



Aalto-yliopisto

Rahoitusoikeus, luento 8

Professor of Practice, OTT Sakari Wuolijoki 25.3.2019

Luentosarjan alustava aikataulu

Pvm	Alustava aihepiiri
25.2.	Johdanto, pankin toiminta ja pankkisääntelyn tarkoitus, vakavaraisuusvaateet
27.2.	Vakavaraisuusvaatimukset, kriisinhallintasääntely
4.3.	EU:n ja Suomen finanssivalvontajärjestelmä
6.3.	Asiakkaansuojasääntelyn perusteet, luotonanto kuluttajille
11.3.	Makrovakausalustus (Heidi Jokinen). Luotonanto, yritykset
13.3.	Alustus KKO 2016:10 (Jarmo Heikkilä). Vierasluennoitsija OTT Märten Knuts
18.3.	PSD 2 –alustus (Liisa Rysä). Yritysluototus jatkuu.
20.3.	Maksuliikenne ja sähköinen pankkitoiminta. Maksukortit.
25.3.	Sijoituspalvelujen sääntelyn pääperiaatteet. Sääntelyteoria ja behavioral finance. Sijoitusneuvonta.
27.3.	Toimeksiantojen toteuttaminen. Omaisuudenhoito. Strukturoidut tuotteet ja johdannaissopimukset
1.4.	Sijoituspalveluita koskevat riidat, vahingonkorvaus
3.4.	Luentokuulustelu

Maksupalvelulain mukainen vastuu

Huolimattomuuden aste	Vastuu	50 euron vastuuraja	Katoamisilmoituksen vaikutus	Muut vastuuvapausperusteet
Ei huolimattomuutta eikä kortin luovuttamista toiselle	Ei vastuuta	Ei merkitystä, kun ei vastuuta	Katoamisilmoituksen viivyttely voi johtaa vastuuseen huolimattomuusperusteella	Ei merkitystä, kun ei vastuuta.
Kortin vapaaehtoinen luovutus toiselle	Vastuu kortin väärinkäytöstä	Ei sovellu, vastuu rajaton	Katkaisee vastuun	Katkaisevat vastuun
Huolimattomuus	Vastuu kortin väärinkäytöstä	Vastuu rajattu 50 euroon	Katkaisee vastuun	Katkaisevat vastuun
Törkeä huolimattomuus	Vastuu kortin väärinkäytöstä	Ei sovellu, vastuu rajaton	Katkaisee vastuun	Katkaisevat vastuun
Petollinen menettely	Vastuu kortin käytöstä	Ei sovellu	Ei katkaise vastuuta	Eivät katkaise vastuuta

Oikeuslähteet

Kaikessa oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa tunnettava oikeuslähteiden hierarkia.

Keskustelu FT:n artikkelista



Mitä artikkelissa olevat kuvaajat tarkoittavat? Mitä niillä halutaan osoittaa? Onko kyseessä neutraali moniin lähteisiin perustuva journalismi?

Sääntelylohkot

Sijoituspalveluja koskeva sääntely:

- Sijoituspalvelulaki

Sijoitusrahastoja koskeva sääntely:

- Sijoitusrahastolaki
- Laki vaihtoehtoisrahastojen hoitajista
 - Kiinteistörahastolaki
- sekä näitä täydentävät asetukset

Arvopaperimarkkinoiden perusinfrastruktuuria koskeva sääntely

- Arvopaperimarkkinalaki ja sitä täydentävät asetukset
 - Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä
 - Laki arvo-osuusjärjestelmästä
 - Laki arvopaperitileistä
 - Osakeyhtiölaki

Eri sijoituspalveluja

- **Sijoitusneuvonta**
- **Omaisuuksien hoito**
- **Arvopapereita koskevien toimeksiantojen toteuttaminen / välittäminen**
- **Arvopapereiden säilytyspalvelut**
- **Arvopapereiden liikkeeseenlaskupalvelut**

Myös sijoitusrahastojen hallinnointi on faktisesti sijoituspalvelua, vaikka lainsäädännössä näin ei määritelmällisesti olekaan.

Tietyt vakuutuspalvelut lähentyvät myös sijoituspalveluja (ns. säästöhenkivakuutukset, kapitalisaatiosopimukset jne).

Sijoituspalvelujen sääntelyn päälinjat

- Sijoituspalvelujen tarjoaminen on toimiluvanvaraista
- Finanssivalvonta valvoo palveluntarjoajia laajoilla toimivaltuuksilla
- Palvelut ovat erittäin tarkkaan säänneltyjä
- Laajat tiedonantovelvoitteet ja soveltuvuusarviointi (tiettyjä execution only – tilanteita lukuun ottamatta)
- Sijoittajan oma vastuu: markkinariski ja huolellinen selonotto.
- Sääntely on pääosin harmonisoitu EU:ssa eri direktiivein ja EU-asetuksin.

Prospektiteoria

- **Tilanne 1. Olet saanut 1.000 euroa. Tämän lisäksi voit valita joko**
 - a) 1.000 euroa 0,5 todennäköisyydellä; tai
 - b) 500 euroa varmasti
- **Tilanne 2. Olet saanut 2.000 euroa. Tämän lisäksi voit valita joko**
 - a) 1.000 euroa 0,5 todennäköisyydellä; tai
 - b) 500 euroa varmasti

Ks. Esimerkistä ja prospektiteoriasta laajemmin Marja Luukkonen: Sijoittajan velvollisuudet, 2018.

Esimerkkejä sijoittajan käyttäytymisvinoumista

- Saatavuusheuristiikka
- Varmuusvaikutus
- Ylioptimismi ja ylikuottamus itseensä
- Omistusvaikutus ja tappiokammo
- Joukkokäyttäytyminen
- Mentaalilaskenta



Sijoituspalvelujen sääntelyn tausta vs. behavioral finance

Homo economicus

- ❖ Rationaalinen
- ❖ Taloudellista etuaan tavoitteleva

**Implikaatio sääntelyssä:
tiedonantovelvoitteet,
sopimusvapaus**

Ymmärtämätön kuluttaja

- ❖ Tunnepohjainen / rajoittunut rationaliteetti
- ❖ Erilaiset käyttäytymisvinoumat vaikuttavat

**Implikaatio sääntelyssä:
Viranomaisten
tuotehyväksyntä, hintasääntely,
pakottavat normit**

Keskustelu

Miten sijoituspalvelujen tarjontaa tulisi säännellä ottaen huomioon käyttäytymistaloustieteen tutkimustulokset?

Mitä hyötyjä ja haittoja eri sääntelymalleihin liittyy?

Asiakasluokittelu

- **Asiakasluokittelulla tärkeä merkitys asiakkaansuojan määräytymisessä.**
- **Jaottelu**
 - 1) Ei-ammattimaiset asiakkaat
 - 2) Ammattimaiset asiakkaat
 - 3) Hyväksyttävät vastapuolet
- **Luokittelu vaikuttaa**
 - Tiedonantovelvollisuuksiin
 - Selonottovelvollisuuteen sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoidossa
 - Velvollisuuteen tehdä asianmukaisuusarvio toimeksiantoa toteutettaessa
 - Sijoittajan korvausrahastosuojaan
- **Lainsäädännöllisen luokittelun lisäksi sopimusoikeudessa voidaan antaa merkitystä sijoittajan yksilöllisille ominaisuuksille.**

Esim. KKO 2015:93

- **Ns. pääomaturvattu tuote.**

- **KKO:n tuomion otsikko:**

A oli sijoittanut 500 000 euroa suuren kansainvälisen rahoitusyhtiön liikkeelle laskemaan obligaatioon, jota oli B Oy:n järjestämässä tilaisuudessa markkinoitu pääomaturvattuna. Markkinointiesitteessä ei ollut mainintaa liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyyteen liittyvästä ns. liikkeeseenlaskijariskistä, mutta siinä todettiin, ettei obligaatioon tullut sijoittaa tutustumatta tuotteen arvopaperimarkkina-alaissa tarkoitettuun esitteeseen, josta sanottu riski ilmeni. A ei ollut tutustunut esitteeseen. Liikkeeseenlaskija meni konkurssiin, ja A menetti osan sijoittamastaan pääomasta. Kanteessaan A katsoi, että markkinointi oli ollut virheellistä. A vaati, että B Oy veloitetaan korvaamaan hänelle hänen obligaatioon sijoittamansa määrä. Tuomiosta ilmenevillä perusteilla Korkein oikeus katsoi markkinoinnin totuudenvastaiseksi tai harhaanjohtavaksi ja velvoitti B Oy:n korvaamaan A:lle aiheutuneen vahingon

- **Prejudikaatti sisälsi monia periaatteellisesti tärkeitä tulkintaratkaisuja.**
- **Oikeustieteessä keskusteltu prejudikaatin oikeellisuudesta ja merkityksestä ns. oikeustapauskommenteissa.**

Esimerkki sääntelyn sisällöstä: sijoitusneuvonta

- Säännökset pääosin sijoituspalvelulaissa (14.12.2014/747). Lisäksi sopimusoikeuden yleiset säännöt ja periaatteet soveltuvat.
- Sijoitusneuvon määritelmä on suppeahko: ”yksilöllisen suosituksen antamista asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi”. Muussakin tuote-esittelyssä yms. kuitenkin annettava asianmukaiset tiedot asiakkaalle.
- Sijoitusneuvonnassa on lain mukaan toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti.
- Ennen sijoitusneuvontaa saatavat riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta voi suositella asiakkaalle soveltuvia rahoitusvälineitä ja palvelua.
- MiFID II-uudistuksen myötä jako riippumattomaan ja muuhun sijoitusneuvontaan. Ilmoitettava asiakkaalle.

Esim. APL 13/13

- **Tapahtumat:** Asiakas oli myynyt osan kiinteistöistään keväällä 2011 ja päätti sijoittaa niistä saamansa 70.000 euroa turvallisesti. Koska hänellä ei ollut aikaisempaa kokemusta kuin vain määräaikaistalletuksista, hän otti yhteyttä pankkiinsa. Keskustelujen jälkeen asiakas päätyi sijoittamaan varat lyhyistä määräaikaistalletuksistaan 12 kuukauden määräaikaistalletukseen 20.000 euroa, kaksivuotiseen strukturoituun talletukseen 10.000 euroa, kolmevuotiseen pääomaturvattuun indeksilainaan 20.000 euroa sekä viisivuotiseen pääomaturvattuun indeksilainaan 15.000 euroa sekä suomalaisiin osakkeisiin sijoittavaan sijoitusrahastoon 5.000 euroa, johon lisäksi asiakas säästäisi 100 euroa kuukaudessa lisää. Markkinatilanteen laskun johdosta sijoitusten arvot laskivat, mistä syystä asiakas päätyi ensin lopettamaan kuukausisijoituksensa rahastoon sekä sittemmin lunastamaan kaikki sijoituksensa kesällä 2012.
- **Ote ratkaisusta:** Asiakas on esittänyt, että pankin tiedossa on ollut hänen suhtautumisensa riskiin. Esitetyn selvityksen perusteella asiakkaan ja hänen yhteyshenkilönsä tapaamisissa oli käyty kartoituskeskustelu, jossa oli käsitelty asiakkaan taloudellista tilannetta, hänen sijoitustavoitteitaan selonottovelvollisuuden täyttämisen edellyttämiä seikkoja ja jonka perusteella asiakkaalle on laadittu sijoitussuositus, jota sittemmin on myös päivitetty. Suosituksessa asiakkaan sijoitusprofiiliksi on määritelty matala ja hänelle on ensivaiheessa suositeltu talletuksen hajauttamista kahteen erityyppiseen talletukseen, kahteen indeksilainaan sekä osakerahastoon. Lautakunta katsoo, että pankki on täyttänyt selonottovelvollisuutensa ja että ehdotettu kokonaisuus ei ole ollut ristiriidassa asiakkaan sijoitusprofiilin kanssa.

Sijoitusneuvojan selonottovelvollisuus

- **MiFID-direktiiviin perustuva ns. suitability test**
- **SipaL 10:4: ”Sijoituspalveluyrityksen, joka tarjoaa sijoituspalveluna sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, on hankittava ennen sijoituspalvelun tarjoamista riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta se voi suositella asiakkaalle soveltuvia rahoitusvälineitä ja palvelua.”**
- **Fivan MOK:n mukaan sijoituskokemusta ja -tietämystä ei tarvitse selvittää niiden rahoitusvälineiden osalta, joissa asiakas luokiteltu ammattimaiseksi.**
- **Fivan MOK:ssa tarkat tiedot selonottovelvollisuuden täyttämiseksi selvitettävistä seikoista, esim. tulot, menot, omaisuus, sijoitushorisontti, riskinottohalu, ammatti**

Sijoitusneuvonta ja valvonta

- **Eturistiriidat aiheuttavat korostetun valvontatarpeen. Henkilöstön koulutus myös sääntelyn kohteena (MiFID II – vaatimukset ja ESMA:n tulkintaohje)**
- **Pankin sisäinen valvonta, myös riippumaton compliance-valvonta**
- **Finanssivalvonnan tarkastukset**
- **Esimerkki Finanssivalvonnan tarkastuksesta**