkiksi kestävyyspreferenssien selvittäminen soveltuvaa kyseiseen transaktioon. Tietoja, joita tulee kerätä, riippuu asiakkaan yksilöllisestä tilanteesta, esimerkiksi jos asiakas on suojaamassa spesifiä riskiä johdannaisilla, tulee yrityksen kerätä tiedot yksityiskohtaiset tiedot tästä riskistä, jotta se voisi tarjota sopivaa tuotetta asiakkaalle (ESMA, 2023b, s. 51).

Tutkielman keskiössä onkin, että selvittävätkö sijoituspalveluntarjoajat ammattimaisten asiakkaidensa sijoitustavoitteet soveltuvin osin ja saavatko ammattimaiset asiakkaat konkreettista hyötyä näistä selonottovelvollisuuksista.

⁷⁵ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54(2) artikla

⁷⁶ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54(5) artikla

⁷⁷ Asiakkaan sijoitustavoitteet, mukaan luettuina asiakkaan riskiraja ja mahdolliset kestävyyspreferenssit

3.3.6 Soveltuvuuden ja asianmukaisuuden arviointi

ESMA:n mukaan soveltuvuusarvio on yksi keskeisimmistä asiakkaansuojan elementeistä MIFID II -kehikossa. (ESMA, 2023b, s. 1). Sijoituspalvelulain mukaiset tuotteen soveltuvuuden ja asianmukaisuuden arvioinnit tulee tehdä ammattimaisille sekä ei-ammattimaisille asiakkaille (Luukkonen, 2018, s. 88).

Soveltuvuusarviolla tarkoitetaan prosessia, jossa kerätään tietoja asiakkaalta ja tämän jälkeen arvioidaan rahoitusvälineen soveltuvuutta asiakkaalle (ESMA, 2023b, s. 5) sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon palveluissa. Asianmukaisuusarvioinnilla tarkoitetaan asiakkaan kokemuksen ja tietämyksen arviointia rahoitusvälineeseen liittyen muihin sijoituspalveluihin, kuten toimeksiantojen toteuttamispalveluihin (ESMA, 2022, s. 5). Ammattimaisten asiakkaiden osalta tätä testiä ei veloiteta suoraan lain nojalla tekemään, koska ammattimaisella asiakkaalla oletetaan olevan tarvittava tietämys ja kokemus rahoitusvälineistä.

Sijoituspalveluntarjoajan tulee antaa soveltuvia neuvoja tai tehdä soveltuvia päätöksiä asiakkaan puolesta verrattuna asiakkaan yksilölliseen tilanteeseen. Soveltuvuusarvion tarkoituksena onkin vähentää väärin myymisen, reklamaatioiden ja riitatilanteiden, viherpesun, sääntöarbitraasien käytön riskiä sekä lisätä EU:n alueella harmonisoituja sääntöjä sijoituspalveluihin liittyen (ESMA, 2023b, s10).

Edellisessä kappaleessa on käyty läpi mitä tietoja tulisi ammattimaiselta asiakkaalta kerätä sijoitusneuvonnan taikka omaisuudenhoidon pohjaksi, ja näiden tietojen perusteella asiakkaalle tulisi suositella soveltuvia palveluita tai tuotteita⁷⁸. Näitä tietoja mitä asiakkaalta kerätään, tulee sijoituspalvelulain 10 luvun §4 §:n mukaan käyttää, jotta si-

⁷⁸ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54–55 artikla, Komission direktiivi (EU) 2014/65, 25(2) artikla

joituspalveluyritys voisi suositella asiakkaalle soveltuvia tuotteita, jotka ottavat huomioon sijoitustavoitteet, riskirajat sekä kestävän kehityksen mieltymykset. Tätä kutsutaan niin sanotusti soveltuvuusarvioksi sijoituspalveluissa.

Yksinkertaisuudessaan valittua tuotetta taikka palvelua tulee siis verrata ammattimaisien asiakkaiden kontekstissa asiakkaan sijoitustavoitteisiin, mukaan lukien asiakkaan riskirajoihin sekä kestävyyspreferensseihin, kuten edellisessä kappaleessa todettiin. Mikäli asiakas olisi pyynnöstä ammattimainen, tulisi asiakkaan osalta myös arvioida asiakkaan taloudellista tilannetta osana soveltuvuusarviota.

Lähtökohtaisesti sijoituspalveluntarjoaja ei voi ehdottaa taikka valita rahoitusvälinettä, joka ei olisi soveltuva asiakkaalle⁷⁹(ESMA, 2023b, s. 1). Kun soveltuvuusarviointia tehdään, on asiakkaille kerrottava syy sen tekemiselle, eli sen vuoksi, että yritys pyrkii toimimaan asiakkaan parhaan edun mukaisesti⁸⁰. On hyvä huomioida, että ei-ammattimaiselle asiakkaalle tulee tehdä soveltuvuusarvioinnista kirjallinen lausunto ennen toimeksiannon toteuttamista⁸¹, joka täsmentää millaista neuvoa on annettu ja miten se vastaa asiakkaan tavoitteita, mutta ammattimaiselle asiakkaalle tätä ei veloiteta tekemään. Se ei kuitenkaan poista vaatimusta soveltuvuusarvioinnin tekemiseen ammattimaisen asiakkaan osalta, vaikka soveltuvuuslausuntoa ei ole pakko tuottaa asiakkaalle kirjallisesti.

Tutkielman kannalta onkin keskeistä onko nykytilassa soveltuvuus- ja asianmukaisuusarviot ammattimaisille asiakkaille laadukkaita, jotta niistä olisi reaalisesti hyötyä sijoittajille (Luukkonen, 2018, s. 170). Soveltuvuusarvion tulisi olla laadukas, joka on johdettu kattavasta sijoitusprofiilin kartoituksesta, missä kerätyt tiedot ammattimaiselta asiakkaalta ovat relevantteja ja hyödyllisiä (Luukkonen, 2018, s. 170).

⁷⁹ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54(10) artikla

⁸⁰ Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 54(1) artikla

⁸¹ SipaL 2012/747 luku 10 §7

3.3.7 Tiedonantovelvollisuus sijoituspalveluita tarjottaessa

Tiedonantovelvollisuus sijoituspalveluiden tarjoamisessa on keskeinen asiakkaansuojan komponentti. Sijoituspalvelulain mukaan asiakkaille on annettava hyvissä ajoin ennen palvelun tarjoamista riittävät tiedot palveluntarjoajasta, tuotteista ja palveluista, rahoitusvälineistä (Finanssiala, 2023) sekä kuluista ja liitännäisistä veloituksista⁸². On kuitenkin tärkeää huomata, että nämä tiedonantovelvollisuudet ammattimaisille asiakkaille ovat merkittävästi kevyemmät kuin ei-ammattimaisille asiakkaille (Manninen, 2010, s. 11.) Tätä on jo perusteltu ensimmäisen MiFID -direktiivin osalta sillä, että ammattimaisilla asiakkailla tulisi olla tarvittava tietämys ja kokemus sekä ymmärrys mitä tietoja he tarvitsevat, jotta voivat tehdä rationaalisen sijoituspäätöksen (Manninen, 2010).

Tiedonantovelvollisuudet liittyvät pitkälti aihealueisiin kuten sijoituspalveluyritykseen, rahoitusvälineisiin ja sen yleisiin periaatteisiin asiakassuhteissa, asiakkaan luokitteluun, eturistiriitoihin, asiakasvarojen suojaamiseen, kuluihin ja liitännäisiin, kestävyteen, sijoitusneuvontaan, toimeksiantoihin, omaisuudenhoitoon, kannustimiin sekä sijoittajien korvausrahastosuojaan koskeviin tietoihin. Toisella puolella kolikkoa on itse tuotteeseen liittyvät tiedonantovelvollisuudet, joista säännellään esimerkiksi esiteasetuksessa.

Tiedonantovelvollisuudet asiakassuhteessa voidaan jakaa ennen liiketoimea (ex ante) ja liiketoimen jälkeisiin (ex post) tiedonantovelvollisuuksiin. Yleissäännösten mukaan kaiken tiedonannon tulisi olla lähtökohtaisesti tasapuolista, selkeää sekä harhaanjohtamatonta tietoa. Ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa jatkuvien tiedonantovelvollisuuksien, kuten kuluraportoinnin taikka raja-arvoihin perustuvia tiedonantovelvollisuuksia ei ole nähty tarpeellisina. Esimerkiksi velkavivutettujen rahoitusvälineiden 10 % arvon laskuun liittyvät tiedonantovelvollisuudet ei ole nähty hyödyllisenä vaan byrokraattisena (European Commission, 2020, resitaali 5).

⁸² SipaL 10 luku §5

Ammattimaisilla asiakkailla kaupankäyntivolyyymi voi olla erittäin suurta ja yksityiskohtainen raportointi yksittäisestä kaupasta ei välttämättä palvele ammattimaisten asiakkaiden tarpeita (HE 126 /2021 vp.). Näin ollen esimerkiksi kulujen ja liitännäisten kustannusten raportoinnista on luovuttu muissa palveluissa, kuin sijoitusneuvonnan tai salkunhoitopalvelun osalta viimeisimmässä muutosdirektiivissä (HE 126 /2021 vp.). Näitä muutoksia on perusteltu raportoinnin epäkäytännöllisyydellä ammattimaisille asiakkaille (HE 126 /2021 vp.).

Kokonaisuutena tiedonantovelvollisuus on tärkeä komponentti osana asiakkaansuojaa ja linkittyy vahvasti myös selontotovelvollisuuteen. Niin asiakkaalla kuin sijoituspalveluntarjoajalla on tiedonantoon liittyviä velvollisuuksia ja oikeuksia. Esimerkiksi sijoituspalveluntarjoaja ei voi täyttää selontotovelvollisuuttaan ja tätä kautta tiedonantovelvollisuuttaan, jos sijoittajan ei anna oikeita tietoja ja päinvastoin⁸³. Käytännössä tiedonantovelvollisuudet sijoituspalveluntarjoajalle on rajoitetut muissa palveluissa kuin sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoidossa. Sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoitopalveluiden sekä johdannaisten osalta ei lähtökohtaisesti voida sopia tiedonantovelvollisuuden rajoituksista ammattimaisille asiakkaille ja näin ollen täysimääräiset ex ante -ja ex post-tiedonantovelvollisuudet pätevät⁸⁴ (HE 126/2021 vp.; Luukkonen, 2018). Tiedonantovelvollisuuksien osalta tuotteen tarjoajan eli tässä tapauksessa sijoituspalveluntarjoajan on annettava ei-ammattimaiselle sekä ammattimaiselle asiakkaalle samat tiedot tuotteeseen liittyen (Luukkonen, 2018, s. 162).

3.3.8 Toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen ja käsittely

Sijoituspalvelulaki 10 luvun 8§ asettaa velvoitteen toimeksiantojen huolelliselle toteuttamiselle (ns. best execution -velvollisuus), joka velvoittaa toteuttamaan toimeksiannot

⁸³ Kyseessä on dialogi, jossa kummankin osapuolen on toimittava vilpittömästi ja informoitava toista osapuolta parhaan lopputuloksen takaamiseksi

⁸⁴ Tiedonantovelvollisuudet eivät kuitenkaan koske lähtökohtaisesti esimerkiksi verotukseen liittyvää tiedonantoa vaan koskee yleisesti rahoitusteoreettista tiedonantoa, vaikka esimerkiksi verotus voi olla hyvin tärkeä elementti sijoituksiin liittyen.

niin, että asiakkaalle tulee saavuttaa paras mahdollinen tulos ottaen huomioon esimerkiksi hinnan, nopeuden, kustannukset, suuruuden ja muut relevantit tekijät⁸⁵. Ei-ammattimaisen asiakkaan kohdalla parhaalla toteutuksella tarkoitetaan käytännössä rahoitusvälineen hinnan ja toimeksiantoon liittyvien kustannuksien kokonaisuutta, kun ammattimaisten asiakkaiden osalta on mahdollisesti otettava huomioon suurempi kokonaisuus⁸⁶. Sijoituspalveluntarjoajan tulee siis ottaa huomioon toimeksiantoja toteuttaessaan asiakkaan, rahoitusvälineen, toimeksiannon sekä kauppapaikkojen ominaispiirteitä kuten asiakasluokittelu. Toimeksiantojen toteuttaminen on relevanttia sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon kontekstissa, koska sijoitusneuvontaan ja omaisuudenhoitoon usein liittyy toimeksiantojen toteuttaminen.

Ammattimaisella asiakkaalla voi olla spesifimpiä vaateita kuin hinta ja toteutuksen kustannukset, kuten nopeus. Ammattimaisella asiakkaalla voi olla tarve nopeampaan kaupankäyntiin parhaan lopputuloksen saamiseksi. Muita tekijöitä voivat myös olla liiketoimen suuruus, todennäköisyys liiketoimen toteutumiselle, liiketoimen vaikutus markkinoille, mikäli liiketoimi voisi heilauttaa markkinaa (Nordea, 2023, s. 1-4), kuten esimerkiksi blokkikaupat tietyllä osakkeella. Näin ollen sijoituspalveluntarjoajalla on esimerkkien osalta enemmän vapauksia ja myös enemmän vastuita verrattuna ei-ammattimaiseen asiakkaaseen (Manninen, 2010, s. 13).

Sijoituspalveluntarjoajalla tulee myös olla sijoituspalvelulain mukaan toimeksiantojen toteuttamisperiaatteet nähtävillä (ns. best execution -politiikka) asiakkaalle, joka selvittää kuinka asiakastoimeksiantojen osalta pyritään pääsemään parhaaseen lopputulokseen⁸⁷. Poliitiikan tulisi selventää missä kauppapaikoilla sijoituspalveluntarjoaja toteuttaa kauppoja sekä valintaan vaikuttavista tekijöistä, jotka käytiin läpi ensimmäisessä kappaleessa. Tämä politiikka tulee julkaista asiakkaille etukäteen ja tämä löytyy yleensä sijoituspalveluntarjoajan verkkosivuilta ”best execution -politiikka” nimellä.

⁸⁵ Komission direktiivi (EU) 2014/65, 24(9) artikla, Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 64-66 artikla, SipaL luku 10 §8

⁸⁶ Tämä voi olla merkittävä määrä muita tekijöitä kuin hinta ja muut kustannukset

⁸⁷ SipaL 10 luku §8

Tärkeänä elementtinä on myös, että sijoituspalveluntarjoajan tulee myös seurata parhaan toteutuksen periaatteiden toteutumista ja raportoida niistä (RTS 28 -raportointi). Asiakkaat sekä valvoja voivat myös pyytää sijoituspalveluntarjoajaa osoittamaan kuinka se on toteuttanut toimeksiantoja ja ovatko ne toimeksiantoperiaatteiden mukaisia⁸⁸.

Sijoituspalvelulaissa säännellään myös velvollisuuksista asiakkaiden toimeksiantojen käsittelystä. Sijoituspalvelulain 10 luvun 9§:n mukaan toimeksiantoja tulee myös käsitellä huolellisesti ja ne on toteutettava ilman aiheetonta viivytystä⁸⁹. Mahdolliset eturistiriidat eivät saa vaikuttaa asiakkaan toimeksiannon toteutumiseen⁹⁰.

Toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen ja käsittely on tärkeä osa ammattimaisen asiakkaan asiakkaansuojaa, ja mikäli sijoituspalveluyritys ei pääsisi näihin tavoitteisiin, voi mahdollisesti syntyä korvausvelvollisuus ammattimaista asiakasta kohtaan. Selonottovelvollisuus liittyy sinällään tähänkin asiakkaansuojan elementtiin, mikäli olisi epäselvää, kuinka toimeksianto tulisi toteuttaa tai mikäli se toteutettaisiin niin, että parhaan toteutuksen periaate ei toteutuisi.

3.3.9 Sijoituspalveluista ja liiketoimista säilytettävät tiedot

Osana asiakkaansuojan komponentteja on myös puhelujen ja sähköisten viestien tallentaminen ja säilyttäminen, joista säädetään sijoituspalvelulain 10 luvun 12§:ssä. Näillä tallenteilla voidaan todistaa liiketoimen ehdot ja vastaavatko sijoituspalveluyrityksen toteuttamat liiketoimet asiakkaan toimeksiantoa⁹¹. Sijoituspalvelulakia täydentää komission delegoitu asetus⁹², jossa säädetään tarkemmin kirjanpidosta sekä puhelinkeskustelujen ja sähköisten viestien tallennuksesta sijoituspalveluista (HE 151/2017 vp. s. 64).

⁸⁸ SipaL 10 luku §8

⁸⁹ SipaL 10 luku §9

⁹⁰ SipaL 10 luku §9

⁹¹ Komission direktiivi (EU) 2014/65, resitaali 57

⁹² Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, 76 artikla

Käytännössä sijoituspalveluyrityksen tulee tallentaa ja säilyttää tallenteet puhelinkeskusteluista ja muut sähköiset viestit, jotka liittyvät sen omaan kaupankäyntiin taikka asiakkaan toimeksiantojen vastaanottamiseen ja välittämiseen. Edellä mainittu velvoite koskee myös sellaisia keskusteluja, joiden on tarkoitus johtaa toimeksiantoon⁹³, kuten esimerkiksi sijoitusneuvonta. Puheluiden tallentamisesta tulee sijoituspalvelulain mukaan ilmoittaa asiakkailta ja se tapahtuu yleensä ennen sijoituspalveluiden tarjoamista asiakkaalle esimerkiksi sijoituspalveluiden ehdoissa. Toimeksiantoja tai niihin johtavia keskusteluja voidaan myös käydä kasvokkain, mutta nämä keskustelut tulee tallentaa ja säilyttää. Näitä toimeksiantoja tulee kohdella samantyyllisesti kuin puhelintoimeksiantoja, eikä asiakkaan tule jäädä häviölle, mikäli epätarkkoja kirjauksia ilmenisi⁹⁴.

Toimeksiantoihin liittyvän kommunikaation tallentaminen on tärkeä osa asiakkaansuojaa, sillä riitatilanteissa niin ammattimainen asiakas tai sijoituspalveluyritys voi vedota näihin tallenteisiin ja tarkistaa, onko toimeksiannot toteutettu asianmukaisesti. Tärkeänä elementtinä on myös havaita markkinoiden väärinkäyttöön liittyvä toiminta osana velvollisuuksia, joka on osa kollektiivista sijoittajansuojaa markkinoilla. Mikäli asiakas antaisi epäilyttäviä toimeksiantoja, nämä tulee viipymättä ilmoittaa Finanssivalvonnalle⁹⁵. Tallenteet ja kirjanpito tulee säilyttää vähintään viiden vuoden ajan sijoituspalveluntarjoajan toimesta⁹⁶.

3.3.10 Sijoittajien korvausrahasto ja riidanratkaisu

Sijoittajien korvausrahaston harmonisointi EU:ssa ei perustu MiFID II-direktiiviin vaan korvausrahastodirektiiviin 97/9/EY. Sijoittajien korvausrahasto suojaa asiakasta sijoituspalveluntarjoajan maksukyvyttömyystilanteessa. Rahasto ei suojaa sijoitusriskiin liittyen

⁹³ SipaL 10 luku §12

⁹⁴ Komission direktiivi (EU) 2014/65, resitaali 57

⁹⁵ Esimerkiksi sisäpiiritiedon väärinkäyttö tai epäilyt markkinamanipulaatiosta

⁹⁶ SipaL 10 luku §12

eli sijoituksen arvonmuutoksiin ja tuoton vaihteluihin liittyen, vaan on verrattavissa talletussuojaan. Ammattimaisten asiakkaiden osalta kansallisia eroja on eri asiakasluokkien välillä sijoituspalveluntarjoajan maksukyvyttömyystilanteessa (Manninen, 2010, s. 18.). Lain mukaan asiakkaan sijoitustoimintaan kuuluvat varat on pidettävä erillään sijoituspalveluita tarjoavan korvausrahaston jäsenen omista varoista, eli omat varat on pidettävä erillään asiakkaiden varoista (Sijoittajien korvausrahasto, 2023). Näin ollen esimerkiksi asiakkaan rahoitusvälineen myynnistä saadut varat tulisi palauttaa asiakkaalle maksukyvyttömyystilanteessa, mutta on mahdollista, että sijoituspalveluntarjoajalla ei ole lain mukaisia toimenpiteitä, joilla asiakkaan varat on eriytetty yhtiön varoista.

Sijoittajien korvausrahaston tavoitteena on siis turva sijoittajien saamia eli sijoituksia sijoituspalveluyrityksissä tilanteessa, missä palveluntarjoaja on maksukyvytön ja asiakkaalla on riidaton saaminen sijoituspalveluyritykseltä (Leppiniemi & Lounasmeri, 2022). Varojen ja rahoitusvälineiden turvaamiseksi sijoituspalveluyrityksen on kuuluttava korvausrahastoon (HE 151/2017 vp.). Suomessa suojan piiriin kuuluu muut kuin ammattimaisten sijoittajan saamiset eli ei-ammattimaisten asiakkaiden saamiset⁹⁷. Kun hyväksytty vastapuoli nähdään ammattimaisen asiakkaan alaluokkana, voidaan olettaa, että hyväksytyt vastapuolet eivät myöskään kuulu suojan piiriin. Suojan piiriin ei kuulu talletukset, vaan nämä tulee hakea erikseen talletussuojarahastosta (Leppiniemi, & Lounasmeri, 2022).

Riski sijoituspalveluntarjoajan maksukyvyttömyydelle ja asiakasvarojen sekoittaminen sijoituspalveluntarjoajan omiin varoihin on toki pieni, mutta kuitenkin relevantti. Ammattimaiset asiakkaat eivät suoraan nauti tästä suojasta Suomessa, mutta mikäli sijoituspalveluntarjoaja tarjoaa sijoituspalveluita toimiluvalla muusta EU-maasta Suomeen, niin on mahdollista, että ammattimainen asiakas nauttii tästä suojasta myös Suomessa, mikäli hän käyttää kyseistä palveluntarjoajaa. Tästä esimerkkinä on Tanska, jonka sijoittajien korvausrahaston piirissä on myös ammattimaisia asiakkaita. Mikäli ammattimai-

⁹⁷ SipaL 11 luku §5

nen asiakas käyttäisi sijoituspalveluntarjoajaa, jonka lähde­maana on Tanska, olisi ammattimainen asiakas mahdollisesti korvausrahaston piirissä (The Guarantee Fund, 2023, s. 2). Suomen osalta kysymysmerkkinä on tilanne, jossa asiakas on määritelty ammattimaiseksi asiakkaaksi esimerkiksi liikekohtaisesti eikä asiakaskohtaisesti. Tässä tilanteessa ei ole selvää, kuinka korvaus määräytyisi (Manninen, 2020, s. 18). Kaiken kaikkiaan tämänhetkinen 20.000 EUR suoja ei ole ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa kovin merkittävä, mutta mikäli tuota rajaa nostettaisiin voisi siitä saada merkittävää suojaa myös ammattimaisille asiakkaille, mikäli palveluntarjoaja tarjoaisi palveluita maasta, jossa ammattimaisen asiakas on suojan piirissä.

Asiakkaansuojan komponentteihin liittyy myös riitojenratkaisu tuomioistuimen ulkopuo­lella. Pääsääntöisesti tuomioistuinten ulkopuolella riitojenratkaisu sijoituspalveluiden osalta tapahtuu Finanssialan sopimus­pohjaisen asiakasorganisaation (FINE) toimesta heidän operoimassa sijoituslautakunnassa. Lautakunta antaa ratkaisusuosituksia liittyen lakiin, viranomais­määräyksiin, sopimusehtoihin sekä menettelytapoihin liittyen (FINE, 2023). Myös sijoitus­palvelulaki vaatii, että ei-ammattimaisille asiakkaille mahdollistettava riippumattoman toimielimen käsittely riitatilanteessa ei-ammattimaisille asiakkaille⁹⁸.

Näin ollen ammattimaiset asiakkaat eivät ole lautakunnan taikka muun riippumattoman toimielimen piirissä, mutta mielestäni sama havainto korvausrahaston osalta pätee eli mikäli asiakas olisi esimerkiksi liiketoimikohtaisesti ammattimaiseksi niin on epäselvää, ottaako lautakunta myös mahdollisesti ns. ammattimaisten asiakkaiden reklamaatioita käsittelyyn, jos heidät olisi kategorisoitu ei-ammattimaiseksi kyseisen liiketoimen osalta.

Ammattimaisella asiakkaalla on myös mahdollisuus reklamoida suoraan sijoitus­palvelun­tarjoajalle. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen sekä Euroopan pankkiviranomainen on antanut tarkempaa ohjeistusta asiakasvalitusten käsittelyyn, mutta on myös tarkentanut, että ohjeet ovat pakottavat vain ei-ammattimaisten asiakkaiden osalta,

⁹⁸ SipaL 10 luku 15§

vaikkakin ohjeet antavat hyvän viitekehysten, kuinka hallita asiakasvalituksia (ESMA, 2014, s. 6) yleisesti.

Yhteenvetona voidaan todeta, että sijoittajien korvausrahoista voi tulevaisuudessa olla merkittävämmässä asemassa myös ammattimaisille asiakkaille, mutta ei vielä tutkielman kirjoitushetkellä. Asiakasvalitusten osalta yleiset sopimusoikeudelliset periaatteet, kuten vahingonkorvausvelvollisuus pätevät ja ammattimaisella asiakkaalla on reklamaatiovelvollisuus sijoituspalveluntarjoajaa kohtaan asiakasvahingon osalta, mutta sijoituspalveluntarjoajalla ei ole velvollisuutta tarjota riippumatonta asiakasvalituskäsittelyä verrattuna ei-ammattimaiseen asiakkaaseen ammattimaisille asiakkaille. FINEn ratkaisuissa on tullut esille, että sijoituspalveluntarjoajat ovat sopimusriidoissa vedonnut siihen, että asiakas tulisi lukea sopimusoikeudellisesti ammattimaiseksi asiakkaaksi (Hoppu, 2009, s. 81).

4 Aikaisempi tutkimus ja tutkimuskysymykset

Yleisesti yksilöllistä asiakkaansuojaa ja kollektiivista sijoittajansuojaa on tutkittu paljonkin, mutta huomioitavaa, on että tutkimus keskittyy systemaattisesti ei-ammattimaisiin asiakkaisiin sekä oikeusdogmaattisiin tutkimuksiin, missä ei ole empiriaa. Tämä on ymmärrettävää sen osalta, että ei-ammattimaisilla asiakkailla on laajin sijoittajansuoja ja heikomman suojan tarve on suurin ei-ammattimaisilla asiakkailla. Kuitenkin ammattimaisilla asiakkailla on myös lainsäädännön ja teoreettisen viitekehyksen pohjalta yksilöllistä suojaa. Yksilöllinen asiakkaansuoja ammattimaisilla asiakkailla onkin osaltaan saanut kritiikkiä, sillä tälle ei kaikkien näkemysten osalta ole nähty tarvetta. Toisaalta voidaan sanoa, että ammattimainen asiakas olisi kaikissa tapauksissa yhtä tietoinen kuin sijoituspalveluntarjoaja markkinoilla toimiessa, sillä ammattimaisten asiakkaiden ryhmä on heterogeeninen. Tämä tutkielma keskittyy selvittämään ammattimaisten asiakkaiden yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumista ja sen tuomaa lisäarvoa ammattimaisille asiakkaille. Asiakasluokka, jossa ei-ammattimainen on pyytänyt kohtelua ammattimaisena, lienee selkein luokka ammattimaisten asiakkaiden keskuudessa, jotka tarvitsevat suojaa. Toisessa päässä spektriä taas on institutionaalinen sijoittaja, joka lähtökohtaisesti on luokiteltu hyväksytyksi vastapuoleksi, mutta on pyytänyt luokittelua ammattimaiseksi. Seuraavassa kappaleessa esitetään merkityksellisiä tutkimuksia liittyen ammattimaisiin asiakkaisiin sijoituspalveluissa sekä teoreettiseen viitekehykseen ja näiden pohjalta johdetaan tutkimuskysymykset.

4.1 Aikaisempi tutkimus sijoittajansuojasta ammattimaisten asiakkaiden osalta

Yleisesti MiFID II -sääntelyyn ja sijoituspalveluihin liittyvät tutkimukset ovat usein oikeusdogmaattisia tutkimuksia, jotka tutkivat vallitsevaa oikeustilaa ja sen kuvaamisesta jää usein käytännön näkökulmat pois. Tämä on osaltaan johdonmukaista sen osalta, että sääntely on erittäin kompleksista ja monimutkaista, minkä vuoksi käytännön tutkimusta

on haastavampi tehdä esimerkiksi menettelytapojen osalta ja syy-yhteydet ovat moninaisia. Kvantitatiivisin menetelmin on haastavaa tutkia asiakkaansuojan komponenttien tehoa ja sitä on tehty vähäisesti.

Yleisesti sijoittajansuojaa on laajalti tutkittu esimerkiksi Wuolijoki (2009) väitöskirjassaan Pankin neuvontavastuu. Väitöskirjassa tutkitaan pankkitoimintaa koskevaa sääntelyä, joka pitää sisällään myös sijoituspalveluiden sääntelyn. Tutkielmassa käydään läpi laajalla spektrillä erilaisia tiedonantovelvollisuuksia ja neuvontavelvoitteita, mikä pitää sisällään myös selonottovelvollisuudet. Wuolijoki esimerkiksi perustelee, että asiakkaan yksilöllinen neuvonta, jossa informaatio sopeutetaan hänen yksilöllisiin olosuhteisiinsa, olisi usein parempi vaihtoehto kuin tiedonanto, jossa asiakkaalle annetaan standardoitu informaatio, joka on sama kaikille (Wuolijoki, 2009, s. 484). Ammattimaisten asiakkaiden sijoituspalveluissa allekirjoitan tämän lähestymistavan, vaikkakin sääntely tällä hetkellä on kirjoitettu hyvin yksityiskohtaisesti verrattuna esimerkiksi periaatetason sääntelyyn, jossa säännellään tietystä lopputuloksesta verrattuna yksityiskohtaiseen sääntelyyn esimerkiksi, miten tietty prosessi tulisi tehdä.

Muita merkittäviä sijoittajansuojaaan liittyviä tutkimuksia on Luukkonen (2018) väitöskirja liittyen sijoittajan velvollisuuksiin. Väitöskirja käy läpi sijoittajansuojaa sijoittajan velvollisuuksien kautta, joka voidaan nähdä olevan osa sijoittajansuojaa, sillä suoja on ennen kaikkea dialogi asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan välillä. Luukkonen perustelee, että usein sijoittajansuoja yhdistetään vain sijoituspalveluntarjoajan vastuisiin, mutta jotta nämä täyttyisivät pitää myös sijoittajalla olla vastuita, kuten käänteiset selonotto ja tiedonantovelvollisuudet sijoituspalveluntarjoajaa kohtaan. Luukkonen (2018, s. 68) perustelee myös, että ammattimaisilla asiakkailla ainakin pitäisi olla riittävä kokemus ja tietämys sijoituspäätösten ja niistä aiheutuvien riskien arviointiin⁹⁹. Tämän lisäksi

⁹⁹ esim. HE 56/1998 vp, jossa on todettu, että ”ammattimaiset sijoittajat sen sijaan tuntevat hyvin paitsi markkinoiden rakenteen, myös erilaiset sijoituskohteet, niiden erityispiirteet sekä niiden arvoon vaikuttavat seikat. Tämän vuoksi ammattimaisilla sijoittajilla ei ole vastaavaa tarvetta saada palvelun tarjoajilta tietoa eri sijoituskohteiden erityispiirteistä.” (HE 56/1998 vp. s. 33)

hän perustelee, että ammattimaisilta asiakkailta voidaan olettaa korkeampia velvollisuuksia heidän selonottovelvollisuuksien osalta¹⁰⁰. Tätä väitettä tukee myös sääntely, sillä ammattimaisen asiakkaan oletetaan myös tuovan esille, mikäli he tarvitsevat lisätietoja palvelun/tuotteen osalta ja esimerkiksi arvopaperimarkkinalain esitöissäkin on todettu, että tiedonantovelvollisuutta pitää arvioida ankarammin, mikäli kyseessä olisi laajalle joukolle suunnattu tiedonanto verrattuna tiedonantoon ammattimaisille sijoittajille (HE 157/1988 vp. s. 25). Luukkosen mukaan ammattimaiselta asiakkaalta voidaan odottaa myös nopeampaa reagointia kuin ei-ammattimaiselta asiakkaalta ja näin ollen reklamointiaika voi mahdollisesti olla lyhyempi. Tämän lisäksi on hyvä huomioida, että ammattimaisilla asiakkailla ei ole pääsääntöisesti oikeutta valittaa riippumattomiin toimielimiin, kuten FINE:en.

Liittyen reklamointiin Marjosola (2017) käy läpi tutkimuksessaan oikeuden roolia sijoittajien suojaamiseen liittyen. Marjosola (2017) esittää, että Suomen osalta riippumattomien toimielimien rooli on elintärkeä ei-ammattimaisten asiakkaiden osalta, mutta ammattimaisilla asiakkailla ei ole samaa suojaa. Mielestäni tämän kaltaista suojaa tulisi mahdollisesti miettiä myös ammattimaisten asiakkaiden osalta, jotta voidaan välttää turhat ja byrokraattiset oikeudenkäynnit. Marjosola (2017) myös perustelee, että erityisesti ennaltaehkäisevät¹⁰¹ säännöt suojaavat parhaiten sijoittajia, jotta he eivät ottaisi harkitsemattomia taikka ei soveltuvia riskejä sijoitustuotteiden osalta. Tämä koskee niin ammattimaisia kuin ei-ammattimaisia asiakkaita, kuten nähtiin Lehman Brothersin kaatuessa finanssikriisissä, josta realisoitui liikkeeseenlaskijan riski esimerkiksi strukturoitujen pääomaturvattujen sijoitustuotteiden osalta (Marjosola, 2017, s. 26). Marjosola (2017) käy myös läpi teoksessaan yleisesti EU:n sijoittajansuojakehikkoa, joka on kehittynyt kohti yksityiskohtaista sääntelyä verrattuna tavoiteperusteiseen sääntelyyn¹⁰². Kuitenkin

¹⁰⁰ MiFID -II liitteen mukaan onkin ammattimaisen asiakkaan vastuulla pyytää kattavampaa suojaa, mikäli asiakas ei pystyisi itse arvioimaan ja hallitsemaan sijoituspäätöstensä riskejä

¹⁰¹ Ex ante -säännöt

¹⁰²Yksityiskohtaisella sääntelyllä tarkoitetaan esimerkiksi tarkkaa sääntelyä liittyen, kuinka sijoitustavoitteet selvitetään asiakkaalta. Tavoiteperusteisella taas tarkoitetaan sääntelyä esimerkiksi siitä, että sijoituspalveluntarjoajien tulee hallita eturistiriitoja, mutta sääntely ei tarkkaan kerro miten, vaan antaa lopputuloksen, joka tulee saavuttaa

kansalliset tuomionistuimet voivat operoida tavoiteperusteisesti täydentäen menettelytapoihin liittyvää sääntelyä. Kaiken kaikkiaan Marjosola (2017) perustelee, että eri järjestelmät täydentävät toisiaan ennaltaehkäisevästi, joka on keskiössä myös ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa.

Tutkimusta liittyen spesifisti ammattimaisten asiakkaiden sijoituspalveluihin sekä asiakaansuojaan on erittäin vähän, koska tutkimus keskittyy systemaattisesti ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Moni tutkimus liittyy käyttäytymistieteeseen, jossa verrataan ammattimaisten ja ei-ammattimaisten asiakkaiden käyttäytymistä markkinoilla¹⁰³. Sijoittajien käyttäytyminen on tärkeä osa markkinoiden toimivuutta ja sääntelykehikon tulee peilata tätä. Käyttäytymistieteiden osalta kirjallisuudessa esimerkiksi institutionaalisten asiakkaiden oletetaan lähtökohtaisesti toimivan rationaalisesti joka tilanteessa. Kuitenkin tätä näkökulmaa on myös haastettu kirjallisuudessa ja esimerkiksi Ahmad ja muut (2017) käyvät tutkielmassaan läpi institutionaalisten sijoittajien käyttäytymismalliin liittyviä näkökulmavinoumia. Tutkimuksen mukaan myös erittäin ammattimaisilla asiakkailla, kuten institutionaalisilla sijoittajilla voi myös olla näkökulmavinoumia. Tämä näkökulma tukee myös sitä, että myös erittäin ammattimaiset asiakkaat ovat heterogeenisiä ja heidän yksilölliset ominaisuutensa tulisi ottaa huomioon (Ahmad, Z ja muut, 2017). Tämän kaltaisella ei rationaalisella käytöksellä voi olla markkinoita tehokkuuteen heikentäviä vaikutuksia (Menkhoff ja muut, 2009, s. 1–3). Luukkonen (2018) myös perustelee, että makrotasolla institutionaalisten sijoittajien velvollisuuksien laiminlyönti ja irrationaalinen käyttäytyminen voi horjuttaa koko finanssijärjestelmät toimivuutta. Loppujen lopuksi myös ammattimaisen asiakkaan takana on ihminen ja tämä tulee ottaa huomioon. Tämä johtaa siihen, että yksilölliset ominaisuudet tulisi ottaa huomioon sijoituspalveluissa.

Ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa Salehi (2019) tutki väitöskirjassaan institutionaalisten sijoittajien pörssinoteerattujen ja suojaavien optiostrategioiden käyttöä osana varainhoidonpalveluita. Tutkielman mukaan varanhoitajien haluttomuus julkaista sijoitusstrategiansa, jotka ovat usein monimutkaisia ja salassa pidettäviä, voisi mahdollisesti

¹⁰³ ks. esim. Shapira & Venezia (2001) & Shapira & Venezia (2007) & Shapira ja (2011)

aiheuttaa informaation asymmetriaa ja johtaa päämies-agentti-ongelmaan. Pörssinoteerattuihin rahastoihin sijoittaminen oli yhteydessä kannustinpalkkioihin sekä sijoitusstrategioihin liittyviin rajoitteisiin. Onkin hyvä huomioida, että varainhoidon kontekstissa ammattimaisella asiakkaalla ei välttämättä ole suojaa sen osalta, mitä instrumentteja käytetään ja millä perusteella, ellei se ole spesifisti kirjoitettuna omaisuudenhoidon sopimukseen. Onkin siis relevanttia, että heikomman suoja on myös korkeimmillaan varainhoidossa, jossa läpinäkyvyys voi olla rajattua. Tämä herättää myös kysymyksen, miten asiakas voi saada suojaa varainhoitajan valintoja vastaan esimerkiksi, mikäli varainhoitaja suojaisi kohtuuttomasti tuottojaan verrattuna vertailuindeksiin.

Sääntelykehikkoon liittyen Loonen & Pattiselanno (2020) on tutkinut sääntelyä ammattimaisten asiakkaiden sijoituspalveluiden osalta. Tutkimuksessa käydään läpi ammattimaisiin asiakkaisiin liittyvää sääntelyä ja pohditaan niiden toimivuutta ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa. Tutkimuksen loppupäätelmiä ovat, että erilaiset tiedonantovelvollisuudet eivät ole tarkoituksenmukaisia ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa ja paradigma ongelma kokemuksen ja tietämyksen osalta on keskiössä. Tällä tarkoitetaan kokemuksen ja tietämyksen haastetta ammattimaisilla asiakkailla, sillä ammattimaisten asiakkaiden joukko on heterogeeninen ja tällä joukolla ei voi olettaa samaa kokemusta ja tietämystä toistensa kanssa, mistä sääntely tällä hetkellä lähtee. Tämän vuoksi kysymys herää onko kaikilla ammattimaisilla asiakkailla riittävä kokemus ja tietämys markkinoista, riskeistä liittyen portfolioteoriaan sekä pääoma-allokaatioon, jotta he voivat tehdä rationaalisia sijoituspäätöksiä liittyen rahoitusvälineisiin (Loonen & Pattiselanno, 2020, s. 11).

Regulaatioteorian mukaan sääntelyn tulee olla tarkoituksenmukaista ja sen tulee perustua todelliseen tarpeeseen, johon markkinat eivät ole pystyneet vastaamaan omalla toiminnallaan (Luukkonen, 2018, s. 31). Yhtenä komponenttina regulaatioteoriassa toimii myös, milloin tarvitaan kirjoitettua oikeutta ja milloin taas ei (Luukkonen, 2018, s. 31). Euroopan Unionia on kritisoitu sääntelytulvasta erityisesti rahoitusmarkkinoihin liittyen. Argumentaatiota on molempiin suuntiin regulaation osalta, joko liikaa regulaatiota tai

lian vähän. Viimeaikaisen korkojennousun yhteydessä tapahtuneet talletuspaot, pankkien maksukyvyttömyydet sekä kryptovaluuttatarjoajien asiakasvarojen erittely skandaalit osoittavat vahvan sääntelyn tarpeen olevan todennäköistä myös sijoituspalvelualalla.

Tärkeimpien asiakkaansuojan komponenttien osalta (Manninen, 2008) käy läpi artikkeleissaan sijoituspalveluiden tarjoajien vastuita asiakkaiden luokitteluun liittyen ja sääntelyeroja liittyen eri asiakasluokkien välillä (Manninen, 2010). Manninen perustelee, että asiakasluokittelulla on selvästi suurin merkitys menettelytapoihin liittyvässä sääntelyssä. Hän myös perustelee, että esimerkiksi ammattimaiseksi pyynnöstä luokiteltua asiakasta voidaan pitää eräänlaisena omana väliluokkana (Manninen, 2010, s. 20). Tämä on otettu huomioon työn teoreettisessa viitekehyksessä jo sen osalta, että asiakasluokittelu on jaoteltu pidemmälle kuin sääntely pintapuolisesti kertoo. Tämän lisäksi Manninen (2008) perustelee, että asiakasluokittelua voidaan soveltaa myös asiakas, tuote taikka liiketoimintasolla.

Ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa esimerkiksi Hollannin finanssivalvonta (AFM), joka on verrattavissa Suomen Finanssivalvontaan (FIVA) on tehnyt teema-arvion ammattimaisille ja hyväksytyille vastapuolille tarjottavista sijoituspalveluista ja on todennut, että sijoituspalveluntarjoajien menettelytavat eivät ole olleet lain vaatimalla tasolla, ja toimia sijoituspalveluntarjoajien osalta on parannettava¹⁰⁴ (Dutch Authority for the Financial Markets, 2020, s. 26). Pohjoismaisella tasolla paikalliset valvojat eivät ole tehneet samantyylistä teema-arviota vaan systemaattisesti teema-arviot ovat kohdistuneet ei-ammattimaisiin asiakkaisiin, joka on sinällään ymmärrettävää sillä valvojien tulee osallistua tehdä riskiperusteista valvontaa ja heikomman suojan tarve on korkeimmillaan ei-ammattimaisilla asiakkailla.

Edellä mainitut tutkimukset ovat pitkälti kvalitatiivisia mutta kvantitatiivisin menetelmin on tutkittu ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojaa vähäisesti. Esimerkiksi Fang ja

¹⁰⁴ Teema-arvio kohdistui kulujen läpinäkyvyyteen, tuotehallintamenettelyyn sekä kannustimiin

muut (2020) ovat esimerkiksi todenneet, että MiFID II -sääntely on mahdollisesti parantanut esimerkiksi sijoitustutkimuksen laatua, vaikka sijoitustutkimuksen määrä on laskeutunut. Tämän voidaan nähdä johtuvan siitä, että vähempi määrä liikkeeseenlaskijoiden kattavuutta on voinut johtaa siihen, että laatu on myös parantunut sijoituspalveluntarjoajien toimesta ja markkinoille pääsyn kynnyks on kasvanut, sillä sijoitustutkimuksen kulut tulee eriyttää muista palveluista pääsääntöisesti (Fang ja muut, 2020).

4.2 Yhteenveto tutkimuksista ja tutkimuskysymysten johtaminen

Aikaisemmissa tutkimuksissa on painotettu yksilöllisen ja kollektiivisen sijoittajansuojan tärkeyttä toimivien rahoitusmarkkinoiden takaamiseksi pääsääntöisesti kvalitatiivisin menetelmin. Yleisellä tasolla on perusteltu, että sijoittajansuojalla on kaksi päätavoitetta, jotka ovat sijoittajien yksilöllinen suoja sekä rahoitusmarkkinoiden toimivuus (Luukkonen, 2018, s. 8). Yksilöllisen sijoittajansuojan komponentit ovat siis keskiössä näiden tavoitteiden turvaamiseksi. Teoriaosuuden sekä edellisten tutkimusten perusteella johdetaan seuraavat neljä tutkimuskysymystä liittyen ammattimaisten asiakkaiden yksilölliseen asiakkaansuojaan ja sen komponentteihin. Tarkoituksena on tutkia ammattimaisten asiakkaiden sekä sijoituspalveluntarjoajien näkökulmasta, miten yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit toteutuvat Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla erityisesti sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoidossa ja ovatko ne tarkoituksenmukaisia. Tätä on järkevää reflektoida ammattimaisten asiakkaan näkökulmasta ja sijoituspalveluntarjoajan näkökulmasta, sillä loppujen lopuksi kyseessä on dialogi sijoituspalveluntarjoajan ja ammattimaisten asiakkaan välillä ja asiakkaansuoja on pitkälti ennaltaehkäisevää. Tämä tutkielma pyrkii tutkimaan ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojaa seuraavien keskeisten kysymysten avulla:

1. Miten ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja toteutuu Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?
2. Onko ammattimaiset asiakkaat kohdanneet haasteita yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumisessa Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?

3. Ovatko yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit tarkoituksenmukaisia ja soveltuvia ammattimaisille asiakkaille?
4. Onko sijoituspalveluntarjoajien menettelytavoille ja viitekehykselle kehitystarpeita, jotta ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja paranisi?

Loonen & Pattiselanno (2020) sekä Luukkonen (2018) tutkimuksissa sekä sääntelyssä nousee esille se, että sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa on keskeisimmät selonottovelvollisuudet asiakkaan tuntemisen osalta, jotta sijoituspalveluntarjoaja voisi tarjota soveltuvia tuotteita ja palveluita asiakkaille. Keskiössä on myös soveltuvuusarvio, jonka mukaan asiakkaan yksilöllistä tilannetta tulisi verrata valittuun / neuvottuun palveluun taikka tuotteeseen sen osalta, onko se soveltuva asiakkaalle. Tämän perusteella voidaan johtaa jälkimmäiset kaksi tutkimuskysymystä, jotka keskittyvät selonottovelvollisuuden toteutumiseen ja laatuun.

5. Miten sijoituspalveluntarjoajien selonottovelvollisuus käytännössä toteutuu ammattimaisten asiakkaiden osalta Suomessa sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?
6. Tuottaako sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuus korkeatasoista soveltuvuuden arviointia sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?

5 Tutkimuksen aineisto ja menetelmät

Tämän luvun tarkoituksena on kuvata, miten empiirinen osio tässä tutkielmassa on toteutettu ja miksi. Luvussa kuvataan tutkimusmenetelmän valinta, tutkimuksen aineisto sekä yleisesti aineiston keruusta ja sen kohderyhmästä. Tämän lisäksi kuvataan haastattelurunko sekä tutkielman luotettavuus.

Tutkimus on pyritty kuvaamaan riittävän tarkalla tasolla, jotta tutkimuksen luotettavuus ei vaarantuisi. Hirsjärven mukaan (Hirsjärvi ja muut, 2009) tarkalla kuvauksella voidaan parantaa tutkimuksen luottamusta. Laadullisen tutkielman osalta tutkimusmuoto, menetelmä, aineisto sekä analyysi on kuvattu tarkasti, ja vastattu kysymyksiin, miten ja miksi, jotta tutkimusasetelma on perusteltua.

5.1 Tutkimusmenetelmä

Tutkimusmenetelmä tässä tutkimuksessa on kvalitatiivinen eli laadullinen tutkimus. Lähtökohtana laadulliselle tutkimukselle on esimerkiksi tarve tutkia ajankohtaista kysymystä mahdollisimman kokonaisvaltaisesti (Juhila, 2024). Sijoituspalveluiden ja sen sääntelyn tutkiminen käytännön tasolla on monimutkainen ja monitahoinen ilmiö ja sen vuoksi laadullinen tutkimus on perusteltua. Laadullisella tutkimuksella pyritään ennen kaikkea tutkimaan ilmiöitä sekä mukauttamaan kysymyksiä ja menetelmiä tarpeen mukaan (Hirsjärvi ja muut, 2009). Kvantitatiivinen tutkimus olisi haastava toteuttaa, sillä sääntely ja sen käytännön implementointi on monimutkaista ja subjekteilla saattaa olla omia näkökulmia aiheen osalta, joten esimerkiksi strukturoidut kyselyt suurelle joukolle vaarantaisi tutkimuksen luotettavuutta. Esimerkiksi selonottovelvollisuuksien taikka yksilöllisen asiakkaansuojan ymmärtäminen voi kuulostaa yksinkertaiselta, mutta yksityiskohtaisella tasolla se ei sitä ole. Tämän lisäksi ammattimaisten asiakkaiden yksilöllisestä asiakkaansuojasta ei ole tehty aiempaa tutkimusta, joka tutkisi empiirisin keinoin aihealuetta. Aineisto liittyen tutkimuskysymyksiin on myös pitkälti kvalitatiivista, mikä tukee kvalitatiivisen menetelmän valintaa.

Ennen kaikkea kvalitatiivisella menetelmällä pyritään havainnoimaan suhdetta sijoituspalveluntarjoajien ja ammattimaisten asiakkaiden välillä ja asiakkaansuojan toteutumista. Kvalitatiiviset menetelmät ovat siis soveltuvia kyseiselle tutkimukselle, kun halutaan ymmärtää syvällisesti tutkittavaa ilmiötä ja se on monimutkaista numerollista. Tämä voi johtua siitä, että ilmiöstä ei vielä tarkemmin tiedetä ja tutkimusta tulisi ensisijaisesti tehdä pohjaksi ilmiölle (Yin, 2009), joka on osittain myös tämän tutkielman taivote.

Tutkimus toteutetaan laadullisena tapaustutkimuksena¹⁰⁵, jossa keskitytään pieneen tapausten joukkoon, jotta ilmiötä pystytään tutkimaan (Hyvärinen ja muut, 2024). Tarkemmin muotoiltuna voidaan puhua illustroivasta tapaustutkimuksesta, joka kuvaa käytäntöjä ja nykytilaa aineiston perusteella (Eriksson & Koistinen, 2014). Aineistonkeruu menetelmänä käytetään teemahaastattelua. Hirsjärvi (2009) on todennut, että metodien osalta laadullisen tutkimuksen piirteisiin kuuluu esimerkiksi näkökulmien esiintuominen, joten teemahaastattelu metodina on järkevää valita kyseiselle tutkimukselle muihin menetelmiin verrattuna.

Tutkimusaineisto kerätään teemahaastatteluilla, millä pyritään tutkia ilmiötä fenomenografisin menetelmin keskittyen havainnointiin ja haastatteluihin (Kettunen, 2023). Haastattelussa käytetään puolistrukturoitua haastattelua, jossa kysymykset on laadittu etukäteen ja esitetään samassa muodossa kaikille. Kuitenkin haastateltavilla on vapaus määrittellä kuinka kysymykseen vastataan.

Tutkimuksessa käytetään myös etnografisia menetelmiä sillä tarkoituksena on tavoittaa ihmisten oma näkökulma, mikä on keskiössä tässä tutkielmassa ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa (Kettunen, 2023). Fenomenografisia menetelmiä pyritään hyödyntä-

¹⁰⁵ Tapaustutkimuksella tarkoitetaan tutkimusstrategiaa tutkimuksen toteutuksesta (ks. esim Eriksson & Koistinen, 2014, s. 22)

mään, kun kohteena on ihmisten subjektiiviset näkemykset tutkittavaan ilmiöön (Kallinen & Kinnunen, 2023), kuten se miten ammattimainen asiakas kokee asiakkaansuojan komponenttien hyödyllisyyden taikka toteutumisen osana sijoitustavoitteiden täyttymistä.

Tutkimuksessa tulisi myös valita tapaukset, joita tutkitaan ja nämä tulisi rajata ja perustella. Tässä tutkielmassa on käytetty lähestymistapaa, missä tapaukset, joita tutkitaan, on jo määritelty tutkielman teoreettisessa viitekehyksessä¹⁰⁶ (Eriksson & Koistinen, 2014). Tutkimuksessa tarkastellaan ammattimaisten asiakkaiden ja sijoituspalveluntarjoajien näkökulmia aiheesta, ja tutkittavan tapauksen voidaan määritellä olevan asiakkaansuojan toteutuminen Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla.

5.2 Tutkimuksen kohde ja haastattelu

Tutkimuksen kohderyhmä on ammattimaiset asiakkaat, jotka on luokiteltu ammattimaisiksi sijoituspalvelulain mukaisesti sekä sijoituspalveluntarjoajat, jotka palvelevat ammattimaisia asiakkaita.

Haasteena ammattimaisten asiakkaan kohderyhmälle on, että haastateltava varmasti ymmärtäisi onko hänet luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi esimerkiksi asiakastasolla taikka tuotetasolla ja ymmärtääkö hän esimerkiksi asiakkaansuojan komponentit ja niiden toimivuuden, sillä suoja on pitkälti ennaltaehkäisevää. Kohderyhmässä on pyritty valitsemaan suuryrityksiä sekä ammattimaiseksi asiakkaaksi pyynnöstä luokiteltuja asiakkaita, jotka käyttävät esimerkiksi riskienhallinnallisia sijoituspalveluita taikka moni-

¹⁰⁶ Ammattimaisten asiakkaiden määritelmä ja sijoituspalveluntarjoajat teoreettisessa viitekehyksessä

mutkaisia sijoitustuotteita. Tämän lisäksi on luontevaa haastatella sijoituspalveluntarjoajien edustajia aiheen osalta. Hyväksytyjä vastapuolia ei ole mielekästä haastatella, sillä hyväksytyillä vastapuolilla ei käytännössä ole yksilöllistä asiakkaansuojaa¹⁰⁷.

Alla olevassa taulukossa on esitetty valitut haastateltavat sekä heidän taustatietonsa soveltuvin osin anonymisoituna. Taulukkoon on pyritty esittämään taustatietoja haastateltavista liittyen asiakasluokitteluun taikka sijoituspalveluntarjoajaan. Myös muita asiantuntijoita liittyen sääntelyyn on haastateltu, joilla on liittymäpintaa ammattimaisten asiakkaiden sijoituspalveluiden käyttöön.

Haastateltava	Asiakasluokittelu / Sijoituspalveluntarjoaja	Haastattelun kesto
Sijoituspalveluntarjoaja A	Sijoituspalveluntarjoaja	45min 8sek
Ammattimainen asiakas B	Ammattimainen asiakas	47min 11sek
Sijoituspalveluntarjoaja C	Sijoituspalveluntarjoaja	45min 10sek
Sijoituspalveluntarjoaja D	Sijoituspalveluntarjoaja	36min 54sek
Sijoituspalveluntarjoaja E	Sijoituspalveluntarjoaja	43min 16sek
Sijoituspalveluntarjoaja F	Sijoituspalveluntarjoaja	30min 45sek

Taulukko 2. Haastateltavien taustatiedot

Haastattelu toteutettiin puolistrukturoituna teemahaastatteluna, joka keskittyy tiettyihin teemoihin, kuten yksilölliseen asiakkaansuojaan sekä palveluntarjoajan selonotto- ja soveltuvuusarviovelvollisuuksiin. Haastattelurunko pohjautuu tutkimuskysymyksiin, joihin pyritään saamaan vastauksia haastateltavilta. Puolistrukturoidulla mallilla haastattelurunko antaa suuntaa mihin keskustelua halutaan ohjata, mutta antaa myös tilaa keskustelulle yleisesti, jonka vuoksi tutkimuskysymykset ovat laajempia kokonaisuuksia. Tär-

¹⁰⁷ Hyväksyty vastapuoli ei nauti asiakkaansuojasta, sillä sen oletetaan olevan samalla tasolla kuin sijoituspalveluntarjoaja. Kuitenkin yleiset periaatteet pätevät myös asiakassuhteisiin hyväksytyjen vastapuolien kanssa

keätä on pyrkiä saamaan haastateltavilta heidän näkemystensä yksilöllisestä asiakkaansuojasta ja sen toteutumisesta eri komponenttien osalta ja annetaanko näille suojaavaa arvoa sijoituspalveluita käytettäessä. Vapaamuotoiset haastattelut antavat myös tilaa tarkentaville kysymyksille, sillä yksilöllinen ymmärrys aiheesta voi vaihdella suuresti haastateltavien kesken. Tämä lähestymistapa lisää aineiston syvyyttä liittyen tutkittavaan ilmiöön.

5.3 Havaintoaineisto ja analysointi

Tutkimuksen primäärisenä havaintoaineistona toimivat yksilöhaastattelut, joita tehtiin ammattimaisille asiakkaille ja sijoituspalveluntarjoajille. Havaintoaineisto pohjautui teemahaastatteluihin ja ensimmäisenä vaiheena haastatteluiden osalta oli niiden litterointi (Hyvärinen, 2024). Tästä syntyi litteroitu aineisto liittyen haastattelukysymyksiin. Haastattelurunko löytyy liitteestä 1. Haastattelut tehtiin vuonna 2024 kasvokkain ja etäyhteydellä tapahtuneissa haastatteluissa. Haastattelukysymykset ja lyhyt kuvaus tutkielmasta ja yksilöllisestä asiakkaansuojasta lähetettiin etukäteen haastateltaville sähköpostilla, jotta haastateltava pystyisi orientoimaan teemahaastatteluun ja kysymään tarkentavia kysymyksiä, mikäli ei ymmärtäisi aihetta.

Aineistolle on tehty teema-analyysi, jossa tunnistetaan nousseita teemoja verrattuna työn teoreettiseen viitekehykseen. Teema-analyysi on yksi aineiston analyysimenetelmistä ja menetelmässä on tarkoitus paikantaa tutkimusongelmaan liittyvät olennaiset aiheet (Juhila, 2024). Teema-analyysi on valittu sen vuoksi, että tutkimuskysymysten ratkaisemiseksi kokonaisuutena yksilöllinen asiakkaansuoja koostuu eri teemoista, ja komponenteista, joten on johdonmukaista myös analysoida tuloksia samankaltaisesti. Menetelmä antaa myös tilaa koostaa teemakokonaisuuksia, kuten yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit taikka ammattimaiset asiakkaat sekä sijoituspalveluntarjoajat eriteltynä. Tärkeätä teema-analyysissa on ennen kaikkea, että teemoja ei ole määritelty ennalta, vaan teemat syntyvät analyysin tuloksena (Juhila, 2024). Näin ollen tämän tutkimuksen tulosten teemat on johdettu aineistoanalyysissa nousseiden teemojen osalta.

Tuloksissa läpikäytyt teemat kuvaavat vastauksia niin haastateltavan kuin haastattelijan ymmärryksestä haastattelijan näkökulmista verrattuna asiakkaansuojan komponentteihin liittyvään teoriaan, jota käsitellään työn teoreettisessa viitekehysessä.

Tutkimusaineistossa painottui seuraavat teemat:

1. Asiaksluokittelu, palvelun luonne ja tuotteen monimutkaisuus
2. Dialogi ammattimaisen asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan välillä
3. Asiakkaan tosiasiallinen ymmärrys sijoittajansuojan heikkenemisen vaikutuksista
4. Asiaksluokittelu ja sijoituspalvelun keskeisten ominaisuuksien ymmärtäminen
5. Strukturoidut prosessit ja kontrollit sijoituspalveluntarjoajalla
6. Ammattimaisten asiakkaiden heterogeenisyys
7. Byrokratia ja sääntelyn implementointi
8. Tuotteiden monimutkaisuus lisäajurina suojalle
9. Asiakkaiden kokemus ja tietämys
10. Osaamisen kehittäminen sijoituspalveluntarjoajilla
11. Sääntely ja vaatimustenmukaisuus osana asiakkaansuojan toteutumista

Aineiston analyysi on kolmivaiheinen. Vaiheessa yksi haastatteluaineistoista on etsitty vastauksia tutkimuskysymyksiin (T1-T6). Toisessa vaiheessa analyysissa tutkimustuloksia on verrattu teoreettiseen viitekehukseen relevantein osin, jotka ovat keskiössä yksilöllisen asiakkaansuojan osalta. Kolmannessa vaiheessa tapahtuva teema-analyysi on teorian ja empirian vuorovaikutusta, joka johtaa tutkielman tuloksiin.

Tulokset esitetään kuudennessa luvussa keskittyen esiin nousseisiin teemoihin verrattuna tutkimusongelmiin. Viimeisessä luvussa tulosten pohjalta tehdään johtopäätökset ja jatkotutkimusehdotukset tutkielman osalta.

5.4 Tutkimuksen luotettavuus ja rajoitukset

Tutkimuksen luotettavuutta tarkastellaan yleisesti mittaustulosten toistettavuudella ja käytetyn tutkimusmenetelmän tarkoituksenmukaisuudella (Hirsjärvi, 2009). Käytännössä tutkimuksen tulisi olla mahdollisimman toistettava, jossa tulokset toistuvat sattumanvaraisesti ja sekä menetelmän tulisi olla tarkoituksenmukainen tutkittavalle ilmiölle. Tämän tutkielman osalta mittaustulosten toistettavuuden arvioiminen voi olla haastavaa, sillä toistettavuus itsessään pohjautuu pitkälti määrälliselle tutkimukselle, eikä laadulliselle tutkimukselle. Laadullisessa tutkimuksessa tutkitaan ilmiötä esimerkiksi teema-haastattelujen muodossa, jossa subjektiivinen näkemys voi olla määräävässä asemassa, joten samojen mittaustulosten toistettavuus ei välttämättä toteudu. Se ei itsessään tarkoita, että menetelmä olisi väärä, sillä kyseiseen ilmiöön eli yksilölliseen asiakkaansuojaan ei ole yksiselitteistä vastausta vaan se pohjautuu niin käytäntöön kuin sääntelyn oikeatasoiseen asettumiseen, joka asettaa minimivaatimukset toiminnalle.

Kyseiselle tutkimukselle on luotu laaja ja yksityiskohtainen viitekehys sääntelyn ja käytännön nykytilasta, jota verrataan yksilöiden subjektiiviseen näkemykseen. Tämä viitekehys on myös esitelty haastateltaville, jotta kaikki haastateltavat ymmärtäisivät viitekehysten mahdollisimman yhtenäisesti, jotta virhemarginaali pienenesi.

Laadullisen tutkimuksen luotettavuutta arvioidaan holistisin tavoin liittyen koko tutkielman prosessiin. Yleisesti voidaan todeta, että laadullisen tutkimuksen tieteellisyyden mittarina toimii aineiston laatu ja tarkoituksenmukaisuus ja valitut menetelmät sen analysointiin. Validissa tutkimuksessa kuvaukset, selitykset ja siihen liittyvät tulkinnat ovat yhteensopivia ja johdonmukaisia (Hirsjärvi, 2009).

Tämän tutkielman osalta pohjaksi on luotu tutkittavaan ilmiöön tukeva teoreettinen viitekehys, jotta se olisi mahdollisimman tarkoituksenmukaisesti jäsennelty ja kuvattu. Tulokintavirheitä on pyritty ehkäisemään spesifillä viitekehyksellä, joka on selitetty haasta-

teltaville ennen haastattelua, jotta asiakkaansuoja ymmärretään samankaltaisesti haastattelijan ja haastateltavan osalta. Tutkimustuloksissa on käytetty sitaatteja, jotta myös lukija pystyy havainnoimaan, miksi tiettyihin tuloksiin on päästy.

Mahdollisena kehityskohteenä populaatiolle ja aineistolle on se, että joukossa tulisi olla enemmän ammattimaisia asiakkaita. Tämän joukon edustaminen osoittautui haasteelliseksi myös haastattelujen perumisen suhteen. Rajoituksena voidaan myös pitää otoskoon vähyyttä, mutta temahaastattelujen osalta isompi otoskoko voisi myös vaurantaa tutkimusta. Isompi otoskoko on relevantimpi kvantitatiiviselle tutkimukselle.

6 Empiirisen tutkimuksen tulokset

Tässä pääluvussa esitetään tutkimukseen liittyvät tulokset. Luku on jaettu tutkimuskysymyksiin sisältäviin kappaleisiin. Tutkimuskysymykset on jaettu kahteen osaan eli yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumiseen sekä sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuuksiin sekä soveltuvuusarvioihin. Näitä osia on vertailtu tutkielman aineistoon ja esiin nousseihin teemoihin sekä tutkielman teoreettiseen viitekehykseen. Tästä syntyy analyttinen dialogi aineiston ja teoreettisen viitekehyksen kesken.

Kertauksena tutkimuskysymykset olivat seuraavat:

1. Miten ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja toteutuu Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?
2. Onko ammattimaiset asiakkaat kohdanneet haasteita yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumisessa Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?
3. Ovatko yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit tarkoituksenmukaisia ja soveltuvia ammattimaisille asiakkaille?
4. Onko sijoituspalveluntarjoajien menettelytavoille ja viitekehykselle kehitystarpeita, jotta ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja paranisi?
5. Miten sijoituspalveluntarjoajien selonottovelvollisuus käytännössä toteutuu ammattimaisten asiakkaiden osalta Suomessa sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?
6. Tuottaako sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuus korkeatasoista soveltuvuuden arviointia sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?

Ensimmäiselle neljälle tutkimuskysymykselle on allokoitu oma lukunsa, jossa keskitytään nimenomaisesti yleisesti yksilölliseen asiakkaansuojaan, sen toteutumiseen ja parannusehdotuksiin, mikäli niitä on. Loput kaksi tutkimuskysymystä käsitellään omana kappaleena, jossa keskitytään sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuuksiin sekä tuotteiden/palveluiden soveltuvuusarviointiin ja sen laatuun ammattimaisten asiakkaiden osalta, missä heikomman suoja on ilmeisin. Tähän ratkaisuun on päädytty sen vuoksi,

että on luontevaa keskittyä yksilölliseen asiakkaansuojaan kokonaisuutena ja toisessa kokonaisuudessa on keskitytty tilanteeseen, jossa asiakkaansuoja on korkeimmillaan eli sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa. Tässä tilanteessa sopimuksen osapuolia ei lähtökohtaisesti voida pitää tasavertaisessa asemassa, joten heikomman suojaa on lainsäädännöllä suunnattu näihin sijoituspalvelumuotoihin.

Keskeisen tutkimustavoitteen ollessa asiakkaansuojan toteutuminen, seuraavat kappaleet liittyen tutkimuskysymyksiin 1–6 käyvät läpi empiriaa verrattuna teoreettiseen viitekehukseen. Yleisesti ottaen voidaan todeta, että asiakkaansuoja toteutuu nykyisessä viitekehyksessä, mutta tarvitsee jatkokehitystä. Seuraavat kappaleet ja johtopäätökset perustelevat miksi näin on.

6.1 Yksilöllisen asiakkaansuojan toteutuminen Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla

Yksilöllisen asiakkaansuojan perustavanlaatuinen tarkoitus on suojata heikompa osapuolta sijoituspalvelusuhteessa ja saattaa asiakas samalle tasolle kuin sijoituspalveluntarjoaja sijoituspäätöksen tekemiseksi. Asiakkaan yksilölliset ominaisuudet pitkälti määrittelevät asiakkaansuojan komponenttien¹⁰⁸ tarpeen ja toteutumisen. Ammattimaisten asiakkaiden joukko on heterogeeninen ja vaihtelua ammattimaisten asiakkaiden ryhmän sisällä on paljon, kuten todettu teoreettisessa viitekehyksessä. Sääntelyssä on pyritty turvaamaan ensisijaisesti niin sanottuja kuluttaja-asiakkaita samantyyllisesti kuin kuluttajan-suojalaissa, kuitenkin niin että sääntelykehikko kattaa myös yritysasiakkaat¹⁰⁹, kuten haastattelussa on todettu:

¹⁰⁸ Yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit kuten yleiset periaatteet sijoituspalveluissa, asiakkaan tunteminen, luokittelu, sopimus, selonottovelvollisuus, asianmukaisuus- ja soveltuvuusarvio, tiedonantovelvollisuus, toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen, korvausrahasto

¹⁰⁹ Yritysasiakas voi olla myös niin sanottu kuluttaja-asiakas sijoituspalveluissa ja nauttii samasta suojasta kuin luonnollinen henkilö

Suurin ero siinä, että miten se asiakkaan suoja toteutuu ammattimaisten ja ei-ammattimaisten asiakkaiden osalta on siinä, että lain mukaan ei-ammattimaisille on pakko antaa kaikki tiedot. Ja sitten ammattimaisen asiakkaan osalta voidaan mahdollisesti käyttää enemmän harkintaa mitä annetaan.

Suurimpana erona asiakkaansuojan osalta empiriassa nousi ei-ammattimaisten asiakkaiden ja ammattimaisten asiakkaiden osalta erilaisten tiedonantovelvollisuuksien eroavaisuudet. Tämä on viitekehukseen verrattuna linjassa, sillä erilaiset tiedonantovelvollisuudet on vajavaiset verrattuna ei-ammattimaisiin asiakkaisiin, mutta selonottovelvollisuudet ainakin ylätasolla ovat samankaltaiset.

Struktuurit sijoituspalveluntarjoajilla näyttelivät suurta osaa asiakkaansuojan osalta. Sijoituspalvelu lähtee siitä, että ensinnäkin ymmärretään mitä palveluja ammattimaiselle asiakkaalle annetaan. Onko kyseessä välityspalvelu vai sijoitusneuvonta taikka muu sijoituspalvelu. Tämän lisäksi asiakasluokittelun tulee olla oikein. Tämä voi luoda riskin, että halutaan mieltää joku asiakas ammattimaiseksi, jotta päästäisiin helpommalla menettelytapasäännösten osalta. Hyvänä esimerkkinä toimii holding-yhtiöt, joilla ei ole toimiluvallista taikka operatiivista toimintaa. Kyseistä yhtiötä ei välttämättä voi samaistaa hallittavaan yhtiöön asiakasluokituksen taikka muiden ominaisuuksien osalta.

6.1.1 Yksilöllisen asiakkaansuojan toteutuminen ja lisäarvo

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen osalta aineiston ja empirian vuorovaikutuksesta tuloksena syntyi seuraavat pääteemat: asiakkaan tosiasiallinen ymmärrys asiakkaansuojan heikkenemisen vaikutuksista, asiakasluokittelu, sijoituspalvelun keskeisten ominaisuuksien ymmärtäminen sekä strukturoidut prosessit ja kontrollit osana asiakkaansuojan toteutumista.

Haastateltavien mukaan yksilöllisen asiakkaansuojan toteutuminen on haastava kysymys, sillä lähtökohtaisesti sääntely on luonut minimivaateet, joita sijoituspalveluntarjoajat

noudattavat, jonka pohjalta strukturoidut prosessit on luotu. Tämä on ensisijainen tavoite kuitenkin huomioiden asiakkaan yksilölliset ominaisuudet, joita sääntely ei välttämättä suoraan huomioi. Kun asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi, heidän oletetaan omaavan tarvittavan kokemuksen ja ymmärryksen riskeistä liittyen sijoitukseen. Luukkonen (2018) perustelee, että ammattimaisella asiakkaalla on myös epäsuora selonottovelvollisuus sijoituspalveluita käytettäessä, joka linkittyy myös siihen, kun asiakas pyytää kohtelua ammattimaisena asiakkaana ja erityisesti sen osalta ymmärtääkö asiakas tosiasiallisesti sijoittajansuojan heikkenemisen vaikutukset. Haastattelussa tämä nousi huomiona:

Tärkeänä elementtinä on esimerkiksi myös se, että ymmärtääkö asiakas sijoittajansuojan heikentymisen tarvittavalla tasolla, kun hän haluaa, että häntä kohdellaan ammattimaisena asiakkaana ja informoidaanko asiakas näiden osalta tarvittavalla tasolla, kun hänet on luokiteltu ammattimaiseksi asiakas/tuote/transaktiotasolla.

Haasteena sen osalta, ymmärtääkö asiakas tosiasiallisesti asiakkaansuojan heikkenemisen on se, että monet komponentit ovat ennaltaehkäiseviä, jopa abstrakteja. Esimerkiksi yleiset periaatteet, asiakkaan tunteminen, sopimuspakko, asianmukaisuus- ja soveltuvuusarviot voivat olla vaikeata ymmärtää verrattuna komponentteihin liittyen parhaaseen toteutukseen, reklamaatioiden käsittelyyn sekä korvausrahastoon, jotka ovat taas konkreettisempia kokonaisuuksia. Suurimpana ennaltaehkäisevänä toimenpiteenä haastatteluissa nousi, että asiakkaalle tulisi tehdä selväksi mitä tarkoittaa, kun menettää sijoittajansuojaa. Viitekehyksen perusteella asiakkaalle tulisi ilmoittaa asiakkaansuojan menetyksen seuraukset¹¹⁰, kun asiakas pyytää kohtelua ammattimaisena. On hyvä huomioda, että tämä ei suoraan koske tapauksia missä asiakasta kohdellaan suoraan ammattimaisena asiakkaana lain nojalla.

¹¹⁰ Esimerkiksi sijoituspalvelulaissa, määritellään että mikäli asiakas pyytää kohtelua ammattimaisena asiakkaana niin hänelle tulee ilmoittaa, että hän ei kuulu kaikkien asiakkaansuojan komponenttien piiriin.

Haastatteluissa nousi yleisesti teema, että asiakkaansuojan komponentit ovat vaikeasti ymmärrettäviä ja abstrakteja, joten mielestäni olisi luontevaa, jos tiedonantoa tämän osalta parannettaisiin sen osalta mitä käytännössä tarkoittaa asiakkaansuoja ei-ammattimaisena verrattuna ammattimaiseen asiakkaaseen¹¹¹. Tiedonantoa olisi mahdollista parantaa niin valvojan kuin sijoituspalveluntarjoajien osalta ammattimaisia asiakkaita kohtaan. Yleisesti asiakkaansuojan toteutumisen osalta sijoituspalveluntarjoajien puolelta nostettiin tarkkaan määritellyt prosessit ja niiden kuvaaminen sekä niihin liittyvien kontrollien luominen, jotta asiakkaansuojan komponentit tosiasiallisesti tapahtuvat, ja yleisesti viitekehys tukee näiden osalta asiakkaansuojan toteutumista.

Esimerkiksi suurin osa komponenteista tulisi tapahtua ennen mahdollista liiketoimea (ex ante), joka itsessään pyrkii ennaltaehkäisemään riitatilanteita taikka sopimusten epäselvyyksiä. Pragmaattisena erona suojan toteutumiseen ei-ammattimaisen ja ammattimaisen osalta nostettiin esimerkiksi myös valitukset vakuutus- ja rahoitusneuvontaan (FINE, 2023), jota suojaa ammattimaisilla asiakkaila ei lähtökohtaisesti ole, kuten haastatteluissa ilmeni:

Tietyllä tavalla toi FINE on jotain konkreettista suojaa, mutta tietyllä tavalla en näe muita komponentteja niin konkreettisena suojana. Ammattimaisena asiakkaana oleminen kertoo siitä, että on luottamusta oikeasti siihen, että me oikeasti ymmärrämme näistä asioista.

Asiakkaansuojan komponentit ovat ennen kaikkea ennaltaehkäiseviä ja voivat olla vaikeata hahmottaa, kuten yllä oleva kommentti haastateltavalta osoittaa. Esimerkiksi Marjosola (2017) on perustellut, että ennaltaehkäisevät säännöt suojaavat parhaiten sijoittajia. Mielestäni ammattimaisille asiakkaille tulisi myös suoda konkreettisia suojan elementtejä, johon nojautua tilanteissa missä heikomman suojan tarve on ilmeinen tuomioistuinten lisäksi. Konkretia luo myös paremman perustan markkinakäytännöille, ja kyseisten komponenttien osalta käytäntö pelaa suurta roolia.

¹¹¹ Esimerkiksi konkreettisesti kuvattuna eri komponentit ja niiden tuoma suoja

Tärkeänä teemana nousi myös asiakkaansuojan komponenttien mahdollisen lisäarvon tuottaminen ammattimaisille asiakkaille. Asiakkaansuojan säännökset ovat pitkälti myös dokumentointivaateita, koska kaikista liiketoimiin liittyvistä toimeksiannoista tulee olla dokumentaatio tallennettuna sijoituspalveluntarjoajan toimesta. Tämä luo ennen kaikkea ennaltaehkäisevää suojaa haastateltavien mukaan. Toisaalta dokumentaatio luo byrokratiaa ja teemana nousi myös byrokratian haaste ja jatkuvien kyselyjen täyttäminen esimerkiksi KYC¹¹²-vaateiden osalta. Selonottovelvollisuudella on myös sijoittajansuojasta poikkeavia käyttötarkoituksia ja näistä tärkein on rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estäminen. KYC-vaateiden osalta viitataan yleensä siis rahanpesunriskin estämiseen liittyviin velvoitteisiin eikä se sinällään ole suoraan osa sijoittajansuojaa, mutta näissä kyselyissä kerätään myös sijoittajansuojan kannalta olennaisia tietoja, kuten oikeushenkilön edustajien oikeus toimia heidän lukuunsa:

Jos on ammattimainen asiakas niin turhaa byrokratiaa nämä kyselyt ovat. Varsinkin sitten kun on kyselyitä tuotteissa missä toimii ammattimaisesti. Esimerkiksi joukkovelkakirjojen, osakkeiden, strukturoitujen tuotteiden osalta en ymmärrä, että kysytään irrelevantteja kysymyksiä esim. kuinka paljon varoja sinulla on? Jos on toiminut pitkään pääomamarkkinoilla ja oikeasti tehnyt näitä transaktioita ja tietää miten nämä menevät, niin vaikea nähdä lisäarvoa.

Sääntely luo minimivaateet, joita tulisi noudattaa ja edellä mainittu esimerkki liittyen irrelevantteihin kysymyksiin on haastava, mutta toisaalta sääntelyn mukaan edellä mainittuja sijoitustavoitteita¹¹³ tulee kerätä vain soveltuvien osien tarkoittaen, että näitä tietoja tulee kerätä vain, mikäli se on tarpeen palvelun / tuotteen tarjoamisen osalta. Sääntely on erittäin monimutkaista ja monitasoista ja tämä on todennäköisesti luonut haasteita

¹¹² KYC-vaateilla viitataan yleisiin asiakkaan tuntemiseen liittyviin velvoitteisiin

¹¹³ Asiakkaan sijoitustavoitteet, mukaan luettuina asiakkaan riskiraja ja mahdolliset kestävyysmieltymykset

käytännön implementoinnin osalta. Toisaalta esimerkiksi itsesääntelyä taikka markkina-käytäntöjä aiheiden osalta on vähän ja tämä on voinut johtaa prosesseihin, joissa seura-taan sääntelyä sanantarkasti:

Jos asiakas sanoisi, että ei halua tietää tuotteen riskeistä niin on kyllä indikaatio siitä, että he eivät koe lisäarvoa näille asioille. Kuinka hyvin ammattimaiset asiakkaat ovat kartalla näiden asioiden osalta on hyvä ja tärkeä kysymys.

Vaikka lisäarvolle on eriäviä mielipiteitä, niin on hyvä huomioida, että asiakkaansuoja on laajempi kokonaisuus, johon liittyvät niin luottamus markkinoita kohtaan kuin ennalta-ehkäisevät elementit, jotka voivat olla haastava nähdä konkretiana ja lisäarvoa tuotta-vana. Lisäarvoksi mainittiin myös tuotevalikoima, joka on olennainen osa ammattimai-sena asiakkaan olemista¹¹⁴. Esimerkkinä voi toimia esimerkiksi kompleksisempi tuote, joka palvelee paremmin asiakkaan sijoitustavoitteita, taikka sijoitusvälineen hinta voi olla alempi verrattuna tuotteeseen, joka on tarkoitettu ei-ammattimaisille asiakkaille.

Yhteenvetona voidaan todeta, että asiakkaansuojan toteutuminen liittyy vahvasti siihen, että komponenttien määrittelevät tekijät kuten asiakasluokittelu ja tarjottavien sijoitus-palvelun keskeisten ominaisuuksien ymmärtäminen asiakkaan ja sijoituspalveluntarjo-ajan toimesta toteutuu. Tästä johdetaan asiakkaansuojan komponenttien soveltuvuus, joka johtaa sijoituspalveluntarjoajien strukturoituihin prosesseihin ja kontrolleihin.

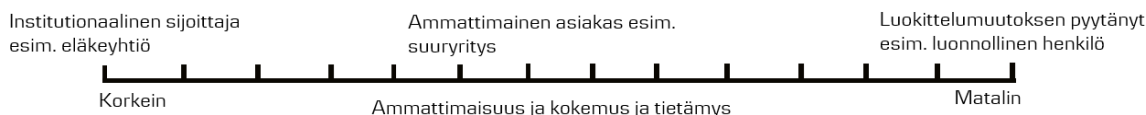
6.1.2 Yksilöllisen asiakkaansuojan haasteet

Toisen tutkimuskysymyksen osalta aineiston ja empirian vuorovaikutuksesta tuloksena syntyi seuraavat pääteemat: Euroopan sisämarkkinan ja sääntelyn tuomat eroavaisuudet,

¹¹⁴ Esimerkiksi johdannaisille altistuminen voi vaatia strukturoituja tuotteita ei-ammattimaisen asiakkaan osalta vs. ammattimaisena asiakkaana olemisen, jolloin voit mahdollisesti päästä käsiksi ns. suoriin johdannaisiin

ammattimaisten asiakkaiden heterogeenisuus, rajatapaukset asiakasluokittelussa, asiakkaan kokemus ja tietämys sekä tuotteiden monimutkaisuus lisääjurina suojalle.

Yleisesti ottaen Euroopan Unionin sisämarkkina ja sen sääntelyn tuomat eroavaisuudet, kuten Euroopan unionin minimitason ylittävä sääntely kansallisesti ja direktiivimuotoiset sääntelyt tuovat haasteita, sillä ne ajavat eri markkinatapoja esimerkiksi Pohjoismaissa. Tämän lisäksi yksilölliset erot asiakkaiden osalta ja yksilölliset ominaispiirteet on nähty haastavina, kun asiakas on lähellä kuluttaja-asiakasta verrattuna, kun asiakas on lähellä hyväksyttyä vastapuolta, mutta kuitenkin samat säännöt pätevät molempiin esimerkkeihin. Tämän lisäksi voit periaatteessa olla ammattimainen asiakas suoraan yhtiön tasearvojen perusteella ja kysymyksenä tässä tilanteessa onkin se, että onko asiakkaalla oikeasti tarvittava kokemus ja tietämys tuotteiden osalta, mitä ollaan käyttämässä. Kuvio 7 kuvaa ammattimaisten asiakkaiden heterogeensyyttä.



Kuvio 7. Kokemuksen ja tietämyksen heterogeenisuus ammattimaisten asiakkaiden joukossa.
Hypoteettinen tilanne

Ammattimaiset asiakkaat tarvitsevat myös neuvontaa varsinkin monimutkaisissa tuotteissa ja asiakkaita tulisi kohdella eri lailla kyseisissä tilanteissa, kun monimutkaisia tuotteita käytetään. Viitekehysten osalta on hyvä huomioida, että tuotteen monimutkaisuus ei esimerkiksi suoraan aja korkeampitasoista selonottovelvollisuutta palveluntarjoajalle vaan palvelutyyppi sekä asiakasluokitus ajaa selonottovelvollisuuksia. Toki on hyvä ymmärtää, että tuotteen monimutkaisuus voi ajaa sitä, nähdäänkö keskustelu esimerkiksi sijoituspalveluntarjoajan kanssa sijoitusneuvontana vai välityspalveluna. Asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan vastuut ja ns. kaksisuuntainen tie selonottovelvollisuuksien ja tiedonantovelvollisuuksien osalta voivat myös luoda haasteita. Molempien osapuolien tulee antaa panoksensa tähän prosessiin, jotta asiakkaansuoja täyttyy parhaan mukaan, kuten Luukkonen (2018) perustelee väitöskirjassaan.

Haasteina nostettiin sijoituspalveluntarjoajien osalta myös rajatapaukset, missä asiakkaan pyytävät kohtelua ammattimaisena, mutta ovat rajamailla (harmaa alue) kokemuksen ja tietämyksen osalta. Nämä asiakkaat eivät yleensä ole suoraan ammattimaisia lain nojalla vaan haluavat luokittelumuutoksen ei-ammattimaisesta ammattimaiseksi. Asiakkaalle tästä voi myös olla tosiasiallista hyötyä, sillä tuotteiden kirjo on suurempi sekä kulut voivat myös olla alhaisemmat, mutta riskit mahdollisesti suuremmat. Toisaalta on myös tuotteita, kuten joukkovelkakirjalainat, joissa kohdemarkkinana¹¹⁵ voi olla pelkästään ammattimaiset asiakkaat ja näin ollen ei-ammattimaisella asiakkaalla ei mahdollisesti olisi pääsyä tuotteeseen, vaikka rahoitusväline on verrattain yksinkertainen.

Jos sulla on oikeasti joku entinen yrittäjä, jolla on 20 miljoonaa tai vaikka 5 miljoonaa sijoitettavaa varallisuutta ja se haluaa ostaa sadantuhannen joukkovelkakirjalainan, niin onhan se ihan käsittämätöntä, että ei ole pääsyä tuohon tuotteeseen, koska luokitus on ei-ammattimainen.

Tämä esimerkki saattaa johtua yllä olevista syistä ja luo haasteen sen osalta onko kaikilla asiakkailla tosiasiallinen pääsy samoihin tuotteisiin. Sääntely itsessään ei sinällään suoraan erottele tuotteita niiden monimutkaisuuden ja riskien perusteella vaan tuotevalikoimaa voi myös ohjata tuotteiden kohdemarkkinat, joka on osa kollektiivista sijoittajansuojaa viitekehysten perusteella. Tämän lisäksi sijoituspalveluntarjoajalla voi olla alhaisempi riski tarjota tuotteita ammattimaisille asiakkaille verrattuna ei-ammattimaiseen, sillä he voivat olettaa ammattimaisten omaavan kokemuksen ja tietämyksen riskeistä, koska niitä ei tarvitse lähtökohtaisesti selvittää ainakaan viitekehysten perusteella.

Haasteina toistui myös byrokratian tuomat haasteet sekä niihin liittyvät kulut. Sääntelyn tuoma viitekehys on monimutkainen, kuten aikaisemmin mainittu ja tämä toistui haastatteluissa:

¹¹⁵ Kohdemarkkina tulee tuotehallintamenettelyn säännöistä, joka lähtökohtaisesti on tässä tutkielmassa osa kollektiivista sijoittajansuojaa

Prosessiin menee enemmän aikaa ja sitten jonkun pitää pistää se systeemi niin kuin vaatimukset ovat. Tämä kaikki maksaa. Time to market voi kärsiä, kun asiakkaalle pitää täytellä lippulappuja, vaikka olisi kiire toteuttaa asiakkaan kauppvoja.

Sääntelyn implementointi on kallista, ja pahimmassa tapauksessa asiakas voi myös kärsiä edellä mainitun esimerkin osalta, mutta toisaalta ilman sääntöjä maailma voisi näyttää hyvin erilaiselta. Teoreettisessa viitekehyksessä viitataan usein asiakkaan parhaan edun mukaiseen toimintaan, joka on yleinen periaate sijoituspalveluissa. Tämä on hyvä huomioida palveluntarjoajan osalta, jotta asiakkaan etu ei kärsi prosesseissa, missä implementoidaan sääntelyä.

Yksilöllisiin ominaisuuksiin liittyen nousi teema tuotteiden monimutkaisuuden osalta. Tähän liittyy se, että asiakkaaseen liittyvät selonottovelvollisuudet eivät sinällään synny tuotteiden monimutkaisuuden osalta vaan selonottovelvollisuuksia ohjaa asiakasluokitus sekä palvelutyyppi:

Jotenkin tätä kokonaisuutta pitäisi ajatella kaikista vaikeampien tuotteiden kautta. Kyllä jos ammattimainen asiakas alkaa ostamaan nelijalkaista johdannaista tai vaikka myy call-johdannaista niin silloin haluan tietää itsekin, että mikä on kokemus ja tietämys. Onhan se aivan eri asia kuin yksinkertaiset tuotteet.

Yhteenvetona voidaan todeta, että haasteena on, että nykysääntely voi ohjata tekemään minimivaateet, vaikka pidemmälle viety selonottovelvollisuus voi olla tarpeen. Ajureita tälle voi olla esimerkiksi tuotteen monimutkaisuus taikka asiakkaan yksilölliset ominaisuudet. Mitä monimutkaisempi tuote, ja mitä lähempänä asiakas on ei-ammattimaisuutta niin sitä syvempää selonoton tulisi olla huomioiden asiakkaan yksilöllinen tilanne.

6.1.3 Yksilöllisen asiakkaansuojan tarkoituksenmukaisuus

Tuloksena kolmanteen tutkimuskysymykseen syntyi seuraavat pääteemat: asiakkaan tosiasiallinen kokemus ja tietämys, komponenttien tarkoituksenmukaisuus sekä tiedonantovelvollisuus teemana. Lähtökohtaisesti asiakkaansuojan komponentit ja kokonaisuus ovat tarkoituksenmukaisia ja ennaltaehkäiseviä haastateltavien mukaan, mikäli asiakas on tosiasiallisesti kokenut ja tietävä:

Silloin kun käydään kauppaa päivittäin samalla instrumentilla ja asiakas tuntee hyvin nämä tuotteet, niin voidaan mennä vähemmällä tiedonjakamisella.

Teemana nousi siis se, että asiakkaan tulisi olla tosiasiallisesti kokenut ja tietävä ja teoreettisessa viitekehyksessä tämä haaste on myös noussut, sillä viitekehysten perusteella on riski tehdä oletuksia asiakkaan kokemuksesta ja tietämyksestä tuotteiden osalta. Tilaa on toki myös jätetty sääntelyssä tarkoituksella verrattuna vaateisiin ei-ammattimaisiin asiakkaisiin liittyen, ja nämä sopivat varmasti osalle asiakkaista. Päivitysten osalta olisi mahdollista katsoa eri joukkoja ammattimaisten asiakkaiden sisällä ja niihin kohdistuviin sääntöihin esimerkiksi tuotteen monimutkaisuuteen liittyen.

Esimerkiksi kulut ja veloitukset pitää ilmoittaa asiakkaalle (ex ante ja ex post), ja kun puhutaan oikeasti ammattimaisista asiakkaista ja heillä on taloudellista kantokykyä niin asiakas ei välttämättä hyödy näistä ilmoitusvelvollisuuksilla. Tämä on linjassa teoreettisen viitekehysten osalta, ja Finanssialan keskusjärjestö on myös ajanut sääntelyn päivityksiin ammattimaisille asiakkaille mahdollisuuksia sopia eri ilmoitusvelvollisuuksista (Finanssiala, 2019b, s. 4; Paul, 2019, s. 25).

6.1.4 Yksilöllisen asiakkaansuojan kehitystarpeet

Tuloksena neljänteen tutkimuskysymykseen syntyi seuraavat pääteemat: tiedonanto asiakasluokittelun osalta, yksilöllisten ominaisuuksien huomioiminen monimutkaisissa

tuotteissa, ammattimaisten asiakkaiden heterogeenisyys, kokemus ja tietämys sekä sijoituspalveluntarjoajien osaamisen kehittäminen.

Keskeisenä tutkimuskysymyksenä oli myös se, että onko asiakkaansuojan komponentteja tarve kehittää suuntaan tai toiseen. Isossa kuvassa kaikki ammattimaiset asiakkaat ovat hyvin erilaisia. Jos puhutaan monimutkaisista tuotteista niin asiakkaalla saattaa olla hyvä tietämys johdannaisista mutta esimerkiksi vaihtoehtoisrahastojen osalta asiakkaalla voi olla rajattu tietämys. Voisi olla perusteltua, että olisi ei-ammattimainen jossain tuotteessa ja ammattimainen jossain muussa tuotteessa. Sinällään teoreettinen viitekehys antaa tähän mahdollisuuden esimerkiksi luokitella asiakkaan tuotetasolla ammattimaiseksi tai ei-ammattimaiseksi. Eri asia onko tämä tiedossa esimerkiksi asiakkaalla taikka sijoituspalveluntarjoajalla, ja erityisesti keskiössä olisi, että asiakas ymmärtäisi tämän.

Teemana nousi myös se, että asiakkaan yksilölliset ominaisuudet tulisi huomioida varsinkin monimutkaisissa tuotteissa. Viitekehys ei suoraan pakota tähän vaan antaa minimivaateet, joita tulisi noudattaa. Sääntelyn tarkoitus onkin asettaa minimivaateita, joita noudatetaan. Sekään ei ole mahdollisesti ideaalista tehdä yksityiskohtaista sääntelyä, jonka riskinä on tarpeettoman yksityiskohtainen sääntely.

Asiakkaansuojan parannuksien osalta asiakassuhdetta voisi sääntelyn osalta parantaa lähtien siitä, että asiakkaiden tarpeet selvitetään tarpeellisella tasolla jo asiakkaaksi tullessa. Tämä linkittyisi siihen, kun uusia tuotteita aletaan käyttämään, niin tämä voisi synnyttää uusia selontotevelvollisuuksia sijoituspalveluntarjoajalle esimerkiksi riippuen tuotteen monimutkaisuudesta. Myös ammattimaisten heterogeeniset ominaisuudet ja niiden huomioiminen on mahdollinen parannuksen kohde, mitä tulisi katsoa ammattimaisten asiakkaiden osalta.

Parannusten osalta nousi myös osaamisen kehittäminen sijoituspalveluntarjoajien henkilökunnan osalta, jotta myyjät tuntisivat paremmin esimerkiksi asiakasluokittelun tärkeyden ja komponentit siihen sekä eri palvelumuodot mitä asiakkaalle annetaan ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa. Tämä sen vuoksi, että eri palvelumuodot määrittelevät suojan tason asiakkaalle. Nykytilanne Suomessa on se, että esimerkiksi APV 1- ja -2-koulutukset eivät ole pakollisia vaan ne ovat suosituksia, joka eroaa muista Pohjoismaista. Muissa Pohjoismaissa on lähtökohtaisesti tutkintopakko myyntihenkilöstölle osaamis- ja kokemusvaatimusten osalta. Ammattitaidon kehittämisellä olisi iso merkitys haastateltavien mukaan. Finanssivalvonta ehdotti tätä jo vuonna 2017, mutta tätä ei ole ajettu Suomen tasolla eteenpäin (Finanssivalvonta, 2017, s. 4).

Tuotteiden monimutkaisuus ajurina suojan tasolle nousi myös kehittämistarpeissa, sillä tuotteet ovat hyvin erilaisia riskiprofileiltaan, mikäli mietitään esimerkiksi osakkeiden ja johdannaisten eroja. On hyvä muistaa, että sijoittamisessa tulee aina olla riski, ja suojalla tarkoitetaan käytännössä sitä, että ennen kaikkea ymmärretään mihin sijoitetaan ja, että se olisi sijoitustavoitteiden mukaista:

Niin mitä varten niihin tuotteisiin tarvitsee tehdä testejä, esim. yksittäisissä osakkeissa, jotka enemmänkin kuvaa vain mielipidettä mihin osake voi mennä? Tuotteita voisi olla vaikka viisi kategoriata. Viidennessä kategoriassa ostat monimutkaista ja monijalkaista johdannaista kun taas yksinkertaiset olisivat ykköskategoriassa. On vaikeata ymmärtää nykytilannetta osakkeiden ja joukkovelkakirjojen osalta.

Yhteenvetona voidaan todeta, että itse komponenttien osalta ei nähty tarvetta jatkokehitykselle vaan enemmänkin ajurien osalta, jotka ohjaavat komponenttien toteutumista, kuten yllä oleva tuotekategorisointi.

6.2 Selonottovelvollisuudet ja soveltuvuusarvioiden laatu

6.2.1 Selonottovelvollisuus osana sijoitusneuvontaa taikka omaisuudenhoitopalvelua

Tuloksena viidenteen tutkimuskysymykseen syntyi seuraavat pääteemat: palvelun luonteen ymmärtäminen osana selonottovelvollisuuksia, sijoitusneuvonta, asiakasluokittelu tuote/palvelutasolla, kestävyyspreferenssit sekä kokemuksen tietämyksen puutteet osana selonottovelvollisuuksia.

Selonottovelvollisuus on sijoituspalveluntarjoajien yksi keskeisistä asiakkaansuojan komponenteista ja nämä velvollisuudet ovat korkeimmillaan sijoitusneuvontaa ja omaisuudenhoitopalveluita annettaessa. Ammattimainen asiakas on heikommassa sopimusasemassa yllä olevissa palveluissa eli heikomman suojalle on suurin tarve näissä tilanteissa. Oleellista on, että sijoituspalveluntarjoajien toimesta ainakin minimitaso sääntelyn osata täyttyy ja on heidän vastuullansa arvioida, onko tarvetta viedä tätä pidemmälle.

Sijoituspalveluntarjoajien mukaan prosessit pitäisi olla sinällään selkeitä ja vastaukset tulisi haalia asiakaskeskusteluissa. Tässäkin asiakkaan yksilölliset ominaisuudet korostuvat sillä:

Riippuu paljon asiakkaasta ja jotkut haluavat, että keskustelua käydään ja jotkut eivät halua. Jotkut ovat kokeneempia kuin jotkut ja haluavat vain tehdä kauppaa. Kuinka paljon voidaan luottaa ja ymmärtää mikäli asiakas ei halua käydä näitä keskusteluja.

Teemana nousi myös, että sijoituspalveluntarjoaja ymmärtää mitä palvelua hän on antamassa ammattimaiselle asiakkaalle ja mikäli on annettu sijoitusneuvontaa vai ei, joka taas linkittyy siihen, miten asiakkaansuoja toteutuu. Voidaan argumentoida, että selonottovelvollisuudet täyttyvät helpommin ei-ammattimaisilla asiakkailla, koska kokemusta ja ymmärrystä tuotteesta selvitetään eksplisiittisesti aina sääntelyn ja teoreettisen

viitekehyksen mukaan. Kysymyksenä onkin miten sijoituspalveluntarjoaja ja ammattimainen asiakas ymmärtää mitä palvelua ollaan tarjoamassa, sillä palvelun luonne on isona ajurina selonottovelvollisuuksille. Tämä ei tietenkään toteudu, mikäli asiakas olisi luokiteltu väärin taikka ei ymmärretä mitä palvelua annetaan, seurauksena väärän suosijan toteutuminen.

Teemana nousi myös jälleen asiakasluokittelu tuotetasolla, sillä kaikilla ammattimaisilla ei ole kokemusta kaikista tuotteista ja tämä voi luoda kuilun luokittelussa asiakkaan osalta verrattuna tuotetasoon. Jos on esimerkiksi kerran jo ammattimaiseksi luokiteltu niin käytännössä se voi johtaa siihen, että voi olla ammattimaiseksi luokiteltu tuotteissa, jossa ei tosiasiallisesti ole kokemusta. Erityisen tärkeää tämän arviointi olisi, jos tulisi uusi tuoteluokka asiakkaalle käyttöön. Tämä sama pätee myös teoreettisen viitekehyksen tilanteeseen, jossa asiakas luokitellaan ammattimaiseksi suoraan tasearvojen perusteella. Tämä nousi haastattelussa:

Selonottovelvollisuudessa on vähän hassu se, että miksi ammattilaisilta ei vaadita kokemuksen ja tietämyksen kysymystä, koska kumminkin esimerkiksi soveltuvuusarvio pitää päivittää niin mikähän lainsäätäjällä on ollut ideana tässä takana. Varsinkin huomioiden, kuinka paljon eri instrumentteja on markkinoilla. Näkisin, että kokemus ja tietämys tulisi arvioida systemaattisemmin.

Yleisesti selonottovelvollisuuteen liittyvien sijoitustavoitteiden tulee sisältää soveltuvin osin tiedot siitä, kuinka kauan sijoitusta pidetään hallussa, riskinsietokyky- ja raja, sijoituksen tarkoitus (esim. suojaava/spekulatiivinen) sekä asiakkaan mahdolliset kestävyyspreferenssit. Kestävyyspreferenssien osalta teemana nousi selonottovelvollisuuden tarkoituksenmukaisuus ja toteutuminen. Sääntely on luotu takaperoisesti eli sääntely on luotu ennen kuin esimerkiksi pystytään täysin vastaamaan, mikä on kestävä. Käytännön näkökulmasta tämä on haastava lisäys, sillä se on verrattain uusi, koska kestävyyspreferenssien kartuttaminen implementointiin viitekehykseen vuoden 2022 lopussa:

Kestävyysspreferenssit ovat uusinta uutta ja en ole ihan varma ymmärtääkö asiakkaat oikeasti tätä konseptia. Jos minulta esimerkiksi kysytään, haluatko sä pelastaa maailman ja olisiko kaikki mahdollisimman vihreätä niin totta kai mä haluan. Aika monilla on kestävyyspreferenssejä ja kysymyksenä herää osaavatko he arvottaa niitä tuottoja vastaan. Tietysti jotkut toimialarajaukset ja muut voivat olla relevantteja. Varmaan jollain tasolla palvelee asiakkaita mutta haastavaa nähdä miten oikeasti tämä ymmärretään.

Selonottovelvollisuuksien osalta voidaan todeta, että teoreettiseen viitekehykseen liittyvät minimivelvoitteet herättivät keskustelua osan ollessa tarkoituksenmukaisia ja osan ei. Viitekehyksen mukaan sijoituspalveluntarjoajan tulisi selvittää soveltuvin osin asiakkaan sijoitustavoitteet¹¹⁶. Tärkeänä osana on, että dokumentointi¹¹⁷ tulisi soveltuvin osin sisältää sijoitustavoitteiden komponentit. Mikäli tietyille palvelulle taikka transaktiolle ei olisi soveltuvaa kerätä osaa tiedoista, näin ei ymmärtääkseni tulisi tehdä.

Ei ole ideaalia kysyä asioita, joita ei voida toteuttaa ja haastatteluissa teemana nousi, että onnistunut asiakassuhde myös vaatii lainsäädäntöä korkeampaa selonottoa ja asiakkaan tuntemista ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa.

6.2.2 Soveltuvuusarvio – korkealuokkaista vai ei?

Tuloksena tutkimuskysymykseen syntyi seuraavat pääteemat: sijoitusneuvonnan määritelmä ja tosiasialliset palvelut mitä tarjotaan sekä dialogi asiakkaan ja palveluntarjoajan välillä.

¹¹⁶ Asiakkaan sijoitustavoitteet, mukaan luettuina asiakkaan riskiraja ja mahdolliset kestävyysmieltymykset

¹¹⁷ Finanssivalvonnan mukaan soveltuvuuslausunnon on sisällettävä tiedot siitä, *miten sijoitusneuvo täyttää asiakkaan tavoitteet ja huomioi asiakkaan henkilökohtaiset olosuhteet edellytetyn sijoitusajan, sijoitustietämyksen ja -kokemuksen sekä riskin- ja tappionsietokyvyn kannalta.*

Lähtökohtaisesti soveltuvuusarviolla tarkoitetaan prosessia, jossa kerätään tietoja asiakkaalta (selonottovelvollisuus) ja tämän jälkeen arvioidaan rahoitusvälineen soveltuvuutta asiakkaalle sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon palveluissa (ESMA, 2023b, s. 5). Lähtökohtaisesti sijoituspalveluyritys ei saa suositella tai tehdä päätöstä, joka ei ole soveltuva asiakkaalle soveltuvuusarvion perusteella (Rajavuori, 2021, s. 16.) Soveltuvuusarvion osalta on hyvä huomioida sen ns. kaksivaiheisuus, mikä tarkoittaa, että keskeytyspreferenssit tulisi tiedustella ja arvioida vasta sen jälkeen, kun perinteinen soveltuvuusarvio on tehty liittyen asiakkaan sijoitustavoitteisiin¹¹⁸ (Rajavuori, 2021, s. 16.). Tämä teema ei noussut haastatteluissa esille, joka herättää kysymyksen kuinka käytännöllinen kaksivaiheisuus on ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa.

Soveltuvuusarvio tulee käytännössä kyseeseen sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa. Teemana sijoitusneuvonnan osalta nousi ensinnäkin se, miten sijoitusneuvonta määritellään. Tärkeää on mitä palvelua tosiasiallisesti annetaan ja eri vastuuvapauslausekkeet eivät toimi taikka ole sallittuja sinällään. Määräävänä tekijänä on toiminta. Sijoitusneuvonta on sijoitusneuvontaa huolimatta siitä, onko vastapuolena ammattimainen asiakas tai jopa hyväksytty vastapuoli. Luokitus ei sinällään määrittele mitä palvelua annetaan, vaikka viitekehys ei tunnista tilannetta missä hyväksytty vastapuoli saisi sijoitusneuvontaa. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että hyväksytty vastapuolta ei nähdä viitekehyksessä heikompana sopimusosapuolena vaan enemmänkin tasavertaisena vastapuolena.

Tästä johdetaan käytännön prosessit liittyen soveltuvuusarvioon, mutta käytännön toteutuminen ja saako asiakas korkealuokkaista soveltuvuusarviota jäi haastavaksi ja osittain auki olevaksi kysymykseksi käytännössä. Tämä osittain johtuu jo siitä, että raportointivaadetta ei ole ja tämä voi tapahtua implisiittisesti ilman, että sitä huomioidaan suurensti suojana. Saattaa olla sinällään itsestään selvää, että neuvo joka asiakkaalle annetaan, tulisi olla soveltuva ainakin asiakkaan näkökulmasta. Omaisuudenhoitopalveluiden

¹¹⁸ Komission delegoitu asetetus 2021/1253, resitaali 5

osalta tämä kokonaisuus nähtiin suoraviivaisempana, sillä sopimus omaisuudenhoitopalvelusta yleensä kattaa nämä pointit ja on helpommin ymmärrettävä konsepti molempien osapuolien kesken.

Konseptin osalta tuotiin myös esille, että mitä lähempänä ollaan ei-ammattimaisuutta niin sitä enemmän tulisi keskittyä tähän ja mitä lähempänä on hyväksytyä vastapuolta niin sitä vähemmän tähän tulisi keskittyä. Tämä on linjassa muiden tutkimuskysymysten kanssa nousseista teemoista ja teoreettisessa viitekehyksessä myös painotetaan asiakkaan yksilöllisten ominaisuuksien tärkeydestä osana asiakkaansuojaa. Näin ollen minimivaateet luova raami voi sinällään toimia, mutta olisiko periaatetasoinen sääntely tarkoituksenmukaisempaa jää kysymysmerkiksi. Lisäarvona soveltuvuuden arvioinnin osalta mainittiin myös dialogin tärkeys. Selontotovelvollisuudet ja soveltuvuusarviointi aloittavat dialogin vastapuolen kanssa ja tämä mahdollisesti käynnistää syvällisempää analyysiä aiheen osalta molempien osapuolten osalta. Jos soveltuvuusarviot ammattimaisten asiakkaiden osalta jäävät vain sisäisiin rekistereihin sijoituspalveluntarjoajan osalta niin jotta tämä korkealaatuisen soveltuvuudenarviointiin ja parempiin palveluihin ja tuotteisiin? Tämä jää kysymysmerkiksi, mutta ainakin dialogi avataan sijoituspalveluntarjoajan ja asiakkaan välillä. Näin ollen tämän hetken lainsäädännöllinen tila jää osittain kysymysmerkiksi käytännön tasolla, ja kaipaa lisätutkimusta.

7 Johtopäätökset

Tämä tutkielma pyrki tutkimaan yksilöllistä asiakkaansuojaa ammattimaisten asiakkaiden ja sijoituspalveluntarjoajien välisessä asiakassuhteessa. Aikaisempi tutkimus on johdonmukaisesti keskittynyt pääasiassa ei-ammattimaisten asiakkaansuojaan, jonka vuoksi ammattimaisten asiakkaiden näkökulmaa oli syytä tutkia. Arvopaperimarkkinoilla ei ole tutkittu samassa mittakaavassa ammattimaisten asiakkaiden yksilöllistä asiakkaansuojaa verrattuna ei-ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojaan, vaikka ammattimaiset asiakkaat ovat merkittävä osa arvopaperimarkkinoita jo pelkästään allokoitujen pääomien osalta.

Ammattimaisten asiakkaiden portfolioista löytyy niin yksinkertaisia rahoitusvälineitä, kuten osakkeita ja joukkovelkakirjoja taikka johdannaisinstrumentteja, osakelainausta ja lyhyeksi myyntiä¹¹⁹, jotka ovat lähtökohtaisesti monimutkaisempia tuotteita. Edellä mainitut instrumentit ovat yleisiä instrumentteja ammattimaisten ja institutionaalisten sijoittajien keskuudessa arvopaperimarkkinoilla (Collin, 2020. s. 3). Ammattimaisten asiakkaiden sijoittamiseen kuuluu ennen kaikkea suunnitelmallisuus ja tämä joukko sijoittajia on lähtökohtaisesti heterogeeninen, joissa sijoittajat ovat hyvin erilaisia toisiinsa nähden. Ammattimaisena asiakkaana voi olla niin suuri eläkeyhtiö, jolla on oma sijoitusyksikkönsä, kuten myös yksityishenkilö, joka on pyytänyt luokittelua ammattimaisena. Kuitenkin vaikka edellä mainitut ovat hyvin erilaisia sijoittajia toisiinsa nähden, heillä on sama asiakkaansuoja sääntelyn luomien minimivaateiden osalta. Osaaminen ja ymmärrys riskeistä voi kuitenkin olla erittäin vaihtelevaa.

Tutkielmassa pyrittiin selvittämään asiakkaansuojan käytännön toteutumista ammattimaisten asiakkaiden osalta, joka oli keskeinen tutkimustavoite. Tutkimustavoitteesta johdettiin seuraavat tutkimuskysymykset ilmiön tutkimiseksi:

¹¹⁹ Edellä mainittuja instrumentteja voidaan esimerkiksi käyttää spekulointiin ja suojaamiseen

1. Miten ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja toteutuu Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?
2. Onko ammattimaiset asiakkaat kohdanneet haasteita yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumisessa Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?
3. Ovatko yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit tarkoituksenmukaisia ja soveltuvia ammattimaisille asiakkaille?
4. Onko sijoituspalveluntarjoajien menettelytavoille ja viitekehyselle kehitystarpeita, jotta ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja paranisi?
5. Miten sijoituspalveluntarjoajien selonottovelvollisuus käytännössä toteutuu ammattimaisten asiakkaiden osalta Suomessa sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?
6. Tuottaako sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuus korkeatasoista soveltuvuuden arviointia sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?

Tutkimuskysymysten aineisto kerättiin teemahaastatteluin ammattimaisten asiakkaiden ja sijoituspalveluntarjoajien osalta. Analysointi tapahtui teema-analyysin avulla, jossa teoreettista viitekehystä verrattiin empiriaan. Seuraavaksi käydään läpi merkittävimpiä löydöksiä teoreettisen viitekehysten ja empirian vuorovaikutuksesta.

Keskeisen tutkimustavoitteen ollessa asiakkaansuojan toteutuminen, herääkin kysymys toteutuuko tämä käytännössä? Pääsääntöisesti empiriassa asiakkaansuojan komponentit nähtiin tarkoituksenmukaisina, mikäli asiakas on tosiasiallisesti kokenut ja tietävä. Asiakkaansuojan komponenttien ollessa pääsääntöisesti ennaltaehkäiseviä voidaan todeta, että asiakkaansuojan toteutuminen liittyy vahvasti siihen, että komponenttien määrittelevät tekijät kuten asiakasluokittelu, tuotteiden monimutkaisuus ja tarjottavien sijoituspalveluiden keskeisten ominaisuuksien ymmärtäminen asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan toimesta toteutuu, jotta dialogi suojan toteutumiseksi tosiasiallisesti tapahtuisi riittävällä tasolla. Edellä mainittujen määrittelevien tekijöiden seurauksena johdetaan asiakkaansuojan komponenttien soveltuvuus, joka johtaa sijoituspalveluntarjoajien strukturoituihin prosesseihin ja kontroleihin asiakkaansuojan toteutumiseksi. Yleisellä

tasolla voidaan todeta, että asiakkaansuoja toteutuu nykyisessä viitekehyksessä, mutta tarvitsee kehitystä.

Asiakkaansuojan toteutuminen on siis ennen kaikkea dialogi asiakkaan ja sijoituspalveluntarjoajan välillä, jonka pääajurina tulisi olla asiakkaan yksilölliset ominaisuudet, asiakasluokittelu, palvelutyyppi sekä tuotteiden yksilölliset ominaisuudet. Empiriassa esiin nousi myös se, että viitekehys luo minimiperustan käytännön tekemiselle ja luo konkreettisen struktuurin, jolla niin asiakas kuin sijoituspalveluntarjoajan tulisi arvioida sijoituksen soveltuvuutta. Asiakkaansuojan tuleekin siis tehokkaasti ja tarkoituksenmukaisesti tukea arvopaperimarkkinoiden keskeisiä tavoitteita liittyen markkinoiden toimivuuteen, sijoittajansuojaan ja ennen kaikkea luottamukseen markkinoita kohtaan (Luukkonen, 2018).

Kun mietitään ennen kaikkea heikomman suojaa niin, mitä lähempänä asiakas on ei-ammattimaisuutta, mitä lähempänä ollaan sijoitusneuvontaa, taikka mitä monimutkaisempi tuote on kyseessä, niin sitä enemmän tulisi keskittyä asiakkaansuojan komponentteihin ja niiden soveltamiseen. Asiakkaansuojan kehityksen osalta tutkielman empiriassa ja viitekehysten vuorovaikutuksesta löytyivät seuraavat löydökset.

Yhtenä löydöksenä voidaan pitää ammattimaisten asiakkaiden heterogeenisyyttä, ja sen tuomia haasteita sijoituspalveluita tarjottaessa, jotta asiakkaansuoja toteutuisi tarkoituksenmukaisella tavalla. Kuten todettu, ammattimaisten asiakkaiden joukko on monimuotoinen ja voi koostua niin suurista institutionaalisista sijoittajista kuin luonnollista henkilöistä, jotka ovat pyytäneet kohtelua ammattimaisena asiakkaana. Spektri on erittäin laaja, mutta kuitenkin viitekehys suojalle on lähtökohtaisesti sama ja minimivaateet selonottovelvollisuuksille ovat samat. Tämä luo riskin siitä, että asiakkaan yksilöllisiä ominaisuuksia ei huomioida riittäväällä tavalla esimerkiksi sen osalta, mikäli asiakkaalla olisi kokemusta ja tietämystä tietystä instrumentista, mutta toisaalta hänellä voisi olla vajavainen tietämys toisesta instrumentista. Isolle institutionaaliselle sijoittajalle voisi

riittää kevyempi selonottovelvollisuus, kun taas ammattimaiselle luonnolliselle henkilölle voisi olla tarpeen raskaampi selonottovelvollisuus. Käytännössä nykykehikko ei välttämättä ohjaa keskittymään asiakkaan yksilöllisiin ominaisuuksiin riittävällä tasolla eikä ole riskiperusteinen, vaikka asiakaskunta on erittäin heterogeeninen. Vaikka ammattimaisilla asiakkailta katsotaan olevan paremmat valmiudet hallita sijoitusriskiä, myös heidän yksilöllinen asiakkaansuojansa on tärkeää ja tarpeellista markkinoiden luottamuksen ja vakauden ylläpitämiseksi. Luukkonen (2018) toteaa myös, että ammattimaisten sijoittajien velvollisuuksien laiminlyönti ja irrationaalinen käyttäytyminen voisi horjuttaa koko finanssijärjestelmät toimivuutta. Loppujen lopuksi myös ammattimaisen asiakkaan takana on ihminen ja tämä tulee ottaa huomioon esimerkiksi käyttäytymistieteellisen sijoittajatutkimuksen osalta osana asiakkaansuojan kehittämistä.

Tästä voidaan johtaa seuraava löydös, joka liittyy asiakkaan kokemukseen ja tietämykseen, sillä teoreettisen viitekehyksen mukaan minimivaateet ei sinällään velvoita arvioimaan ammattimaisen asiakkaan kokemusta ja tietämystä osana sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuuksia. Tämä lähtee siitä oletuksesta, että ammattimaisella asiakkaalla on tarvittava kokemus ja tietämys sijoitusriskien asianmukaiseen arviointiin sääntelyn mukaan (Luukkonen, 2018, s. 68). Empiriassa nousi esille kuitenkin se, että asiakkaan tulisi olla tosiasiallisesti kokenut ja tietävä riittävän asiakkaansuojan takaamiseksi. Viitekehyksen perusteella on riski tehdä oletuksia asiakkaan kokemuksesta ja tietämyksestä tuotteiden taikka palveluiden osalta.

Esimerkiksi kun tarjotaan sijoitusneuvontaa/omaisuudenhoitopalveluita, niin asiakkaalta tulisi selvittää soveltuvin osin asiakkaan sijoitustavoitteet, riskiraja sekä kestävyyspreferenssit, mutta ei asiakkaan kokemusta ja tietämystä tuotteen/palvelun suhteen, joka nähtiin empiriassa ristiriitaisena. Kyseisessä esimerkissä herää kysymys siitä, miksi ammattilaisilta asiakkailta ei vaadita kokemuksen ja tietämyksen kartoittamista, vaikka soveltuvuusarvio pitää päivittää muilta osin. Myös teoreettisen viitekehyksen perusteella voidaan todeta, että kokemus ja tietämys on yksi tärkeimmistä ajureista suojalle,

jotta asiakas tosiasiallisesti ymmärtää mitä tuotteita/palveluita on käyttämässä asiakkaansuojan toteutumiseksi. Samaan päätelmään on päätynyt Luukkonen (2018 s. 88) väitöskirjassaan, sillä hän perustelee, että vaikka sääntely voi ohjata siihen, että sijoituspalveluyritys voisi olettaa, että ammattimaisella asiakkaalla on tarvittava kokemus ja tietämys niin se ei suoranaisesti tarkoita, etteikö sitä olisi selvitettävä.

Kolmantena löydöksenä voidaan todeta asiakasluokittelun ja palveluiden yhteys ammattimaisten asiakkaiden suojan tasoon. Käytännössä on perusteltu, että asiakasluokittelulla on suurin merkitys yksilölliseen asiakkaansuojaan ja menettelytapasäännöksiin (Manninen, 2010, s. 19), mutta empirian perusteella sijoituspalvelun luonne ja tuote on myös tuotava esille tärkeänä ajurina. Jos puhutaan monimutkaisista tuotteista niin ammattimaisella asiakkaalla saattaa olla hyvä tietämys johdannaisista mutta esimerkiksi vaihtoehtoisrahastojen osalta voi olla rajatumpi tietämys. Voisi siis olla perusteltua, että asiakas olisi ei-ammattimainen yhdessä tuotteessa ja toisaalta ammattimainen jossain muussa tuotteessa. Sinällään teoreettinen viitekehys antaa mahdollisuuden luokitella asiakas tuotetasolla ammattimaiseksi tai ei-ammattimaiseksi, mutta teoreettinen viitekehys eli sääntely voi myös ohjata luokittelemaan asiakkaan ammattimaiseksi kokonaisasiakkuuden tasolla.

Viitekehysten osalta on myös hyvä huomioida, että tuotteen monimutkaisuus ei esimerkiksi suoraan aja korkeampitasoista selonottovelvollisuutta palveluntarjoajalle vaan palvelutyypin sekä asiakasluokitus ajaa selonottovelvollisuuksia. Toki on hyvä ymmärtää, että tuotteen monimutkaisuus voi ajaa sitä, nähdäänkö keskustelu esimerkiksi sijoituspalveluntarjoajan kanssa sijoitusneuvontana vai välityspalveluna. Löydöksenä voidaan siis todeta, että on erityisen tärkeää, että sijoituspalveluntarjoaja ymmärtää mitä palvelua hän on antamassa ammattimaiselle asiakkaalle ja onko asiakkaalle annettu sijoitusneuvontaa vai ei, joka taas linkittyy siihen, miten asiakkaansuoja mahdollisesti toteutuu. Tärkeää on siis ymmärtää mitä palvelua tosiasiallisesti annetaan ja eri vastuuvapauslausekkeet eivät toimi, ainakaan viitekehysten perusteella vaan tosiasiallinen toiminta on ajurina eri menettelytapasäännöksillä. Anekdoottina voidaan esimerkiksi todeta, että

Tanskan finanssialan keskusjärjestö on kehittänyt koulutuksen arvopaperimarkkinoilla toimiville investointipankeille, joissa sijoittajansuojan koulutuksen komponenteissa on eksplisiittisesti käyty läpi, milloin asiakkaalle annetaan välityspalvelua taikka sijoitusneuvontaa ja milloin kyseessä on markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukainen sijoitus-suositus (Finans Danmark, 2024). Samankaltaista koulutusta ei Suomesta löydy, joka keskittyisi käytännössä suoraan ammattimaisten asiakkaiden asiakkaansuojaan ja eri komponenttien soveltuvuuteen.

Tästä päästään seuraavaan löydökseen, joka liittyy sijoituspalveluntarjoajien tutkintovaateisiin. Tällä hetkellä nykyisen viitekehyksen perusteella Suomessa ei ole tutkintopakkoa liittyen sijoituspalveluntarjoajien osaamiseen ja kokemustasoon liittyen. Tämä on jostettu vuonna 2017 Finanssivalvonnan toimesta mahdolliseksi kehittämiskohteeksi, mutta sitä ei ole koskaan implementoitu ja ymmärtääkseni valtioneuvosto ei ole tätä ajanut eteenpäin. Suomessa on tällä hetkellä vapaaehtoinen tutkinto APV-1 ja APV-2, jotka käytännössä ovat vapaaehtoisia tutkintoja sijoituspalveluita tarjoaville. Vapaaehtoisuus lisää riskejä sille, että käytännöt ovat kirjavia eri palveluntarjoajien kesken (Finanssivalvonta, 2017, s. 4). Empiriassa esille nousi se, että on erityisen tärkeää asiakkaansuojan toteutumisen osalta, että sijoituspalveluntarjoajien työntekijät ymmärtävät mitä palveluja he asiakkaillensa tarjoavat ja miten ne linkittyvät asiakkaansuojaan. On hyvä ymmärtää, että vaikka tutkintopakkoa ei ole niin sijoituspalveluntarjoajilla tulee kuitenkin olla tarvittava kokemus ja tietämys sijoitustuotteista, joista palveluja annetaan teoreettisen viitekehyksen mukaan. Tutkintopakko Suomessa eroaa muista Pohjoismaista, sillä Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa on tutkintopakko sijoituspalveluissa toimiville.

Seuraavana löydöksenä voidaan todeta, että asiakkaansuojan tason ajurit eivät ole riskiperusteisia. Viitekehyksen osalta on hyvä huomioida, että tuotteen monimutkaisuus ei esimerkiksi suoraan aja laadukkaampaa selonottovelvollisuutta palveluntarjoajalle vaan palvelutyypin sekä asiakasluokitus ajaa selonottovelvollisuuksia.

Esimerkiksi, mikäli asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi ja hänelle annetaan sijoitusneuvontaa, niin tämä palvelumuoto ajaa asiakkaansuojan komponenttien soveltuvuutta eikä esimerkiksi se onko kyseessä ns. yksinkertainen tuote kuten osake vaiko monimutkainen johdannainen, jota käytetään. Toki on hyvä ymmärtää, että tuotteen monimutkaisuus voi ajaa sitä, nähdäänkö dialogi sijoituspalveluntarjoajan kanssa sijoitusneuvontana vai välityspalveluna. Tämän vuoksi kokonaisuutta olisi mahdollista tarkastella ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa, jossa tuotteen monimutkaisuus olisi myös ajurina suojalle. Kuten todettu ammattimaisilla asiakkailla voi olla hyvin erilainen tietämys ja kokemus erilaisista sijoitusinstrumenteista. Voi olla perusteltua, että asiakas on luokiteltu ammattimaiseksi joissain tuotteissa ja joissain ei-ammattimaiseksi ja viitekehys antaa epäsuorasti tähän mahdollisuuden. Esimerkiksi empirian perusteella teemaksi nostettiin esimerkiksi tuotekategoriat, jotka ajaisivat selonottovelvollisuuksia käytännössä monimutkaisesta yksinkertaiseen tuotteeseen. On tietenkin hyvä ymmärtää, että sijoittamisessa tulee aina olla sijoitusriski, mutta pyrkimyksenä tulisi olla, että kaikki pelaavat samoilla tiedoilla markkinoilla, jotta pääomat allokoituisivat mahdollisimman tehokkaasti markkinoilla ja luottamus markkinoita kohtaan ei horjuisi.

Lopuksi voidaan todeta, että asiakkaansuojan tulee siis tehokkaasti ja tarkoituksenmukaisesti tukea arvopaperimarkkinoiden keskeisiä tavoitteita markkinoiden toimivuuden, sijoittajansuojan ja ennen kaikkea luottamusta markkinoita kohtaan (Luukkonen, 2018), jotta markkinat toimisivat tehokkaasti myös jatkossa. Vaikka ammattimaisilla asiakkailla katsotaan olevan paremmat valmiudet hallita sijoitusriskiä, tämä tutkielma korostaa, että heidän yksilöllinen suojansa on myös tärkeää ja tarpeellista markkinoiden luottamuksen ja vakauden ylläpitämiseksi.

7.1 Jatkotutkimusmahdollisuudet

Tulevaisuuden osalta erityisesti vähittäissijoittamisen strategia Euroopassa mahdollisesti lieventää raja-arvoja ammattimaisen asiakkaan luokittelun osalta, ja sijoituspalveluyritys voisi asiakkaan kanssa sopia lievemmistä tiedonantovelvollisuuksista muissa palveluissa,

kuin sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoidossa (European Commission, 2023). Tämän vuoksi jatkotutkimus ehdotuksena on ammattimaisten asiakkaiden joukko, joka on pyytänyt kohtelua ammattimaisena ja erityisesti se kuinka tietoisia kyseinen asiakasjoukko on eri asiakkaansuojan komponenttien sisällöstä ja konkreettisesta suojasta. Tämän osalta olisi järkevää tutkia ymmärtääkö tämä asiakasjoukko esimerkiksi rajanvetoa sijoitusneuvonnan ja välityspalveluiden osalta, ja mitä se käytännössä tarkoittaa konkreettisesti asiakkaansuojan osalta. Vaikka asiakkaansuojan komponentit ovat ennen kaikkea ennaltaehkäiseviä tulisi niiden olla myös konkreettisesti selviä asiakkaille, jotta ne käytännössä toteutuvat parhaan mukaan huomioiden asiakkaan yksilölliset ominaisuudet.

Seuraavana tutkimuskohteena voidaan todeta, että ammattimaisten asiakkaiden kokemus ja tietämys nousee esiin sen osalta, että ammattimaisen asiakkaan oletetaan omaavan tarvittavan kokemuksen ja tietämyksen sijoitusriskeistä. Kuitenkin ammattimaisten asiakkaiden joukko on erittäin heterogeeninen ja asiakkaiden tarpeet ja ominaisuudet eroavat toisistaan huomattavasti. Oikeuskäytännössä näkyy tosiasiallisen kokemuksen ja tietämyksen tärkeys, mutta asiakasluokittelun osalta kokemuksen ja tietämyksen voidaan olettaa olevan riittävällä tasolla suoraan lain nojalla luokiteltavien asiakkaiden osalta. Tämä luo riskin siitä, että asiakkaan yksilöllisiin ominaisuuksiin ei kiinnitetä huomiota riittävällä tasolla, ja esimerkiksi mikäli asiakas saa sijoitusneuvontaa taikka omaisuudenhoitopalveluita asiakkaan osalta ei ole pakottavaa arvioida kokemusta ja tietämystä viitekehysten perusteella. Asiakkaansuoja voi myös kahtia jakaantua, sillä esim. taloudellista asemaa tulisi arvioida palvelua saavan osalta, kun taas kokemusta ja tietämystä on pakko arvioida yritystä edustavan henkilön osalta. Asiakas voi lisäksi olla henkilökohtaisesti ammattimainen asiakas ja kenen puolesta hän hoitaa voi olla ei-ammattimainen. Hyvänä kysymyksenä on, tuleeko asiakkaansuoja vaarantuneeksi näissä tilanteissa. Yleisesti kokemus ja tietämys komponenttina sijoittajansuojassa kaipaa lisätutkimusta ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa.

Eri tuotteiden tuoma asiakkaansuoja ja sijoittajansuoja nousee myös teemaksi. Jatkotutkimusta tulisi tehdä eri tuotteiden¹²⁰ asiakkaan- ja sijoittajansuojasta liittyen esimerkiksi kehittäjien ja jakelijoiden tuotehallintaprosesseihin, ja esimerkiksi sen osalta tapahtuukons. de-risking¹²¹ efektiä, jossa esimerkiksi ammattimaisille asiakkaille tarjotaan parempia tuotteita kuin ei-ammattimaisille, joka voi ohjata epäoptimaaliseen asiakasluokitteluun.

Tämän lisäksi yleisesti kollektiivista ja yksilöllistä sijoittajansuojaa tulisi tutkia ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa niin kvantitatiivisesti kuin kvalitatiivisesti, sillä tutkimusta on hyvin vähän tällä hetkellä. Teoreettisen viitekehikon uudelleentarkasteluissa voidaan painottaa oikeasuhteista sääntelyä vähentäen tarpeettomia velvollisuuksia, jotka eivät tuo lisäarvoa asiakkaille taikka sijoituspalveluntarjoajille, kuitenkin muistaen, että sijoittajansuojan tavoitteet eivät vaarantuisi.

¹²⁰ Esim. vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sääntelykehikko (AIFMD)

¹²¹ de-risking efektilä tarkoitetaan tilannetta, jossa palveluntarjoaja pyrkii riskien hallitsemisen sijaan välttämään asiakkuuteen liittyvää riskiä.

8 Lähteet

- Ahmad, Z., Ibrahim, H., Tuyon, J. (2017). Institutional investor behavioral biases: syntheses of theory and evidence. *Management Research Review*, Vol. 40 No. 5, pp. 578-603. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1108/MRR-04-2016-0091>
- Collin, J. (2020). *Osake ja modernit arvopaperimarkkinat*. [väitöskirja, Helsingin yliopisto] Alma Talent Oy. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta [https://verkkokirjahylly-alma-talent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/BAEBJXDTEB#kohta:OSAKE\(\(20\)JA\(\(20\)MODER-NIT\(\(20\)ARVOPAPERIMARKKINAT/piste:b4](https://verkkokirjahylly-alma-talent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/BAEBJXDTEB#kohta:OSAKE((20)JA((20)MODER-NIT((20)ARVOPAPERIMARKKINAT/piste:b4)
- Citibank. (2023, 13.09.2023). Global Custody Services. Citibank. Noudettu 13.09.2023 osoitteesta <https://www.privatebank.citibank.com/we-offer/custody-services>
- Committee of European Securities Regulators. (2010, 19.04.2010). Understanding the definition of advice under MiFID. Committee of European Securities Regulators. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_294.pdf
- Committee of European Securities Regulators. (2010, 19.04.2010). CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments. Committee of European Securities Regulators. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_290b.pdf
- Dutch Authority for the Financial Markets. (2020, 13.02.2022). MiFID II review of services provided to professional clients and ECPs in 2018 and 2019. Dutch Authority for the Financial Markets. Noudettu 01.02.2024 osoitteesta <https://www.afm.nl/en/over-de-afm>
- Eriksson, P., Koistinen, K. (2014). *Monenlainen tapaustutkimus*. Kuluttajatutkimuskeskus. noudettu 01.02.2024 osoitteesta <https://helda.helsinki.fi/server/api/core/bitstreams/fecd7913-7363-4d9f-9e2e-2d9f3e597230/content>
- ESMA. (2014, 27.05.2014). Joint Committee Final Report on guidelines for complaints-handling for the securities (ESMA) and banking (EBA) sectors. ESMA. Noudettu

- 01.09.2023 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/jc_2014_43_-_joint_committee_-_final_report_complaints_handling_guidelines.pdf
- ESMA. (2022, 12.04.2022). MiFID II:n asianmukaisuutta ja yksinomaan asiakastoimeksiantojen toteuttamista koskevista vaatimuksista tietyiltä osin. ESMA. Noudettu 01.09.2023 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3006_gls_on_certain_aspects_of_the_mifid_ii_appropriateness_and_execution-only_requirements_fi.pdf
- ESMA. (2023a, 11.07.2023). ESMA updates its guidance on the definition of advice in a supervisory briefing. ESMA. Noudettu 01.09.2023 osoitteesta <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-updates-its-guidance-definition-advice-supervisory-briefing>
- ESMA. (2023b, 23.09.2022). Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements. ESMA. Noudettu 01.09.2023 osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-3172_final_report_on_mifid_ii_guidelines_on_suitability.pdf
- European Commission. (2020, 15.12.2022). Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/65/EU. European Commission. Noudettu 05.01.2023 osoitteesta <https://www.consilium.europa.eu/media/47469/st13798-ad01-en20.pdf>
- European Commission. (2023, 15.12.2022). Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/65/EU. European Commission. Noudettu 05.01.2023 osoitteesta <https://www.consilium.europa.eu/media/47469/st13798-ad01-en20.pdf>
- European Union. (2019). Regulatory process in financial services. European Union. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/regulatory-process-financial-services_en

- Fang, B., Hope, O.K., Huang, Z. (2020) The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts, and firms. *Rev Account Stud* 25. 855–902. <https://doi.org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s11142-020-09545-w>
- Finans Danmark. (2024). CMD License. Finans Danmark. Noudettu 01.03.2024 osoitteesta <https://finansdanmark.dk/en/capital-market-denmark/cmd-license/#:~:text=The%20CMD%20License%20consists%20of,can%20also%20choose%20self%2Dstudy.>
- Guarantee Fund. (2019. 06.02.2019). Depositor and Investor Guarantee Scheme in Denmark. The Guarantee Fund. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta <https://www.fs.dk/media/2589/guarantee-fund-q-a.pdf>
- HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- HE 151/2017 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.
- HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- HE 56/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.
- HE 126/2021 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle rahoitusmarkkinalainsäädännön muuttamiseksi covid-19-pandemiasta toipumiseksi.
- Hoppu, K (2009). Sijoituspalvelusopimukset. Alma Talent Oy. Noudettu osoitteesta <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/CADBIXC-TDG#/kohta:2/piste:b422>
- Finanssiala. (2021, 09.06.2021). Tehokkaat ja toimivat arvopaperimarkkinat ovat keskeisessä roolissa Euroopan talouden elpymisessä. Finanssiala. Noudettu 01.04.2023 osoitteesta <https://www.finanssiala.fi/aiheet/arvopaperimarkkinat/#/>
- Finanssiala. (2019a, 11.02.2019). Miten sääntely on vaikuttanut sijoituspalveluiden tarjontaan. Finanssiala. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta <https://www.finanssiala.fi/kolumni/miten-saantely-on-vaikuttanut-sijoituspalveluiden-tarjontaan/>

- Finanssiala. (2019b, 06.09.2019). Call for evidence on impact of the inducements and costs and charges disclosure requirements under MiFID II. Finanssiala. Noudettu 05.02.2024 osoitteesta <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-impact-inducements-and-costs-and-charges-disclosure>
- Finanssiala. (2023, 14.03.2023). Sijoittajainformaatio uhkaa kasvaa hallitsemattomaksi. Finanssiala. Noudettu 01.04.2023 osoitteesta <https://www.finanssiala.fi/kolumni/sijoittajainformaatio-uhkaa-kasvaa-hallitsemattomaksi/>
- Finanssivalvonta. (2017, 08.03.2017). Finanssivalvonta antanut neljälle yhtiölle julkiset varoitukset ja määrännyt neljälle yhtiölle seuraamusmaksut. Finanssivalvonta. Noudettu 01.05.2023 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2017/finanssivalvonta-antanut-neljalle-yhtiolle-julkiset-varoitukset-ja-maarannyt-neljalle-yhtiolle-seuraamusmaksut/>
- Finanssivalvonta. (2021, 25.6.2018). Säätely. Finanssivalvonta. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/sijoituspalvelun-tarjoajat/saantely/>
- Finanssivalvonta. (2023, 16.12.2023). Sijoituspalvelut tai sijoitustoiminta. Finanssivalvonta. Noudettu 01.05.2023 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/sijoituspalvelun-tarjoajat/sijoituspalvelut-tai-sijoitustoiminta/>
- FINE. (2023). Strategia, ohje- ja käytännesäännöt. FINE. Noudettu 01.05.2023 osoitteesta <https://www.fine.fi/tietoa-finesta/strategia-ohje-ja-kaytannesaan-not.html>
- Hirsjärvi, S ja muut. (2009). Tutki ja kirjoita. Tammi.
- Hyvärinen, M, Suoninen E, Vuori J. (2024) Haastattelut. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto. Noudettu 01.10.2023 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvali/laadullisen-tutkimuksen-aineistot/haastattelut/>
- Juhila, K. (2024) LAADULLISEN TUTKIMUKSEN OMINAISPIIRTEET. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto. Noudettu 01.10.2023 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/menetelmaopetus/kvali/mita-on-laadullisen-tutkimus/laadullisen-tutkimuksen-ominaispiirteet/>
- Kallio, A, Vuola L. (2018). Joukkorahoitus. Alma Talent Oy.

- Kallinen, T & Kinnunen T. (2023) Etnografia. Tampere: Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto. Noudettu 01.07.2023 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/metelmaopetus/kvali/laadullisen-tutkimuksen-aineistot/etnografinen-havainnointiaineisto/>
- Kettunen, J. (2023). Fenomenografia. Yhteiskuntatieteellinen tietoaarkisto. Noudettu 01.07.2023 osoitteesta <https://www.fsd.tuni.fi/fi/palvelut/metelmaopetus/kvali/teoreettis-metodologiset-viitekehukset/fenomenografia/>
- Knuts, M. (2014). Arvopaperimarkkinalaki. Alma Talent Oy. Noudettu 01.05.2023 osoitteesta [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/IAEBBXC-TEB#/kohta:1\(\(a0\)Yleisi\(\(e4\)\)\(\(20\)huomioita\(\(20\)arvopaperimarkkina-laista\(\(20\):\(1.4\(\(a0\)Arvopaperimarkkinalain\(\(20\)yleiset\(\(20\)periaatteet\(\(20\)/piste:b805](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/IAEBBXC-TEB#/kohta:1((a0)Yleisi((e4))((20)huomioita((20)arvopaperimarkkina-laista((20):(1.4((a0)Arvopaperimarkkinalain((20)yleiset((20)periaatteet((20)/piste:b805)
- Leppiniemi, J & Lounasmeri, S. (2022). Yritysrahoitus. Alma Talent Oy. Noudettu 01.05.2023 osoitteesta <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/BAJBGXCTDG#kohta:YRITYSRAHOITUS/piste:t6rE>
- Leskinen, P. (2017). ASIAKKAANSUOJA SIOITUSPALVELUISSA JA PALVELUNTARJOAJAN INFORMAATIOVELVOITTEET. [pro gradu -tutkielma, Helsingin yliopisto]. Edilex. Noudettu 15.03.2023 osoitteesta <https://www.edilex.fi/opinnaytetyot/18207.pdf>
- Lind, J. (2018). Yksilöllisten ominaisuuksien vaikutus velvoitteisiin sijoitusneuvonnassa. [pro gradu -tutkielma, Helsingin yliopisto]. Helda. Noudettu osoitteesta 15.03.2023 <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/234068/FINAL%20Gradu%2c%20Jessica%20Lind%2026.2.18.pdf?sequence=2&isAllowed=y>
- Luukkonen, M. (2018). Sijoittajan velvollisuudet [väitöskirja, Helsingin yliopisto]. Noudettu osoitteesta 04.05.2023 <http://urn.fi/URN:ISBN:978-951-51-4607-6>
- Loonen, T. & Janssen, R. (2023). Implementation of MiFID II investor protection provisions by private banks within the European Union. Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol. 31 No. 1, pp. 1-15. <https://doi.org.proxy.uwasa.fi/10.1108/JFRC-10-2021-0087>

- Loonen, T & Pattiselanno, R. (2020). The effectiveness of MiFID provisions for professional clients: a critical review. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 28 No. 1, pp. 1-15. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1108/JFRC-07-2018-0103>
- Lähdevuori, I (2005). KNOW YOUR CUSTOMER-PERIAATE JA ASIAKKAANSIJOITUSTARPEIDEN SELVITTÄMISVELVOLLISUUS. Edilex. Noudettu 25.05.2023 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/oikeustiede/83570004.pdf>
- Manninen, J (2008). Sijoituspalvelun tarjoajan asiakkaiden luokittelu. Edilex. Noudettu 15.03.2023 osoitteesta <https://www.edilex.fi/artikkelit/5281.pdf>
- Manninen, J (2010). SÄÄNTELYEROT SIJOITUSPALVELUN TARJOAJAN ASIAKASLUOKKIEN VÄLILLÄ. Edilex. Noudettu 15.03.2023 osoitteesta <https://www.edilex.fi/artikkelit/6963.pdf>
- Menkhoff, L., Schmeling M., Schmidt U. (2009). Are all professional investors sophisticated? University of Hannover. Noudettu 02.02.2024 osoitteesta https://diskussionspapiere.wiwi.uni-hannover.de/pdf_bib/dp-397.pdf
- Nordea. (2023, 19.5.2023). Nordea execution policy. Nordea. Noudettu 01.06.2023 osoitteesta <https://www.nordea.com/en/doc/nordea-execution-policy-en.pdf>
- Paul S., Schröder N., Schumacher S. (2019). MiFID II/MiFIR/PRIIPs Regulation Impact Study: Effectiveness and Efficiency of New Regulations in the Context of Investor and Consumer Protection. German Banking Industry Committee. Noudettu 05.03.2024 osoitteesta https://die-dk.de/media/files/Auswirkungsstudie_MiFID_II_Prof_Paul.pdf
- Puttonen, V & Knüpfer S. (2004) Moderni rahoitus. Alma Talent Oy. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta [https://sijoituskirjasto-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/EAD-BEXDTEB#kohta:1.\(\(20\)\)\(\(a0\)\)\(\(20\)\)JOHDANTO\(\(20\)\)\(:1.4\(\(20\)\)Mahdolliset\(\(20\)\)agenttiongelmät\(\(20\)\)piste:b0](https://sijoituskirjasto-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/EAD-BEXDTEB#kohta:1.((20))((a0))((20))JOHDANTO((20))(:1.4((20))Mahdolliset((20))agenttiongelmät((20))piste:b0)
- Pörssisäätiö. (2023, 01.06.2023). Suomen Arvopaperimarkkinoiden puitteet. Pörssisäätiö. Noudettu 01.06.2023 osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/en/blog/books/suomen-arvopaperimarkkinoiden-puitteet/>

- Rajavuori M., Turtiainen M. (2021). Kestävä rahoitus ja sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuudet: kestävyysmieltymykset osana soveltuvuusarviota. Edilex. Noudettu 09.09.2023 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/liikejuriidikka/1000390005.pdf>
- 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. Noudettu 20.03.2023 osoitteesta [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/EAlBGXCTDG#kohta:l\(\(20\)L\(\(c4\)HT\(\(d6\)KOHDAT\(:3.\(\(20\)Si-viilioikeuden\(\(20\)yleiset\(\(20\)periaatteet\(:Heikomman\(\(20\)suoja\(:Joh-danto\(:K\(\(e4\)site/piste:txr](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/EAlBGXCTDG#kohta:l((20)L((c4)HT((d6)KOHDAT(:3.((20)Si-viilioikeuden((20)yleiset((20)periaatteet(:Heikomman((20)suoja(:Joh-danto(:K((e4)site/piste:txr)
- Salehi, H. (2020). *THE USE OF ETFs AND PROTECTIVE OPTION STRATEGIES BY DELEGATED ASSET MANAGERS* [väitöskirja, Oulun yliopisto]. Noudettu 01.03.2024 osoitteesta <https://oulurepo oulu.fi/bitstream/handle/10024/36527/isbn978-952-62-2494-7.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Salo, M. (2016). *Sijoittamisen ohjaaminen – sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa*. Alma Talent Oy. Noudettu 20.03.2023 osoitteesta [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/GAJBHXCTEB#kohta:Sijoitusneuvonta\(\(20\)yksil\(\(f6\)llisen\(\(e4\)\(\(20\)ohjaamisen\(\(20\)v\(\(e4\)li-teen\(\(e4\)\(:5.2\(\(20\)Know\(\(20\)your\(\(20\)customer\(\(20\)-periaate\(\(20\)ja\(\(20\)soveltuvuusarviointi/piste:b4647](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/GAJBHXCTEB#kohta:Sijoitusneuvonta((20)yksil((f6)llisen((e4)((20)ohjaamisen((20)v((e4)li-teen((e4)(:5.2((20)Know((20)your((20)customer((20)-periaate((20)ja((20)soveltuvuusarviointi/piste:b4647)
- Suomen virallinen tilasto (SVT). (2021, 1. lokakuuta). *Sijoituspalveluyritykset*. SVT. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta https://stat.fi/til/spy/2021/03/spy_2021_03_2021-12-16_tie_001_fi.html
- Fang, B., Hope, OK., Huang, Z. (2020) *The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts, and firms*. *Rev Account Stud* 25. 855–902. <https://doi.org.proxy.uwasa.fi/10.1007/s11142-020-09545-w>
- Shapira, Z, Venezia I. (2001) *Patterns of behavior of professionally managed and independent investors*. *Journal of Banking & Finance* Volume 25, Issue 8, August 2001, Pages 1573-1587. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00139-4](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00139-4)

- Shapira, Z. and Venezia, I. (2007). *On the behavioral differences between professional and amateur investors after the weekend*. Journal of Banking & Finance Volume 31, Issue 5, May 2007, Pages 1417-1426. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.020>
- Sijoittajien korvausrahasto. (2015). *Tietoa sijoittajalle*. Sijoittajien korvausrahasto. Noudettu 01.05.2023 osoitteesta [Tietoa sijoittajalle | Sijoittajien korvausrahasto - Eräsättningsfonden för investerare](#)
- Turtiainen, M. (2018). *Sijoituspalvelut ja asiakas*. Alma Talent Oy. Noudettu 15.03.2023 osoitteesta [Sijoituspalvelut ja asiakas \(uwasa.fi\)](#)
- Valtiovarainministeriö. (2023). *Pääomamarkkinat*. Valtiovarainministeriö. Noudettu 01.03.2023 osoitteesta [Pääomamarkkinat - Valtiovarainministeriö \(vm.fi\)](#)
- Venezia, I., Nashikkar, A. and Shapira, Z. (2011). *Firm specific and macro herding by professional and amateur investors and their effects on market volatility*. Journal of Banking & Finance Volume 35, Issue 7, July 2011, Pages 1599-1609. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.11.015>
- Wallinga, M. W. (2018). *EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses*. [väitöskirja, University of Groningen]. University of Groningen. [EU investor protection regulation and private law: A comparative analysis of the interplay between MiFID & MiFID II and liability for investment losses — the University of Groningen research portal \(rug.nl\)](#)
- Wuolijoki, S. (2009). *Pankin neuvontavastuu*. [väitöskirja, Helsingin yliopisto]. Helsingin Kamari Oy. <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-246-014-1>
- Wuolijoki, S. (2014). *Pankkien riskienhallinta- ja asiakkaansuojasääntelyn suhde*. Lakimies 6/2014 s. 869–875. Noudettu 22.03.2023 osoitteesta [143510007.pdf \(uwasa.fi\)](#)
- Wuolijoki, S. (2019). *Säätiön sijoitustoiminta*. Lakimies. Noudettu 22.03.2023 osoitteesta [201430004.pdf \(uwasa.fi\)](#)
- Yin, Robert. (2009). *Case study research: design and methods*. Sage Publications.

Liitteet

Liite 1. Haastattelukysymykset

Miten ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja toteutuu Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?

Sijoituspalveluntarjoajat

1. Ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa, miten käytännössä yksilölliseen asiakkaansuojaan liittyvät menettelytapasäännökset toteutuvat esimerkiksi ei-ammattimaiseen asiakkaaseen verrattuna? (sijoitusneuvonta ja omaisuudenhoito)
2. Ovatko ammattimaiset asiakkaat kokeneet lisäarvoa yksilölliseen asiakkaansuojaan liittyvistä velvoitteista käytännön tasolla?
3. Onko teillä erityisiä toimia millä varmistatte, että ammattimaisten asiakkaiden osalta yksilöllinen asiakkaansuoja toteutuu?

Ammattimaiset asiakkaat

1. Kokemuksesi perusteella, miten näet yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumisen sijoituspalveluita käyttäessäsi ammattimaisena asiakkaana esimerkiksi verrattuna ei-ammattimaisena asiakkaana toimimiseen?
2. Koetko, että yksilölliseen asiakkaansuojaan liittyvät komponentit toteutuvat käytännössä sijoituspalveluntarjoajien toimesta?
3. Minkälaisia kokemuksia teillä on sijoituspalveluntarjoajanne toimista yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumiseksi?

Onko ammattimaiset asiakkaat kohdanneet haasteita yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumisessa Suomen sijoituspalvelumarkkinoilla?

Sijoituspalveluntarjoajat

1. Mitkä ovat yleisimmät haasteet ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumisessa?
2. Onko olemassa erityisiä sääntelyyn tai markkinakäytäntöihin liittyviä haasteita, jotka vaikeuttavat ammattimaisten asiakkaiden sijoittajansuojan toteuttamista?

Ammattimaiset asiakkaat

1. Näetkö haasteita yksilöllisen asiakkaansuojan toteutumisessa?
2. Onko erityisiä tilanteita taikka palveluita, joissa haasteita olisi tullut?
3. Onko ollut tilanteita, jossa yksilöllisen asiakkaansuojan komponenteista on muodostunut haasteita?

Onko sijoituspalveluntarjoajien menettelytavoille ja viitekehykselle kehitystarpeita, jotta ammattimaisten asiakkaiden yksilöllinen asiakkaansuoja paranisi?

Sijoituspalveluntarjoajat

1. Mitä parannuksia tai muutoksia ehdottaisit yksilöllisen sijoittajansuojan osalta, erityisesti ammattimaisten asiakkaiden näkökulmasta?

Ammattimaiset asiakkaat

1. Mitä parannuksia tai muutoksia ehdottaisit yksilöllisen sijoittajansuojan osalta, erityisesti ammattimaisten asiakkaiden näkökulmasta?

Ovatko yksilöllisen asiakkaansuojan komponentit tarkoituksenmukaisia ja soveltuvia ammattimaisille asiakkaille?

Sijoituspalveluntarjoajat

1. Miten arvioisitte nykyisten yksilöllisten asiakkaansuojan komponenttien tarkoituksenmukaisuuden, kuten selonottovelvollisuuksien, soveltuvuusarvioiden ja raportointivelvollisuuksien ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa?
2. Ovatko tietyt asiakkaansuojan komponentit kaivanneet päivitystä tai muutoksia, jotta ne palvelisivat paremmin ammattimaisia asiakkaita?

Ammattimaiset asiakkaat

1. Miten arvioisitte nykyisten asiakkaansuojan komponenttien tarkoituksenmukaisuuden, kuten selonottovelvollisuuksien, soveltuvuusarvioiden ja raportointivelvollisuuksien ammattimaisten asiakkaiden kontekstissa?
2. Ovatko tietyt asiakkaansuojan komponentit kaivanneet päivitystä tai muutoksia, jotta ne palvelisivat paremmin ammattimaisia asiakkaita? Onko jotkut elementit erityisen hyödyllisiä tai toisaalta riittämättömiä?

Miten sijoituspalveluntarjoajien selonottovelvollisuus käytännössä toteutuu ammattimaisten asiakkaiden osalta Suomessa sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?

Sijoituspalveluntarjoajat

1. Selonottovelvollisuudet ovat korkeimmillaan, kun asiakkaille tarjotaan sijoitusneuvontaa ja omaisuudenhoitopalveluita, voitko kuvata yleisesti, miten nämä velvollisuudet toteutuvat ammattimaisten asiakkaiden osalta?
2. Kun asiakkaalle tarjotaan sijoitusneuvontaa taikka omaisuudenhoitopalveluita tulisi asiakkaalta selvittää heidän sijoitustavoitteensa, mukaan luettuina asiakkaan riskiraja ja mahdolliset kestävyysmieltymykset soveltuvin osin. Käytännön tasolla kuinka toimiva prosessi tämä on ja palveleeko tämä ammattimaisten asiakkaiden tarpeita, jotta mahdollisimman soveltuva tuote voidaan tarjota asiakkaalle?

Ammattimaiset asiakkaat

1. Selonottovelvollisuudet sijoituspalveluntarjoajalla ovat korkeimmillaan, kun asiakkaille tarjotaan sijoitusneuvontaa ja omaisuudenhoitopalveluita. Miten koette nämä selonottovelvollisuudet, tuottaako tämä prosessi lisäarvoa sijoitus tuotetta taikka palvelua valittaessa.
2. Kun asiakkaalle tarjotaan sijoitusneuvontaa taikka omaisuudenhoitopalveluita tulisi asiakkaalta selvittää heidän sijoitustavoitteensa, mukaan luettuina asiakkaan riskiraja ja mahdolliset kestävyysmieltymykset soveltuvin osin. Käytännön tasolla kuinka toimiva prosessi tämä on ja palveleeko tämä ammattimaisten asiakkaiden tarpeita, jotta mahdollisimman soveltuva tuote voidaan tarjota asiakkaalle?
3. Miten arvioisit sijoituspalveluntarjoajan kykyä ymmärtää sijoitustavoitteesi, riskinotto kykyysi sekä kestävät mieltymyksesi¹²²?
4. Vaikuttaako mielestänne sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuudet sijoituspäätöksiinne taikka omaisuudenhoitopalveluiden laatuun?

Tuottaako sijoituspalveluntarjoajan selonottovelvollisuus korkeatasoista soveltuvuuden arviointia sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?

Sijoituspalveluntarjoajat

1. Kun asiakkaalle tarjotaan sijoitusneuvontaa ja taikka omaisuudenhoitopalveluita tulisi valittavan tuotteen osalta taata, että se on soveltuva¹²³ asiakkaille. Sääntely ei suoraan vaadi esimerkiksi kirjallisen raportin lähettämistä ammattimaisille asiakkaille, mutta soveltuvuus tulisi silti arvioida ammattimaiselle asiakkaalle. Nykyisellään, koetteko että nykykehikko sääntelyineen tuottaa laadukasta soveltuvuuden arviointia ammattimaisille asiakkaille sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoitopalveluissa?

¹²² Taksonomia-asetus, SFDR-asetus, PAI (Principal Adverse Impacts)

¹²³ Soveltuvuusarviolla tarkoitetaan prosessia, jossa kerätään tietoja asiakkaalta ja tämän jälkeen arvioidaan rahoitusvälineen *soveltuvuutta* asiakkaalle sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon palveluissa

2. Miten soveltuvuusarviointi vaikuttaa sijoituspalveluntarjoajan tarjoamaan tuotteeseen tai palveluun ja sitä kautta asiakkaalle syntyvään lisäarvoon?

Ammattimaiset asiakkaat

1. Kun asiakkaalle tarjotaan sijoitusneuvontaa ja taikka omaisuudenhoitopalveluita tulisi valittavan tuotteen osalta taata, että se on soveltuva asiakkaille. Sääntely ei suoraan vaadi kirjallisen raportin lähettämistä ammattimaisille asiakkaille, mutta soveltuvuus tulisi silti arvioida ammattimaiselle asiakkaalle. Kotteko saavanne laadukasta soveltuvuuden arviointia¹²⁴, joka on osa oikean tuotteen tarjoamista teille?
2. Miten soveltuvuusarviointi vaikuttaa sijoituspalveluntarjoajan tarjoamaan tuotteeseen tai palveluun ja sitä kautta asiakkaalle syntyvään lisäarvoon?
3. Onko sijoituspalveluntarjoaja koskaan suositellut sijoituksia, jotka eivät mielestäsi sovi riskinottokykyysi tai sijoitustavoitteisiisi taikka kestävyysmieltymyksiisi?

¹²⁴ Soveltuvuusarviolla tarkoitetaan prosessia, jossa kerätään tietoja asiakkaalta ja tämän jälkeen arvioidaan rahoitusvälineen *soveltuvuutta* asiakkaalle sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon palveluissa