



Aalto-yliopisto

# Rahoitusoikeus, luento 9

*Professor of Practice, OTT Sakari Wuolijoki 27.3.2019*

# 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 Mårten 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                                                                                     |

# 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

# 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 velvoitetaan 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.

# 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

# Kannustinsääntely sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoidossa

- Säännös SipaL 10:6
- Kannustimet johtavat herkästi eturistiriitoihin ja epätransparentteihin palkkiometodeihin. Toisaalta kannustimien rajoittaminen voi vaikeuttaa ulkopuolisten palveluntarjoajien tuotteiden tarjontaa.
- Kannustimet lähtökohtaisesti kielletty MiFID II:ssa, jos kyse omaisuudenhoidosta tai riippumattomasta sijoitusneuvonnasta.
- Muussa kuin riippumattomassa sijoitusneuvonnassa kannustimet on yhä sallittu, jos tarkoitus on parantaa asiakkaalle tarjottavan palvelun laatua eikä vaaranna sijoitusneuvonnan peruseriaatteiden toteutumista.
- Myös sääntelyä henkilöstön palkitsemisesta ja tiedonantovelvollisuuksista.

# Toimeksiantojen vastaanotto ja toteutus sijoituspalveluna

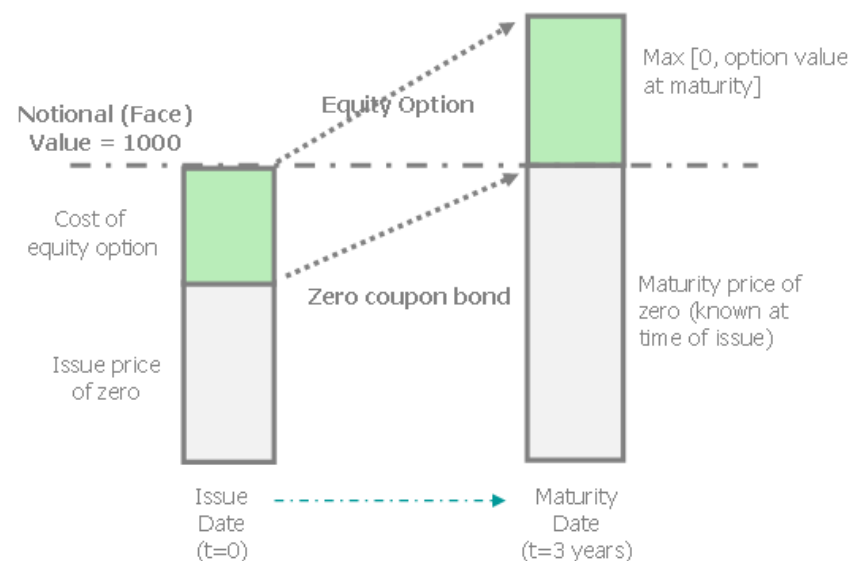
- **Säännökset SipaL 10:4 ja MiFID II –asetus EU 2017/565.**
- **Asianmukaisuusarviointi (ns. MiFID:n appropriateness test)**
- **SipaL 10:4:** Jos sijoituspalveluyritys tarjoaa muuta sijoituspalvelua kuin sijoitusneuvontaa ja omaisuudenhoitoa, sen on ennen sijoituspalvelun tarjoamista pyydettävä asiakkaalta tiedot tämän kyseistä rahoitusvälinettä tai sijoituspalvelua koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä voidakseen arvioida, onko suunniteltu rahoitusväline tai sijoituspalvelu asiakkaan kannalta asianmukainen. Kun suunnitellaan palvelujen tai tuotteiden yhdistelmää, on arvioitava yhdistelmän asianmukaisuutta kokonaisuudessaan. Jos sijoituspalveluyritys katsoo asiakkaalta saamansa tiedon perusteella, ettei tuote tai palvelu ole asiakkaalle asianmukainen, sijoituspalveluyrityksen on varoitettava asiakasta. Jos asiakas ei anna riittäviä tietoja tai kieltäytyy antamasta pyydettyjä tietoja, sijoituspalveluyrityksen on varoitettava asiakasta siitä, ettei se voi arvioida rahoitusvälineen tai palvelun asianmukaisuutta asiakkaalle. Varoitus voidaan antaa vakio muodossa.
- **Ei koske ns. execution only –tilanteita. Edellytyksenä ilmoitus asiakkaalle palvelun luonteesta ja se, että kohteena ns. yksinkertainen rahoitusväline.**

# Toimeksiantojen toteuttaminen

- Sopimusoikeudellisesti merkitystä myös toimeksiantosopimuksien yleisillä opeilla
- SipaL 10:6 sisältää ns. MiFID:n mukaisen best execution – velvoitteen.
- Sijoituspalveluyrityksen, joka tarjoaa sijoituspalveluna toimeksiantojen toteuttamista, on toteutettava kohtuulliset toimenpiteet, joilla saavutetaan asiakkaalle paras mahdollinen tulos ottaen huomioon toimeksiannon toteuttamisen kannalta olennaiset seikat. Jos asiakas on antanut erityisiä ohjeita toimeksiannon hoitamisesta, sijoituspalveluyrityksen on noudatettava niitä.
- Sijoituspalveluyrityksellä on oltava toimeksiantojen toteuttamista koskevat toimintaperiaatteet, jotka sisältävät tiedot niistä kaupankäyntipaikoista, joissa sijoituspalveluyritys toteuttaa toimeksiantoja sekä kaupankäyntipaikan valintaan vaikuttaneet tekijät. Sijoituspalveluyrityksen on seurattava toimintaperiaatteidensa asianmukaisuutta.

# Strukturoidut tuotteet

- Joukkovelkakirjoja, joissa takaisinmaksettava määrä ja tuotto muodostuvat ehdoissa erikseen kuvatulla tavalla.
- Asiakas sijoittaa tähän erityislaatuiseen sijoitustuotteeseen. Tuotteen tarjoaja rakentaa tuotteen johdannaisten avulla.
- Ei-yksinkertainen tuote. Jos tarjotaan yksityissijoittajalle, avaintietoasiakirja laadittava.
- MiFID-sääntelyn sijoitusneuvontaa tai toimeksiantojen toteuttamista koskevat vaatimukset pätevät. Olennaista on kuvata sijoittajalle tuotteen ominaisuudet oikein: tuotto pääomaan liittyvät riskit, likviditeetti ja kulut.
- Vaikka tuotteessa johdannaisominaisuuksia, tuote ei välttämättä ole mitenkään erityisen riskialtis.



Perinteinen "pääomaturvattu" osakeindeksilaina. Lähde: Investopedia

# Johdannaissopimukset

- Johdannaisilla eri käyttötarkoituksia (suojaus / spekulatio) ja eri riskiasteita.
- MiFID-mielessä monimutkainen tuote. Vaatii siis aina asianmukaisuusarvion tekemistä (paitsi jos asiakas hyväksyttävä vastapuoli)
- Normaalisti tehdään johdannaiskaupankäynnin yleissopimus (mahdollisine vakuussopimuksineen) ja sen puitteissa yksittäisiä johdannaissopimuksia. Esim. ISDA-sopimus.
- Case-tarkastelu

## Tapahtumatiedot

Asiakas on osakeyhtiö, joka käy kauppaa mm. öljyllä. Asiakas osti öljyä euroilla ja myi sen Yhdysvaltain dollareilla. Asiakkaan ostaman öljyn hinta perustui mm. öljyn laivausta edeltäneen kuukauden dollarin keskipurssiin. Suojautuakseen kurssimuutoksia vastaan asiakas sopi pankin kanssa valuuttasuojauksesta. Yhtiö teki pankin kanssa johdannaissopimuksen 2.7.2014. Pankki ja asiakas sopivat neuvottelujen jälkeen puhelimitse 23.7.2014 joustavasta valuuttasuojauksesta, jonka mukaan asiakas ostaa pankilta euroja dollareilla tietyn ajanjakson aikana sovittuun kiinteään kurssiin. Suojaus tehtiin 3,7 miljoonalle dollarille ja sen eräpäivä oli 29.8.2014. Asiakas teki 3,7 miljoonan dollarin kaupat suojaussopimuksen mukaisesti 12.8.2014.

Joustava valuuttasuojaus on valuuttatermiinisopimus, jossa sovitaan tulevien valuuttakauppojen kurssi, vaihdettavan valuutan määrä sekä ajanjakso, jonka aikana valuuttakaupat on tehtävä. Sopimus eroaa tavanomaisesta valuuttatermiinistä kahdella tavalla. Ensinnäkin myynti tai osto voi tapahtua minä tahansa asiakkaan valitsemana päivänä sovitun määräajan kuluessa, kuitenkin viimeistään sopimuksessa mainittuna eräpäivänä. Toiseksi myynti tai osto voidaan jakaa osiin, jotka toteutetaan eri päivinä. Tavanomaisessa valuuttatermiinissä valuuttakauppa tapahtuu eräpäivänä. Joustava valuuttasuojaus mahdollistaa siis valuutan myynnin tai oston myös ennen eräpäivää osittain tai kokonaan.

Asiakas ja pankki tekivät 21.10.2014 puhelimitse uuden, 5,9 miljoonan dollarin valuuttasuojauksen, jonka eräpäivä oli 12.12.2014. Asiakas oli samana päivänä yhteydessä pankkiin peruuttaakseen toimeksiannon, mutta se oli jo ehditty toteuttaa eikä pankki peruuttanut sopimusta.

Sopimus suljettiin 11.12.2014 vastakaupalla, mistä asiakasta veloitettiin kurssieron takia 187.196,51 euroa. Asiakas oli siirtänyt öljyn myyntiajankohdan myöhemmäksi eikä sillä ollut siten valuuttasuojauksen sulkeutuessa riittävästi dollareita. Asiakas joutui siten tekemään vastakaupan, josta aiheutui asiakkaalle kurssieron vuoksi tappiota.

Yhtiö solmi pankin kanssa 2.1.2015 kolmannen vastaavan valuuttasuojauksopimuksen, jolla sovittiin 5,0 miljoonan euron suojauksesta. Sopimus toteutettiin 15. ja 22.1.2015. Lisäksi asiakas teki suojauksen ulkopuolisia valuuttakauppoja 19. ja 22.1.2015 yhteensä 3.680.778 eurolla