



Osaamista
ja oivallusta
tulevaisuuden
tekemiseen

Nikolaos Zagorianos

Lainsäädännön tuomien muutosten vaikutus sijoittajansuojaan

Metropolia Ammattikorkeakoulu

Tradenomi

Liiketalouden tutkinto-ohjelma

Opinnäytetyö

Toukokuu 2019

| | |
|---|--|
| Tekijä Otsikko | Nikolaos Zagorianos Lainsäädännön tuomien muutosten vaikutus sijoittajansuojaan |
| Sivumäärä Aika | 32 sivua toukokuu 2019 |
| Tutkinto | tradenomi |
| Tutkinto-ohjelma | liiketalous |
| Suuntautumisvaihtoehto | laskentatoimi ja rahoitus |
| Ohjaaja | |
| <p>Tässä opinnäytetyössä pyrittiin selvittämään, kuinka vuoden 2018 rahoitusmarkkinoita sääntelevän direktiivin muutos vaikuttaa sijoittajansuojaan. Direktiivin tärkeimmät muutokset koskivat läpinäkyvyyttä, henkilökunnan ammattitaidon varmistavia säännöksiä sijoitusneuvontaa tarjottaessa sekä tarkempaa tuotteiden ja palveluiden hallintaa ja soveltuvuutta edellyttävää sääntelyä.</p> <p>Tutkimusmenetelmä oli laadullinen, ja tutkimus toteutettiin tulkitsemalla kerättyä aineistoa ja muodostamalla kokonaisuus tutkittavasta aiheesta. Ennen tutkimusta teoreettisessa viitekehyksessä perehdyttiin asuntomarkkinoiden lainakriisiin sekä sijoitusneuvontaa koskevaan lainsäädäntöön.</p> <p>Tutkimuksessa tarkasteltiin Arvopaperilautakunnan (nykyisin Sijoituslautakunta, joka on osa FINEä, eli Vakuutus- ja rahoitusneuvontaa) riita-asioiden ratkaisujen kehitysvauhtia sekä selvitettiin, miten Arvopaperilautakunta ratkaisisi riita-asian toisin nykyisellä lainsäädännöllä.</p> <p>Tutkimuksen perusteella voitiin päätellä, että sijoittajansuoja on huomattavasti paremmalla tasolla direktiivin uusimman version jälkeen. Arvopaperilautakuntaan vietyt riita-asiat ovat vähentyneet asuntomarkkinoiden lainakriisin jälkeisiltä ajoilta. Tutkimuksessa havaittiin, että sijoituspalvelu- ja sijoitusneuvojan tutkintojen ja arvopaperilautakuntaan vietyjen riita-asioiden välillä on käänteinen riippuvuussuhde. Riita-asioiden ratkaisusuosituksissa olisi myös otettu laajemmin huomioon direktiivin tuomia muutoksia, mikäli ratkaisusuositukset annettaisiin uudelleen.</p> | |
| Avainsanat | MiFID II, sijoitusneuvonta, sääntely, sijoittajansuoja, lainsäädäntö |

| | |
|--|---|
| Author(s) Title | Nikolaos Zagorianos Impact of changes introduced by legislation on investor protection |
| Number of Pages Date | 32 pages 5 May 2019 |
| Degree | Bachelor of Business Administration |
| Degree Programme | Economics and Business Administration |
| Specialisation option | Accounting and Finance |
| Instructor(s) | |
| <p>The purpose of this thesis was to examine, how the Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II, of 2018 affects the investor protection. The main changes to the directive concerned transparency, ensuring the professionalism of the advisory services, and more precise regulation of the management and suitability of products and services.</p> <p>The research method used was qualitative. The study was carried out by interpreting the collected material and aggregating the whole from the subject. The theoretical framework explored the key concepts of housing market loan crisis and investment advisory legislation.</p> <p>The study examined the pace with which the Finnish Securities Complaint Board (now FINE, The Finnish Financial Ombudsman Bureau) has developed dispute resolutions and if the disputes were settled differently following the current legislation.</p> <p>The study concluded that investor protection is much better after the latest version of the directive. Disputes brought to the Finnish Securities Complaint Board have diminished since the housing market loan crisis. The study found that there is an inverse relationship of dependency between investment services and investment advisor qualifications and disputes brought to the Finnish Securities Complaint Board. The dispute resolution recommendations would also be different if the new version of the directive was taken into account.</p> | |
| Keywords | MiFID II, advisory services, regulation, investor protection, legislation |

Sisällys

| | | |
|-----|---|----|
| 1 | Johdanto | 1 |
| 1.1 | Tutkimusaiheen tausta | 1 |
| 1.2 | Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset | 2 |
| 1.3 | Tutkimuksen rajaukset | 2 |
| 1.4 | Tutkimusmenetelmä ja keskeiset lähteet | 3 |
| 2 | Asuntomarkkinoiden lainakriisi ja tarve uudelle lainsäädännölle | 3 |
| 2.1 | Asuntokupla | 3 |
| 2.2 | Asuntolainat | 4 |
| 2.3 | Arvopaperistetut velkakirjat (CDO) | 7 |
| 3 | Sijoitusneuvontaa säätelevä lainsäädäntö | 8 |
| 3.1 | MiFID II | 8 |
| 3.2 | Arvopaperimarkkinalaki | 10 |
| 3.3 | Sijoituspalvelulaki | 11 |
| 3.4 | Finanssivalvonnan rooli | 12 |
| 3.5 | APV-tutkinnot | 13 |
| 4 | Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINE | 14 |
| 4.1 | Ratkaisusuositukset | 15 |
| 4.2 | Selonotto- ja tiedonantovelvollisuus | 17 |
| 4.3 | Tuotehallinta | 20 |
| 5 | Mermaid-joukkolainat | 21 |
| 5.1 | Arvopaperilautakuntaan viety valitus | 22 |
| 5.2 | Pankin näkökanta tapaukseen | 23 |
| 5.3 | Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositus | 24 |
| 5.4 | Päätös nykylainsäädännössä | 25 |
| 6 | Päätäntö | 27 |
| 6.1 | Johtopäätökset | 27 |
| 6.2 | Tutkimuksen luotettavuus | 28 |
| 6.3 | Työn ja oman oppimisen arviointi | 29 |
| 6.4 | Jatkotutkimusaihe | 29 |
| | Lähteet | 30 |

1 Johdanto

1.1 Tutkimusaiheen tausta

Opinnäytetyö käsittelee lainsäädännön tuomien muutosten vaikutusta sijoittajansuojaan. Aihe on ajankohtainen etenkin MiFID II -direktiivin (Markets in Financial Instruments Directive 2) tultua voimaan. MiFID II on käytännössä sijoittajan suojaksi tehty direktiivi, jonka tarkoituksena on varmistaa, että sijoitustuotteita välittävä taho toimii läpinäkyvästi ja eettisesti, eli tavoitteena on parantaa kaupankäynnin läpinäkyvyyttä, tehokkuutta ja luotettavuutta. Sijoitusneuvojan tulee tarjota aina asiakkaan taustaan sopivia tuotteita ja varmistaa, että asiakas ymmärtää, mitä on ostamassa.

MiFID II -direktiiviin tiukasti kytketty sijoituspalvelu- ja sijoitusneuvojan tutkinto varmistaa, että sijoitustuotteita tarjoava taho ymmärtää kansantaloutta, rahoitusmarkkinoita, yritystaloutta, sijoitustuotteita ja sijoittamista, sijoituspalvelujen tarjontaa koskevaa eettiikkaa, sääntelyä ja yksityisoikeuden perusteita sekä sijoittajan verotus sekä perhe- ja perintöoikeuden perusteita. Vaikka MiFID II on tuore direktiivi, on sijoittajien suojaksi ollut aikaisemminkin erilaisia lain takaamia suojia, kuten MiFID I, laki sijoituspalveluyrityksistä sekä arvopaperimarkkina- ja sijoitusrahastolaki. Finanssimaailmaan on kuitenkin luotu uusia sijoitusinstrumentteja, ja MiFID I -direktiivin täytäntöönpanon jälkeen vuonna 2008 alkoi maailmanlaajuinen finanssikriisi. Arvopapereihin liittyvää lainsäädäntöä onkin päivitetty aina tietyin väliajoin finanssimaailman muuttuessa entistä monimutkaisemmaksi. Uutisissa on ollut todella räikeitä tapauksia, joissa sijoittajat ovat menettäneet varojansa erilaisten eturistiriitojen, asiakasluokittelun puutteen tai informaation kertomatta jättämisen vuoksi.

Opinnäytetyön aiheen valinta perustuu henkilökohtaiseen kiinnostukseen sijoitusneuvontatyötä kohtaan. Olen itse tällä hetkellä pankissa töissä, joten aihe tulee tavalla tai toisella päivittäin esiin. Työtehtäviini kuuluu päivittäispalveluiden hoitaminen, ja jatkossa kiinnostus aihealuetta kohtaan tulee viemään urapolun kohti varainhoitoa.

1.2 Tutkimusongelma ja tutkimuskysymykset

Tutkimusongelma rakentuu seuraavan teeman ympärille; toteutuuko sijoittajansuoja, eli ovatko väärinkäytökset vähentyneet uusien lakien ja direktiivien tultua voimaan. Tutkimuksessa on tavoitteena selvittää myös, miten erilaiset riitatilanteet olisi ratkaistu tämänhetkisellä lainsäädännöllä. Teoreettinen viitekehys rakentuu kahden aihealueen ympärille, joista ensimmäinen on Subprime-kriisi ja jälkimmäinen sijoitusneuvontaa koskeva lainsäädäntö.

Tutkimusongelman ratkaisemiseksi olen laatinut seuraavat tutkimuskysymykset:

- Mitkä ovat sijoitusneuvojan vastuut sijoitusneuvonnassa?
- Millä tavalla sijoitusneuvojan pätevyys varmistetaan?
- Mitkä asiat ovat vaikuttaneet lainsäädännön kehitykseen?

1.3 Tutkimuksen rajaukset

Tutkimus on rajattu pelkästään Suomessa tapahtuneisiin riitatilanteisiin, sillä vaikka teoreettisessa viitekehyksessä käyn läpi Yhdysvalloista lähteneen Subprime-kriisin taustaa, ovat kansainväliset oikeustapaukset oma laaja kokonaisuutensa. Subprime-kriisi on kuitenkin vaikuttanut Euroopan unionissa MiFID II -direktiivin kehitykseen, joka on implementoitu tiiviisti Suomen lainsäädäntöön. Riitatilanteiden ratkaisusuosituksia poimin FINEN, eli vakuutus- ja rahoitusneuvontaa antavan organisaation ratkaisurekisteristä. Tutkimuksen ratkaisusuositusten määrän rajasin kolmeen, joista Mermaid-joukkolainat valikoitui tutkimukseen riidan laajuuden sekä sen saaman mediahuomion takia. Kaksi muuta ratkaisusuositusta valikoitui tutkimukseen tapausten monipuolisuuden takia.

Tutkimuksesta on myös rajattu pois IDD, eli vakuutusten tarjoamisesta annettu direktiivi, joka tuli voimaan 23.2.2016. Direktiivi on vakuutustoimintaan liittyvä MiFID II -direktiivin vastine. IDD kumosi kokonaisuudessaan vakuutusedustusdirektiivin, ja direktiivin tarkoituksena on vahvistaa kuluttajansuojaa henkilö-, vahinkovakuutus-, ensivakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnassa. (PWC 2018.)

1.4 Tutkimusmenetelmä ja keskeiset lähteet

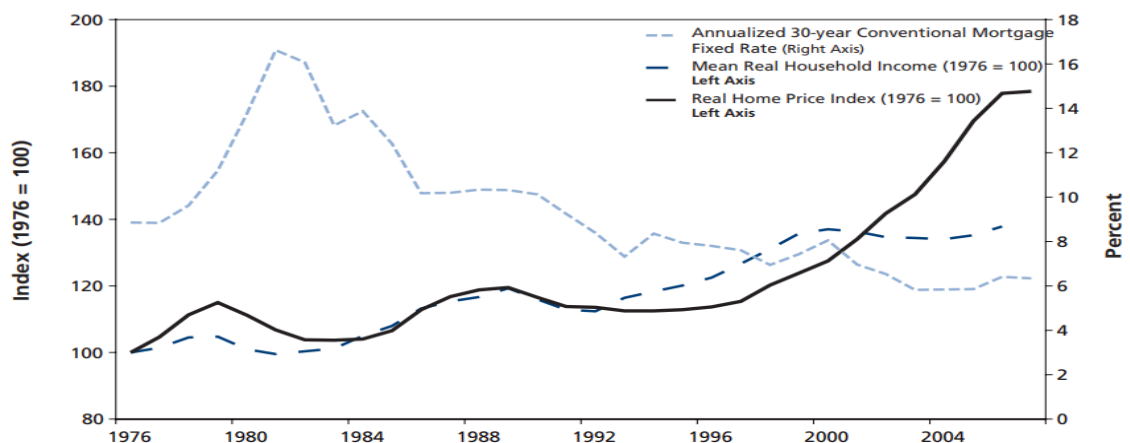
Tutkimus on toteutettu kvalitatiivisella menetelmäsuuntauksella, ja sen teoreettinen viitekehys muodostuu alan lainsäädännöstä ja historiakatsauksesta. Suomen lain tietopankkina toimii pääasiassa oikeusministeriön omistama Finlex, jota käytän aktiivisesti lähteenä. Laadullisessa tutkimuksessa tulkitseen kerättyä aineistoa ja muodostan kokonaisuuden tutkittavasta kokonaisuudesta.

2 Asuntomarkkinoiden lainakriisi ja tarve uudelle lainsäädännölle

2.1 Asuntokupla

Yhdysvalloista lähtöisin oleva asuntomarkkinoiden lainakriisi (jatkossa paremmin tunnettu termi ”Subprime-kriisi”) alkoi vuonna 2007 ja aiheutti vuonna 2008 maailmanlaajuisen taantuman. Kriisi juontaa juurensa 1970-luvun puolivälistä lähtien nousseisiin asuntojen hintoihin. Hinnat kohosivat käytännössä lähes poikkeuksetta vuoteen 2006 saakka. Poikkeuksen muodosti vuosien 1981 – 1982 lama. Asuntojen hinnat nousivat jopa yhdeksän prosenttia vuosivauhtia ennen kuplan puhkeamista, kuten kuviosta 1 voidaan havaita.

FIGURE 1:
Real Home Prices and Real Household Income (1976=100); 30-year Conventional Mortgage Rate



Source: OHFEO; Federal Reserve; Bureau of the Census. Home Prices and Income are deflated by CPI less Shelter.

Kuvio 1. Asuntojen todelliset hinnat ja kotitalouksien todelliset tulot sekä 30 vuoden asuntolainojen korko (Baily & Litan & Johnson 2008, 12).

Asuntojen hintojen nousulle on kolme tekijää. Ensimmäinen tekijä johtuu asuntojen vuosittaisesta loputtomasta hintojen noususta. Se sai ihmiset sijoittamaan asuntoihin, sillä sijoitus vaikutti hyvin turvalliselta, ja olihan lähipiirissä kuitenkin hyvin monella oma asunto. Asuntojen kysyntä kasvoi tämän johdosta, mikä ruokki osaltaan asuntojen hintojen nousua ja aiheutti kierteen. (Baily & Litan & Johnson 2008, 11.)

Toinen tekijä on kotitalouksien tulojen nousu. Tulojen nousu mahdollistaa isompien asuntolainojen nostamisen, mikä myös nostaa asuntojen kysyntää. Vuosina 1995 – 2000 kotitalouksien tulot kasvoivatkin lähes lineaarisesti, kuten kuviosta 1 voidaan havaita. Vuonna 2000 asuntojen hinnat alkoivat nousemaan huomattavasti nopeammin kuin kotitalouksien tulot. Tämä käytännössä tarkoitti sitä, että ihmiset eivät ostaneet tulotasoonsa sopivia asuntoja. Kolmas tekijä koskee vallitsevaa matalaa korkotasoa. Asuntolainojen koroilla oli laskusuuntainen trendi sitten 1980-luvun. Matala korkotaso ruokkii asuntojen kysyntää ja tätä kautta aiheuttaa kuplaa asuntomarkkinoille. (Baily ym. 2008, 11.)

Hyödykekuplille yhtenäistä on se, että ne vahvistavat itseään sykleissä, eli hintojen nousu laukaisee entistä enemmän hintojen nousua. Hyödykekuplat ovat irrallaan reaalityaloudesta, eli tässä tapauksessa tulotasot eivät vastaa asuntojen hintakehitystä. Kuplan ja reaalityalouden välisen suhteen ollessa liian irrallaan toisistaan, kupla puhkeaa ja aiheuttaa mahdollisesti finanssikriisin. (Baily ym. 2008, 12.)

Asuntojen hintojen nousu ei kuitenkaan tapahtunut yhtenäisesti Yhdysvalloissa. Alueet, joilla oli runsaasti vapaata rakennusmaata, eivät kärsineet yhtä nopeasta hintojen noususta, sillä asuntoja rakennettiin enemmän kuin tiheimmin asutuilla alueilla. Harvemmin asutuilla alueilla oli näin ollen enemmän tarjontaa asunnoista. Tiheimmin asutuilla asuinalueilla, kuten Las Vegasissa, Kaliforniassa ja itärannikon kaupungeissa asuntojen hinnat sen sijaan nousivat nopeasti. (Baily ym. 2008, 12 – 13.)

2.2 Asuntolainat

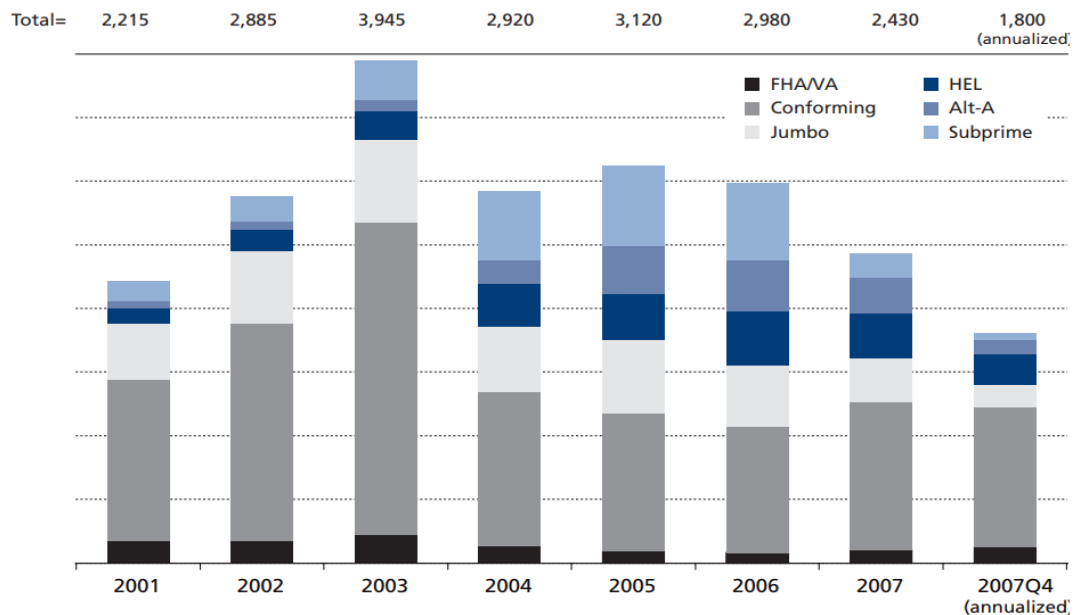
Vuoden 2001 taantuman jälkeen asuntolainoja aloitettiin taas myöntämään entistä enemmän, sillä korot olivat matalalla tasolla ja tämä mahdollisti velkavivun käyttämisen. Asuntojen hinnat olivat nousseet vuosi vuodelta ja velkaraha oli halpaa, joten asuntoihin sijoittaminen koettiin kannattavaksi. Ongelmaksi alkoi kuitenkin muodostumaan se, että

Yhdysvalloissa alkoi kasvamaan sellaisten kuluttajien osuus, joilla ei välttämättä ollut luottotiedot kunnossa, omarahoitusosuutta ei ollut tarpeeksi tai tietoja tuloista ei ollut tai ne olivat puutteellisia. Toisin sanoen ns. prime-lainajien osuus alkoi laskemaan ja ei-prime-lainajien osuus alkoi kasvamaan. Prime-lainajat olivat asiakkaita tai potentiaalisia asiakkaita, joilla oli perusteet lainanottoon, eli maksukyvyssä ei ollut puutteita. (Baily ym. 2008, 14.)

Kuten kuvioista 2 voidaan havaita, ei-prime-lainajat koostuivat subprime-, Alt-A- ja home equity -lainaajista. Näille kolmelle ryhmälle ominaista oli prime-lainajia tiukemmat lainaehdot, eli käytännössä esimerkiksi korkeammat marginaalit. Alt-A-lainajat olivat riskipitoisempi luokka kuin prime-lainajat, sillä heiltä yleensä puuttuivat esimerkiksi dokumentit tuloista. Subprime-lainajilla puolestaan oli useampi riskipitoisuuden vaikuttava tekijä. Home equity -lainajat saivat lainaa asunnon arvon nousua vastaan, ja käyttivät saatua lainaa esimerkiksi kulutusluottoihin. Ei-prime-lainajien kasvun takia, luottolaitokset alkoivat myöntämään asuntolainoja heikommin perustein. (Baily ym. 2008, 14.)

FIGURE 2:

Total Mortgage Originations by Type: with share of each product; billions, percent



Source: Inside Mortgage Finance. HEL is Home Equity Loan.

Kuvio 2. Asuntolainojen tyypit luokittain (Baily ym. 2008, 15).

Vuonna 2001 myönnettyjä prime-lainoja, eli hyvänlaatuisia lainoja oli 85 prosenttia kaikista lainoista. Asuntolainoja oli kaiken kaikkiaan vielä tällöin 2,2 triljoonan dollarin arvosta. Vuonna 2003 asuntolainakannan vuosittainen arvo oli jo 4 triljoonaa dollaria. Hyvänlaatuisia lainoja oli myös 85 prosenttia vuonna 2003. Lainakannan vuosittainen arvo kuitenkin laski kolmeen triljoonaan dollariin vuosina 2004 – 2006. Subprime- ja home equity -lainojen osuus kuitenkin kasvoi suurella vauhdilla, ja vuonna 2004 prime-lainoja oli vain 64 prosenttia. Vuonna 2005 hyvänlaatuisia prime-lainoja oli vain 56 prosenttia, seuraavana vuonna vain 52 prosenttia. Käytännössä vuonna 2006 jo lähes puolet lainoista oli ns. roskalainoja. (Baily ym. 2008, 14 – 15.)

Etenkin vuosina 2004 – 2005 lainanmyöntökriteereitä alettiin löystyttämään, mikä johti siihen, että kotitaloudet saivat lainaa jopa ilman omarahoitusosuutta, eli velkaisuusaste oli jopa 100 %. Korkean velkaisuusasteen luottoja kohdistettiin ei-prime, eli heikon maksukyvyyn omaaviin asiakkaisiin, ja yleensä ehdot näissä lainoissa olivat huonot, eli luottoista joutui maksamaan korkeampaa korkoa, mikä johti suurempiin maksueriin. Lainanmyöntäjät alkoivat kuitenkin kiertämään ongelmaa luomalla vaihtuvakorkoiset Subprime-asuntolainat (ARM), joissa oli pienet lyhennyserät ensimmäiset vuodet, minkä jälkeen lyhennyserät palautuisivat normaalitilaan. Kyseessä oli siis ”maistiaisen”, jolla saatiin etenkin ei-prime-asiakkaat nostamaan lainoja. Lainaajille myös uskoteltiin, että muutama vuoden jälkeen ”maistiaisen” päätyttyä, laina voitaisiin uudelleenjärjestellä suopeammilla ehdoilla, sillä lainanmyöntäjät uskottelivat asuntojen hintojen kohoavan 10 prosentista 20 prosenttiin. Tällöin velkaisuusaste pienenisi asunnon arvonnoususta johtuen. (Baily ym. 2008, 17.)

Huonon maksukyvyyn omaavan asiakasryhmän kasvaessa, yleistyivät myös ARM-lainat. Kyseisten Subprime-lainojen osuus kaikista Subprime-lainoista yleistyi vuoden 1999 takaisesta 51 prosentista aina 81 prosenttiin vuonna 2006. Alt-A-lainat puolestaan kasvoivat 6 prosentista 70 prosenttiin samalla ajanjaksolla. Keskimääräinen velkaisuusaste, eli lainamäärän suhde kohteen arvoon kasvoi 79 prosentista 86 prosenttiin. Samaan aikaan alkoi myös yleistymään petokset lainanantajien ja -ottajien välillä. Lainanottajien motiivina oli saada parempi luottoluokitus ja lainanantajien motiivina provisiopalkka. Vuonna 2000 ilmoitettujen petosten määrä oli noin 3 500 ja vuonna 2007 jopa 53 000. Monet lainanottajat valehtelivat omista tuloistansa ja siitä, aikoivatko he asua ostamassaan talossa. Luottoluokituksia myös manipuloitiin hyvän luottoluokituksen omaavan sukulaisen tai ystävän lainatakauksilla. Keinottelijat eivät välttämättä aikoneet asua taloissa, joihin

he nostivat lainan, vaan tarkoituksena oli vuokrata tai myydä asunto. Tieto lainan käyttötarkoituksesta on tärkeä, sillä näin lainanantaja voi antaa oikean luottoluokituksen. Pestosten osapuolet olivat kuitenkin useimmiten linkittyneet toisiinsa. Provisiopalkan saava lainanantaja saattoi suositella kiinteää kuukausipalkkaa saavaa todennäköisemmin lainanottajaa antamaan vääriä tietoja lainannostovaiheessa. (Baily ym. 2008, 18.)

Yhdysvaltojen keskuspankki aloitti ohjauskoron vaiheittaisen nostamisen aina vuoden 2005 prosenttien tasolta vuoden 2006 5,25 prosenttien tasolle. Asuntojen hinnat alkoivat laskea voimakkaasti vuoden 2006 keväällä (Kanniainen & Malinen 2009, 29.) Elokuussa 2008 9,2 prosenttia asuntolainakannan asuntolainojen maksuista oli joko laiminlyöty tai asuntoja ulosmitattu (MBAA 2008). Syyskuussa 2008 tämä luku oli noussut jo 14,4 prosenttiin (MBAA 2009). Vuoden 2007 elokuun ja 2008 syyskuun välissä 936 439 asuntoa oli ulosmitattu. (MBAA 2009).

Korttitalo alkoi kaatumaan, sillä koko asuntokupla oli perustunut ajatukseen, että asuntojen hinnat jatkavat kasvuaan loputtomasti, ja mikäli maksuvaikeuksia ilmenisi, asunto pystyttäisiin myymään aina kalliimmalla, kuin mitä siitä on maksettu. Yhtäkkiä velkaa oli enemmän kuin asunnon arvo, ja aikaisemmin mainitut ”maistiaiset” olivat päättymässä. (Kanniainen & Malinen 2009, 37.)

2.3 Arvopaperistetut velkakirjat (CDO)

Perinteisessä vanhassa mallissa asuntoluotot myönnettiin talletuspankkien toimesta ja varat luottojen myöntämiseen saatiin asiakkaiden talletuksista. Tässä mallissa talletuspankit ottivat kolme malliin liittyvää riskiä, joita ovat velan takaisinmaksun laiminlyönnin riski, velan ennenaikaisen maksamisen riski ja korkomuutosten riski. Malli kuitenkin tuli talletuspankeille hyvin kalliiksi, sillä koska lainat oli lainoitettu omasta taseesta, tuli lainojen valvominen kalliiksi sekä uusia lainoja pystyi myöntämään vain rajoitetusti. Vanha malli kuitenkin hajosi 1980-luvulla. (Baily ym. 2008, 22.)

Vanhan mallin tilalle tuli uusi malli, jossa asuntoluotot saatiin likvidimpään muotoon arvopaperistamalla, eli paketoimalla yksittäiset asuntolainat yhteen ja myymällä ne eteenpäin investointipankeille. Termillä arvopaperistaminen tarkoitetaan asuntoluottokriisin

yhteydessä erittäin vaikean struktuurin omaavaa CDO-lainaa (collateralized debt obligation), eli vakuudellista velkasitoumusta, joka on johdettu useasta eri vakuudellisesta lainasta. (Baily ym. 2008, 27.)

CDO-paketointi ei ole uusi käsite, sillä ensimmäisen CDO-paketoinnin teki asuntorahoituslaitos Ginnie Mae vuonna 1970. Käytäntö yleistyi kuitenkin 1990- ja 2000-luvulla. (Karlo 2008, 187.) Paketoinnilla on saatu lainanantoon lisää menekkiä, mutta varjopuolena on ollut se, että riskiä on siirretty pois pankeilta. CDO-paketteja, eli vakuudellisia velkasitoumuksia alettiin myymään eteenpäin jälkimarkkinoilla sijoittajille, kuten eläkerahastoille ja henkivakuutusyhtiöille. Varsinaiseksi ongelmaksi paketointi muodostui vasta, kun Subprime- sekä Alt-A -asuntolainoja alettiin paketoimaan. Korkojen noustessa, myös CDO-markkinat kokivat romahduksen. Tässä vaiheessa pankkien keskinäinen luottamus alkoi olemaan vaakalaudalla, minkä takia pankit eivät juurikaan enää lainanneet rahaa toisilleen, mistä kehkeytyi pitkään kestänyt finanssikriisi. (Baily ym. 2008, 23 – 25.)

3 Sijoitusneuvontaa säätelevä lainsäädäntö

3.1 MiFID II

MIFID II -direktiivi on lyhenne sanoista ”Markets in Financial Instruments Directive 2”. Direktiivi korvaa MiFID I -direktiivin, joka astui alun perin voimaan vuonna 1.11.2007 tarkoituksena tuoda uutta sääntelyä rahoitusvälineillä käytävään kauppaan sekä sijoituspalvelun tarjoamiseen. MiFID I:n katsottiin kuitenkin jääneen jälkeen rahoitusalan teknologisesta kehityksestä ja vuonna 2008 alkanut finanssikriisi paljasti direktiivistä heikkouksia. Tämän takia direktiivistä luotiin uudistettu versio, joka parantaa kuluttajan- ja sijoittajansuojaa entisestään. Uudistettu direktiivi tuli voimaan 3.1.2018 Euroopan unionin sisällä. (Hallituksen esitys 2017.)

MiFID II -direktiivin suurimmat erot vanhentuneeseen MiFID I -direktiiviin ovat sijoitusneuvontaa antavan yrityksen pakollisuudesta ilmoittaa sijoitusneuvonnan riippuvuudesta sekä se, että sijoitusneuvontaa tarjoavalla luonnollisella henkilöllä on oltava riittävä tietämys velvoitteiden täyttämisestä. (Hallituksen esitys 2017.)

MiFID II -direktiivi koostuu seuraavista aiheista:

- selonottovelvollisuus
- tiedonantovelvollisuus
- asiakasluokittelu
- riippumaton sijoitusneuvonta
- kannustimet ja eturistiriidat
- tuotehallinta
- pätevyysvaatimukset.

Sijoitusneuvojan tulee tehdä soveltuvuusarviointi sijoitustuotteita ostavasta tahosta, eli neuvojalla on selonottovelvollisuus. Asiakkaalle tulee tarjota vain hänelle soveltuvia sijoitustuotteita ja -palveluita. Soveltuvuusarvioinnissa tulee selvittää asiakkaan taloudellinen asema, sijoituskokemus ja -tietämys sekä tavoitteet. Mikäli soveltuvuusarviointia ei pystytä tekemään, on palveluntarjoajan kieltäydyttävä toimeksiannosta. Asiakkaalle on myös ilmoitettava, mikäli sijoitusneuvoja kokee sijoituskohteen olevan epäedullinen asiakkaalle. (Nordea 2019.)

Sijoitusneuvojalla on sijoitustuotteiden kuluja koskeva tiedonantovelvollisuus. Kulurakenteen tulee olla läpinäkyvä, eli kulut on ilmoitettava sekä prosentteina ja euroina. Kulurakenteeseen kuuluvat myös pankin kannustimet ja tieto siitä, miten kulut vaikuttavat sijoituksen tuottoon. Tiedonantovelvollisuuden takia kustannusten vertailu on helpompaa ja asiakas ymmärtää kulut ja niiden vaikutuksen tuottoon. (Taaleri 2018.)

Asiakasluokittelun tarkoituksena on luokitella asiakkaat ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakasluokkiin. Ei-ammattimaiset asiakkaat kuuluvat Sijoittajien korvausrahas- ton piiriin. Rahaston tarkoituksena on korvata sijoittajalle aiheutuneet menetykset, mikäli rahaston jäsen ei ole toiminut MiFID II -direktiivin mukaisesti. Ei-ammattimaisille sijoittajille tulee myös tarjota huomattavasti kattavammat tiedot toimeksiannosta. Asiakasluo- kan voi tarvittaessa muuttaa hakemuksella kirjallisesti. (Nordea 2019.)

Sijoitusneuvoja voi tarjota ei-riippumatonta ja riippumatonta sijoitusneuvojaa. Riippumat- tomat sijoitusneuvojat eivät saa ottaa vastaan palkkioita tai muita etuja kolmansilta osa- puolilta. Ei-riippumattomat sijoitusneuvojat voivat puolestaan ottaa vastaan palkkioita ja etuja, mutta tällöin kannustimista tulee raportoida asiakkaalle. Riippuvuussuhteesta on myös ilmoitettava asiakkaalle. (Salkunrakentaja 2017.)

MiFID II -direktiiviin lukeutuu myös tuotehallinnan oikeanlainen tarjoaminen. Sijoitusneuvojan tulee tarjota oikeanlaista tuotetta riippuen asiakasluokasta, asiakkaan tietämyksestä ja kokemuksesta, riskinkantokyvystä sekä tavoitteista. Sijoitustuote tulee siis määrittää oikeasta kohdemarkkinasta.

Direktiivi asettaa pätevyysvaatimukset sijoitusneuvojalle. Tällä pyritään varmistamaan, että sijoitusneuvoja toimii asiantuntevasti ja sijoittajansuoja toteutuu. Sijoituspalveluyrityksen tulee varmistaa pätevyystaso Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeiden mukaisesti. Ohjeistuksen mukaisesti sijoitusneuvojalla tulisi olla vähintään puolen vuoden työkokemus. Sijoitusneuvojan tulee myös tietää tarjoamiensa sijoitustuotteiden ominaisuudet, riskit, kulut sekä mahdolliset veroseuraamukset. Sijoitusneuvojalta odotetaan myös tietämystä rahoitusmarkkinoiden toiminnasta. Käytännössä pätevyuden varmistamiseksi on ollut yleisenä käytäntönä suorittaa sijoituspalvelututkiminto (APV). Tutkimintoja on kaksi kappaletta riippuen tehtävien vaativuustasosta; APV1 ja APV2. APV-tutkimintojen aihealueet koostuvat kansantaloudesta, rahoitusmarkkinoista, yritystaloudesta, sijoitustuotteista, arvopaperimarkkinasääntelystä, yksityisoikeudesta, perhe- ja perintöoikeudesta sekä sijoittajan verotuksesta. (Aalto EE 2019.)

3.2 Arvopaperimarkkinalaki

Arvopaperimarkkinalaki säätelee sijoitusneuvontaa antavan yrityksen toimintaa, eli lailla säännellään arvopapereiden liikkeelle laskemista, niiden vaihdantaa ja selvitystoimintaa sekä kaupankäynnin järjestämistä (Arvopaperimarkkinalaki 2012).

Arvopaperimarkkinalain ensimmäisessä osiossa on lain yleiset säännökset. Sijoitusneuvoja ei saa toimia hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti ja on vastoin lakia antaa totuudenvastaista tai harhaanjohtavia tietoja. Sijoitusneuvojalla on myös arvopaperimarkkinalaissa tiedonantovelvollisuus. Mikäli totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi jälkepäin, on sijoitusneuvojan oikaistava virhe viivytyksettä. Tieto arvopapereiden arvoon olennaisista vaikuttavista tekijöistä on pidettävä esillä tasapuolisesti ja johdonmukaisesti. Arvopaperimarkkinalain säännösten ja määräysten noudattamista valvoo Finanssivalvonta. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 1 luku.)

Arvopaperimarkkinalain ensimmäisessä osiossa annetaan myös tarkat määrittelyt lain soveltamiseen. Arvopaperilla tarkoitetaan vaihdantakelpoista yleisesti liikkeeseen las-

kettua useiden samansisältöisten oikeuksien omaavaa arvopaperia, joka voi olla esimerkiksi osakeyhtiön osake, joukkovelkakirja, muu arvopaperi tai rahasto-osuus. Arvopaperilla ei kuitenkaan tarkoiteta asunto-osaketta. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 1 luku.)

Lain toinen osio sisältää esitteen, soveltamisalan, määritelmät sekä esitteen julkaisemisen sisältöineen. Arvopapereita tarjoavan yrityksen on julkaistava arvopapereita koskeva esite. Poikkeuksena arvopapereita koskevaa esitettä ei tarvitse julkaista, mikäli arvopapereita tarjotaan Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan enintään kahdeksan miljoonan euron suuruinen määrä. Poikkeusta käytettäessä ja vastikkeen ollessa vähintään miljoona euroa 12 kuukauden aikana yhteenlasketusta vastikkeesta, arvopaperin tarjoajan tulee toimittaa Finanssivalvonnalle perustietoasiakirja, joka sisältää tiedot liikkeeseenlaskijasta ja arvopapereista. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 2 luku.)

Lain kolmannessa osiossa säädetään tiedonantovelvollisuuksista, joita ovat jatkuva tiedonantovelvollisuus, säännöllinen tiedonantovelvollisuus, muut tiedonanto- ja erityisvelvollisuudet, huomattavien omistus- ja äänioikeuksien ilmoittaminen sekä säänneltyjen tietojen julkistaminen ja saatavilla pito. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 3 luku.)

Lain neljännessä osiossa säädetään julkisista ostotarjouksista ja tarjousvelvollisuudesta. Kyseisen osion lainsäädännön tarkoitus on kohdella kohdearvopaperin haltijoita tasapuolisesti. Viidennessä osassa säädetään markkinoiden väärinkäytöstä, eli sisäpiirintiedosta, sisäpiirikaupoista, sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta, markkinoiden manipuloinnista ja niitä koskevista poikkeuksista. Kuudennessä osassa säädetään seuraamuksista, muutoksenhausta sekä erinäisistä säännöksistä. (Arvopaperimarkkinalaki 2012, 4-6 luvut.)

3.3 Sijoituspalvelulaki

Sijoituspalvelulakia sovelletaan liiketoimintaan, jossa tarjotaan sijoituspalvelua tai harjoitetaan sijoitustoimintaa. Tämä laki on jaettu neljään osaan, joista ensimmäinen osa koostuu yleisistä säännöksistä ja oikeudesta tarjota sijoituspalveluja. Toinen osa ottaa kantaa toimintaedellytyksiin, hallintoon ja ohjaukseen sekä toiminnan järjestämiseen. Kolmas osa koostuu menettelytavoista ja korvausrahastosta. Neljäs osa koostuu salassapidosta, erinäisistä säännöksistä ja seuraamuksista. (Sijoituspalvelulaki 2012.)

3.4 Finanssivalvonnan rooli

Finanssivalvonnan roolista säädetään laissa. Finanssivalvonnan tehtäviin kuuluu finanssimarkkinoiden vakauden edellyttämä luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten ja muiden valvottaviksi säädettyjen vakaa toiminta, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Finanssivalvonta onkin rahoitus- ja vakuutusmarkkinoita valvova viranomainen (Laki Finanssivalvonnasta 2008, 3 §.)

Finanssivalvonnan tulee myös finanssivalvonnasta annetun lain mukaan edistää hyvien menettelytapojen noudattamista finanssimarkkinoilla sekä edistää yleisön tietämystä finanssimarkkinoista. Finanssivalvonnan on valvottava, että luottolaitokset ja muut finanssimarkkinoilla toimivat tahot noudattavat niihin sovellettavaa markkinointia ja sopimusehtoja sekä toimivat hyvän tavan mukaisesti. Finanssivalvonnalla on huomattavasti valtaa käytettävissään virheitä havaittaessa. Finanssivalvonta voi esimerkiksi peruuttaa yrityksen toimiluvan ja rajoittaa yrityksen toimintaa. Aikaisemmin mainittu arvopaperilaki täydentää finanssivalvontaa koskevia säädöksiä, etenkin luottolaitosten selvitysvelvollisuutta koskevissa asioissa. (Eduskunta 2009.)

Kaiken kaikkiaan finanssivalvonnalla on niin merkittävä asema, koska pahimmassa tapauksessa valvonnan puute tai asioiden hoitaminen huonosti voi johtaa perustavanlaatuisen vahinkoon Suomen taloudelliselle järjestelmälle, luottolaitoksille ja yksityisille sijoittajille. (Eduskunta 2009.)

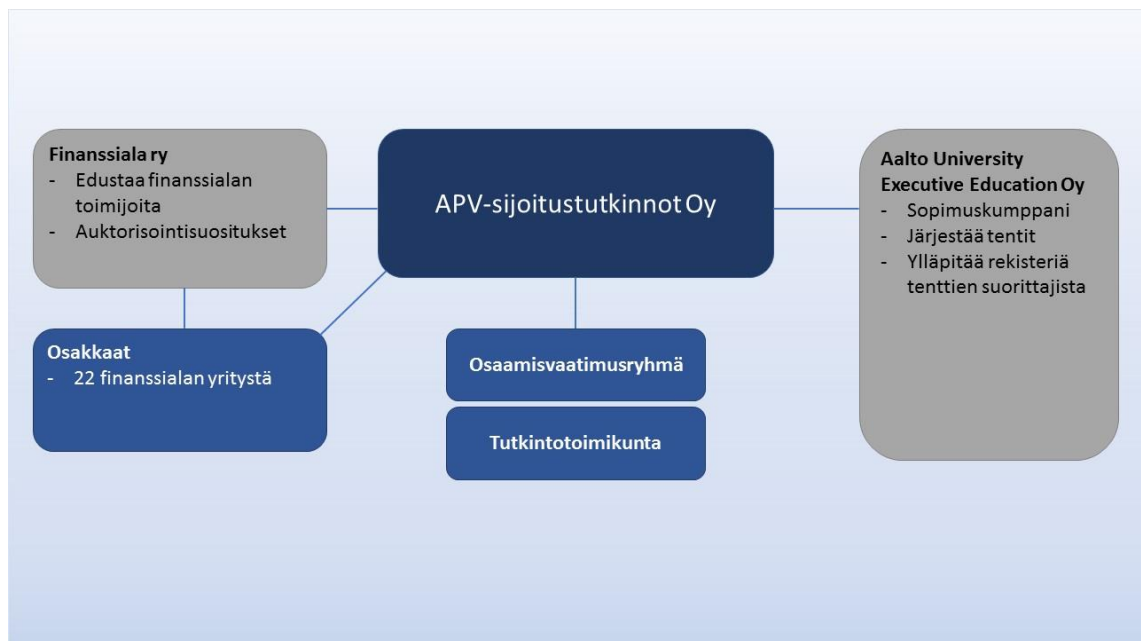
Finanssivalvonnan toimintaa ohjaavat seuraavat lait:

- Laki Finanssivalvonnasta (878/2008)
- Laki Finanssivalvonnan valvontamaksusta (879/2008)
- Valtion maksuperustelaki (150/1992)
- Hallintolaki (434/2003)
- Laki viranomaisen toiminnan julkisuudesta (621/1999). (Finanssivalvonta 2019.)

3.5 APV-tutkinnot

Arvopaperivälittäjien yhdistys ry aloitti vuonna 2000 järjestämään puolueettomia sijoitusalan ammattilaisille suunnattuja tutkintoja. Yhdistys liittyi osaksi Finanssialan Keskusliittoa (nykyisin Finanssiala ry) vuonna 2009. Vuonna 2010 Finanssialan Keskusliitto perusti APV-tutkinnot Oy:n. (Valjakka 2016, 8.)

APV-sijoitustutkinnot Oy vastaa APV-tutkintojen sisällöstä sekä ajantasaisuudesta. Yhtiön omistaa suuret pankkiryhmittymät ja sillä on 22 osakasta. APV-sijoitustutkinnot Oy on myös osa Finanssiala ry:tä. Aalto University Executive Education puolestaan vastaa tutkintojen toteutuksesta. Tentit päivitetään kahdesti vuodessa osaamisvaatimusryhmän toimesta, ja ryhmä vastaa myös tutkintojen sisällöstä sekä tenttien oikaisuvaatimuksista. Varsinaista tutkintojärjestelmää ylläpitää tutkintotoimikunta, eli kuviossa 3 havainnollistetut merkittävät finanssialan instituutiot. (APV-sijoitustutkinnot Oy.)



Kuvio 3. APV-sijoitustutkinto Oy:n yhtiö rakenne (APV-sijoitustutkinnot Oy).

MiFID II -direktiivi asetti vaatimuksia sijoituspalveluita tarjoaville yrityksille. Sijoitusneuvojalla tulee olla riittävä tietämys ja pätevyys, mikäli hän tarjoaa sijoitusneuvoja, myy tai välittää tietoja rahoitusvälineistä, strukturoiduista talletuksista, sijoituspalveluista tai oheispalveluista. (Aalto EE 2019.) Finanssiala ry suosittelee, että sijoituspalvelutehtävissä työskentelevä henkilöstö suorittaisi sijoituspalvelututkinnon, eli APV1-tutkinnon

tai mikäli työtehtävät ovat vaativammat, sijoitusneuvojan tutkinnon, eli APV2-tutkinnon. Kyseisillä tutkinnoilla voidaan varmistaa henkilöstön pätevyys sijoituspalvelutehtävissä. APV2-tutkinnon ero APV1-tutkintoon on syventävä osaaminen rahoitusmarkkinoita ja rahoitusinstrumentteja sekä sijoitustoimintaan liittyvää verotusta kohtaan. APV2-tutkinto onkin sijoituspalvelututkinnon jatkotutkinto. (Aalto EE 2019.)

APV1- ja APV2-tutkinnot koostuvat oheisista aihealueista:

- kansantalous ja rahoitusmarkkinat
- yritystalous
- sijoitustuotteet ja sijoittaminen
- sijoituspalvelujen tarjontaa koskeva etiikka, sääntely ja yksityisoikeuden perusteet
- sijoittajan verotus sekä perhe- ja perintöoikeuden perusteet. (Aalto EE 2019.)

APV-pätevyyden antavan tentin voi suorittaa digitaalisesti useassa toimipisteessä. Tenteissä on 100 monivalintakysymystä ja vastausvaihtoehtoja on neljä. Tenttiaika on kolme tuntia. Tentin läpäisemiseksi vaaditaan 60 prosenttia oikeita vastauksia. Ruotsin Swed-Sec-licens -tutkinto vastaa APV-tutkintoa, joten pätevyys on voimassa myös Ruotsissa. (Aalto EE 2019.)

Kansainvälisissä vertailuissa APV-sijoituspalvelututkinnot ovat laadultaan Euroopan korkeinta tasoa, ja ne noudattavat ESMA:n MiFID II -direktiiviin pohjautuvaa ohjeistusta. Tentteihin osallistujista vain noin 70 prosenttia läpäisee tentin hyväksytysti. Korkea vaatimustaso on tarkoituksenmukaista, sillä tarkoituksena on, että lisensoitavalla henkilöllä on riittävät toimintavalmiudet. (Valjakka 2016, 27.)

4 Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINE

FINE on Kilpailu- ja kuluttajaviraston, Finanssivalvonnan ja Finanssiala ry:n muodostama asiakasneuvontatoimisto ja riidanratkaisuelin, joka toimii vaihtoehtona tuomioistuintuomille, ja joka käsittelee ratkaisukäytännöillään vakiintuneita ja oikeudellisesti selkeitä riitoja toimistomenettelynä sekä lautakunnissa. FINEn palvelut on tarkoitettu nimestään johdateltuna finanssialan asiakkaille, eli vakuutusyhtiöiden, pankkien, arvopaperinvälit-

täjien ja sijoituspalveluita tarjoavien yritysten asiakkaille. Ratkaisut riitoihin ovat suositusluonteisia ja palvelut ovat maksuttomia. FINEen kuuluvat Vakuutus- ja rahoitusneuvonta sekä Vakuutuslautakunta, Pankkilautakunta ja Sijoituslautakunta. (FINE 2019a.)

4.1 Ratkaisusuositukset

Tutkimusongelman vastauksen selvittämiseksi tutkin muutamia FINEen ratkaisusuosituksista ajalta ennen MiFID II -direktiiviä sekä tarkastelen, miten riidat ratkaistaisiin MiFID II:n tultua voimaan. Tutkimuksen kannalta on myös olennaista tutkia ratkaisujen kehitysvauhtia ja syitä ratkaisusuositusten vähenemiseen.

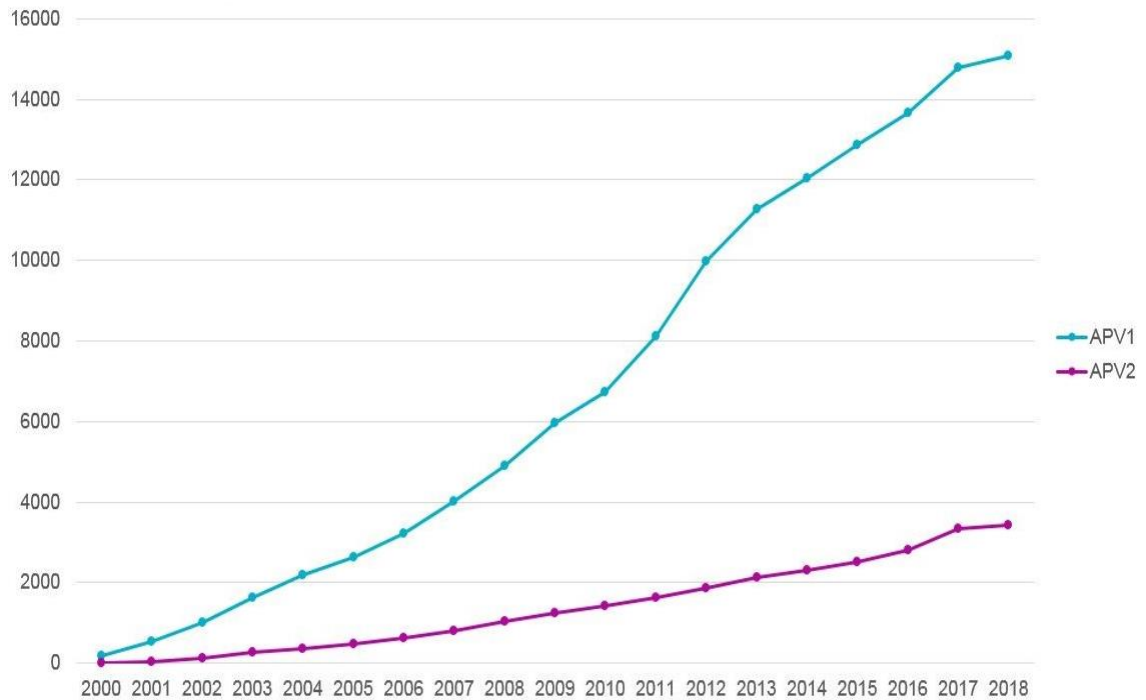
Taulukosta 1 voidaan havaita, että kaiken kaikkiaan FINE on antanut 300 sijoitustoimintaan liittyvää ratkaisua. Tutkimus rajataan tutkimuksen kannalta olennaisimpien kategorioiden alle, eli arvopaperinvälitystoimintaan ja sijoituspalveluiden tarjoamiseen. Itse arvopaperinvälitystoimintaan liittyviä ratkaisuja on tehty 78 kappaletta ja sijoituspalveluiden tarjoamiseen liittyviä 139 kappaletta. Yhteensä valituissa kategorioissa ratkaisusuosituksia on 217 kappaletta. (FINE 2019b.)

Taulukko 1 Ratkaisusuositusten kategoriat (FINE 2019b).

| Kategoria | Kpl |
|--------------------------------------|-----|
| Arvopaperin liikkeeseenlaskija-asiat | 10 |
| Arvopaperinvälitystoiminta | 78 |
| Omaisuudenhoitotoiminta | 39 |
| Sijoituspalvelun tarjoaminen | 139 |
| Sijoitusrahastotoiminta | 21 |
| Tilinhoitajayhteisötoiminta | 13 |

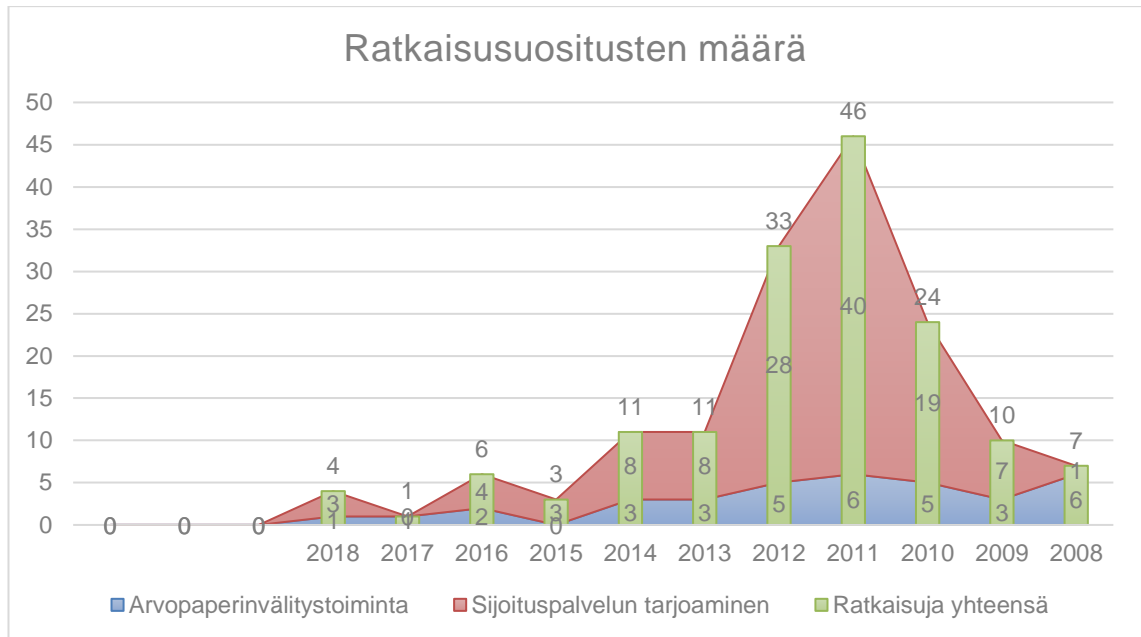
Yhteensä 300

Ratkaisusuositukset ovat vähentyneet huomattavasti viime vuosina APV-tutkintojen yleistyessä, kuten kuviosta 4 voidaan havaita. Vuonna 2011 ratkaisusuosituksia oli yhteensä hurjat 46 kappaletta. Samana vuonna APV1-tutkinnon suorittaneiden määrä kasvoi edellisvuoden tasosta huomattavaa vauhtia. Vuonna 2010 vain 764 henkilöä suoritti APV1-tutkinnon, ja vuonna 2011 luku oli jo 1396. Seuraavana vuonna luku oli 1844. (Aalto EE 2019.)



Kuvio 4. Sijoituspalvelualan tutkinnon suorittaneet kumulatiivisesti (Aalto EE 2019).

Kuviosta 5 voidaan havaita MiFID I -direktiivin heikkouksia, joita vuoden 2008 finanssikriisi paljasti. Vuonna 2018 voimaantulleen MiFID II -direktiivin tavoitteena oli korjata nämä heikkoudet liittyen tuotehallintaan, strukturoitujen talletusten sääntelyyn, riippumattomaan sijoitusneuvontaan ja kannustimien käyttöön sekä tiedonantovelvollisuuden laajentamiseen. Kuviossa havaitut FINEn ratkaisut tulivat hieman viiveellä finanssikriisin jälkeen.



Kuvio 5. Ratkaisusuositusten määrät vuosittain (FINE 2019b).

4.2 Selonotto- ja tiedonantovelvollisuus

Arvopaperilautakunnan diaarinumeron 2/16 tapaus sijoittuu vuoteen 2016 ja ratkaisusuositus ottaa vahvasti kantaa selonotto- ja tiedonantovelvollisuuteen. Tapauksessa pankki oli kutsunut asiakkaan keskustelemaan sijoitusasioista vuosina 2014 ja 2015. Asiakkaalla ei ole aikaisempaa taustaa sijoittamisesta, joten hänen voisi sanoa olevan varsin kokematon sijoittaja. Ensimmäiset kokemukset sijoittamisesta asiakas sai saadessaan osituksessa osakkeita. Tapaamisessa asiakas oli antanut pankille luvan myydä osituksessa saatuja osakkeita ja merkitä niiden tilalle pankin omia rahasto- ja säästöhenkivakuutus tuotteita. Asiakkaalle aiheutui osakkeiden myynnistä 29 088 euron luovutusvoittovero. (FINE 2016a.)

Asiakas koki tilanteen niin, että pankki oli laiminlyönyt selonottovelvollisuuden ja näin ollen jättänyt selvittämättä asiakkaan sijoitustietämyksen ja tavoitteet. Toimeksiantoon liittyvistä veroseuraamuksista ei ollut myöskään kerrottu. Asiakas vaati pankkia korvaamaan veroseuraamuskulut sekä saattamaan hänet asemaan, jossa hän oli ennen osakkeiden myyntejä. (FINE 2016a.)

Asiakkaan mukaan osakkeet ositettiin hänelle, jotta osakkeista saatavat osingot täydensivät hänen pientä eläkettään. Ajatuksena myös oli, että osakkeet lahjoitettaisiin vähi-tellen asiakkaan lapsenlapsille verotta. Osakemyynnit tapahtuivat itse tapaamisen ai-kana, minkä vuoksi asiakas ei ehtinyt keskustella asiasta lähiomaisten kanssa. Pankilla myös oli tiedossa asiakkaan ruotsinkielisyys, mutta keskustelut pankissa käytiin suo-meksi. Asiakas ei ymmärtänyt myyvänsä osakkeita ja luotti, että pankin edustaja toimii aiotulla tavalla. Osakkeiden myynnit selkenivät asiakkaalle vasta kun verottaja pyysi li-säselvitystä osakkeiden myynneistä. Veroseuraamuksista pankki ei kertonut asiakkaalle, vaikka pankilla oli hallussa peru- ja osituskirjat. Myöhemmin asiakkaan keskustellessa pankin edustajan kanssa, edustaja kertoi, että suositus toimeksiantoa kohtaan olisi to-dennäköisesti ollut toisenlainen, mikäli verojen suuruudesta olisi ollut tieto. (FINE 2016a.)

Pankki kiisti asiakkaan väitteet ja totesi, että pankin edustaja oli antanut asiakkaalle si-joitusneuvontaa, ja tämän perusteella asiakas oli itse antanut toimeksiannot. Asiakkaan yksilölliset olosuhteet oli otettu huomioon säännösten mukaisesti ja sijoitustuotteiden asi-anmukaiset tiedot oli annettu sekä verotuksellisiin seikkoihin oli kiinnitetty huomiota. Pankin mukaan asiakas oli tapaamisessa tuonut esille, että hän on varovainen sijoittaja, joka ei seuraa markkinoita ja näin ollen toivoo helppoa ratkaisua. Tämän perusteella pankki ehdotti ensimmäisessä tapaamisessa osakesijoitusten pienentämistä, ja korkosi-joituksia riskin pienentämiseksi. Myyntivoittoveroa varten asiakkaalle avattiin määräai-kaistili. Vasta toisessa tapaamisessa asiakas oli tuonut esille lapsenlapsille toimitettavat osakelahjoitukset. Toisessa tapaamisessa hän jatkoi osakkeiden myyntiä ja sijoitti reali-soidut varat säästöhenkivakuutukseen. Itse tapaamisessa asiakas ei ollut tuonut ilmi, että hän tarvitsisi miettimisaikaa tai, että hän ei olisi ymmärtänyt keskusteluja tai toimek-siantoja. Pankin mukaan asiakas ei ollut myöskään kertonut, että asiakas haluaisikin pi-tää osakesijoitukset. Pankki myös kertoi vastineessaan, että asiakas pystyy lahjoitta-maan nykyisiä sijoituksiaan tai nostamaan verovapaasti säästöhenkivakuutuksen pää-omaa. Pankin näkemyksen mukaan veroseuraamuksien korvaamiselle ei ollut perus-tetta, sillä mikäli asiakas myisi jatkossa ostamansa tuotteet, maksaisi asiakas vain uu-desta tuotosta, eli hän saisi siihen asti kertyneen tuoton käyttöönsä verotta. (FINE 2016a.)

Arvopaperilautakunta katsoi, että tapauksessa selonottovelvollisuus täyttyi. Kummankin tapaamisen yhteydessä oli laadittu säästämisen ja sijoittamisen suunnitelmat. Pankki on

suositellut saamiensa tietojen pohjalta tuotteita sekä perustellut suosituksensa. Varsinaisissa asiakirjoissa ei ollut asiakkaan allekirjoitusta, ja ne oli laadittu suomeksi. Asiakirjat oli kuitenkin postitettu asiakkaalle. Lautakunta totesi, että asiakirjoista selvisi asiakkaan perhetausta, tavoitteet ja varallisuuden jakautuminen, mutta ei varsinaisesti mitään salkun sisältöön kohdistuvista toiveista tai myyntirajoituksista. Lautakunta katsoi, että asiakirjat ovat riittävät selonottovelvollisuuden täyttymiseen, sillä asiakas ei ollut moittinut asiakirjojen sisältöä. (FINE 2016a.)

Arvopaperilautakunta totesi, että tiedonantovelvollisuus ei täysin täytynyt pankin puolelta. Lautakunnan mukaan pankilla ei ole velvollisuutta antaa yksilöllistä veroneuvontaa, vaan riittävää on, että pankki kiinnittää asiakkaan huomion toimeksiannoista koituviin mahdollisiin veroseuraamuksiin. Ensimmäisellä tapaamiskerralla asiakkaalle luotiin määräaikaistili veroseuraamuksia varten. Toisessa tapaamisessa veroihin ei ollut erikseen varauduttu ja lautakunnan mukaan pankin olisi pitänyt kiinnittää asiakkaan huomiota niihin uudelleen. (FINE 2016a.)

Annetut neuvot olivat sinänsä asianmukaisia, sillä asiakas oli ilmoittanut olevansa varovainen sijoittaja ja haluavansa vaivatonta ratkaisua, ja sen perusteella varat oli sijoitettu riskittömämpiin korkosijoituksiin, mutta lopputulos oli epäasianmukainen. Asiakkaalle oli koitunut huomattavat veroseuraamukset, jotka asiakas olisi todennäköisesti voinut merkittävältä osin välttää hänen elinaikanaan. Merkityksettömänä seikkana lautakunta ei pidä sitä, että pankin suosittelemat sijoituskohteet olivat saman konsernin tuotteita, joiden hallinnointipalkkiot olivat passiivisten pörssiosakkeiden säilytyspalkkiota. Muutokset asiakkaan salkussa olivat siis luoneet etua pankille. Tämä seikka tukee tapauksen muut olosuhteet huomioon ottaen käsitystä, että asiakkaan etua ei ollut otettu tarpeeksi kokonaisvaltaisesti huomioon. (FINE 2016a.)

Lautakunta päätyi yksimieliseen suositukseen, jossa se suosittaa pankkia korvaamaan asiakkaalle 15 000 euroa asiakkaan kärsimän vahingon vuoksi. Asiakkaan vaatimaa 29 088 euron korvausvaatimusta lautakunta ei pitänyt syntyneenä vahinkona, koska toimeksianto laski asiakkaan salkun riskitasoa ja sijoitukset muuttuivat vaivattomammiksi. Lautakunta ei toimivaltansa puitteissa ottanut kantaa verotuksellisiin seikkoihin. (FINE 2016a.)

Nykyllänsäädännössä FINE (entinen Arvopaperilautakunta) ottaisi todennäköisesti huomioon useamman tekijän. Asiakirjojen ja etenkin soveltuvuuslausunnon, jotka pankki

postitti asiakkaan kotiosoitteeseen, täytyy olla asiakkaan nähtävissä ennen sijoituspäätöksen tekemistä, eli käytännössä asiakkaalle on annettava mahdollisuus perehtyä asiakirjoihin tapaamisen aikana. Näin ei todennäköisesti tapahtunut, sillä pankki postitti asiakirjat kotiin ja niissä ei ollut allekirjoitusta, mikä viittaa siihen, että asiakas ei allekirjoituksen puutteen vuoksi perehtynyt asiakirjoihin tapaamisen aikana. Soveltuvuuslausunnossa tulee käydä ilmi, millaisia neuvoja asiakas on saanut ja miten neuvot vastaavat asiakkaan tarpeita ja tavoitteita.

Pankki perusti määräaikaistilin veroseuraamuksia varten, mutta veroseuraamusten realisointi ei ollut asiakkaan ikä huomioiden järkevin teko. Mikäli tapauksessa oli viitteitä siitä, että asiakas ei täysin ymmärtänyt, mitä hän oli tekemässä, olisi pankin pitänyt kieltäytyä toimeksiannosta. Asiakkaalle tulisi siis MiFID II -direktiivin mukaisesti ilmoittaa, mikäli sijoitusneuvoja kokee sijoituksen olevan epäedullinen asiakkaalle. Nykyisin suuremmissa määrin suoritettavat APV-tutkinnot olisivat varmistaneet pankin edustajan verotuksellisen osaamisen, mikäli tässä oli puutteita. MiFID II -direktiivin myötä myytävien tuotteiden läpinäkyvyys muuttui, ja nykyään pankin riippuvuussuhteista sekä mahdollisista palkkioista tulee tarkemmin tiedottaa asiakkaalle. Tapauksessa asiakas myi omat osakkeensa pois, osti tilalle pankin tuotteita ja kärsi veroseuraamukset.

4.3 Tuotehallinta

Arvopaperilautakunnan diaarinumeron 5/16 tapaus sijoittuu vuoteen 2016. Tapauksessa pankin edustaja oli tavannut asiakkaan vuonna 2014 ja asiakas oli keskustelujen perusteella päättänyt sijoittamaan 20 000 euroa saksalaispankin liikkeeseenlaskemaan tuotteeseen. Merkintä kyseiselle tuotteelle oli kuitenkin ehtinyt jo täyttyä, minkä vuoksi asiakas sijoittikin japanilaispankin vastaavaan tuotteeseen seuraavan tapaamisen yhteydessä. Asiakkaalle palautui 7 868,28 euroa korkoineen tuotteen eräännyttyä vuonna 2015. (FINE 2016b.)

Ensimmäisessä tapaamisessa asiakas ilmoitti pankin edustajalle haluavansa vain suojaa inflaatiota vastaan, ja asiakkaalle oli tärkeää, että hän saa oman sijoittamansa pääoman takaisin. Viikkoa myöhemmin tapaamisesta pankin edustaja soitti asiakkaalle ja ehdotti sijoitusta saksalaispankin tuotteeseen. Asiakkaalle oli kerrottu, että pääoman takaisinmaksua ei voida taata, mutta tuotteen arvon kääntyessä laskuun, voisi tuotteen realisoida. (FINE 2016b.)

Myöhemmin marraskuussa selvisi, että alkuperäinen sijoitus oli tullut täyteen ja asiakkaan sijoitus tehtäisiin joulukuussa seuraavassa erässä. Tämän vuoksi asiakkaan tuli käydä pankissa allekirjoittamassa uusi sopimus. Asiakas ei ollut lukenut uutta sopimusta, vaan allekirjoittanut sen, sillä hän luotti pankin edustajaan ja näin ollen luotti, että sopimus oli sama kuin aikaisempi. Sopimuksen kohde oli kuitenkin eri tuote. Asiakas vaati pankkia korvaamaan sijoituksessa menetetyt 11 011,72 euroa. (FINE 2016b.)

Pankin kertomuksen mukaan pankin edustaja oli täyttänyt tiedonanto- ja selonottovelvollisuudet, sillä asiakkaan sijoitusvarallisuudesta oli otettu selkoa tarvekartoituksessa ja asiakas oli allekirjoittanut asiakirjat, jossa hän oli vahvistanut saaneensa tietoa tuotteesta ja sen ominaisuuksista sekä siihen liittyvästä riskeistä. Allekirjoituksella asiakas myös vahvisti perehtyneensä tuotteeseen. Pankki oli myös antanut asiakkaalle esitteen tuotteesta. Pankin mukaan asiakas oli myös laskenut tappion virheellisesti. (FINE 2016b.)

Arvopaperilautakunta totesi ratkaisussaan, että pankin ja asiakkaan kertomukset eroavat toisistaan. Tuote ei kuitenkaan varsinaisesti ollut asianmukainen asiakkaalle, sillä se ei vastannut asiakkaan sijoittajaprofiilia. Asiakas oli nimenomaan maininnut haluavansa vain suojata varojansa inflaatiolta. Samoin pankin teettämässä kartoituksessa oli mainittuna varojen käyttötarkoituksiksi oman elämisen turvaaminen. Lautakunta myös totesi, että asiakkaan sijoitusvarallisuudeksi oli kirjattu 10 000 euroa, mutta pankki oli merkinnyt tuotetta 20 000 eurolla. Lautakunta puolsi asiakkaan kantaa ja suositti pankkia korvaamaan asiakkaalle aiheutuneet tappiot. (FINE 2016b.)

MiFID II -direktiivin kannalta Arvopaperilautakuntaan viety riitatapaus ei ole varsin läpinäkyvä asiakkaalle. Pankin tarjoama tuote ei ollut asiakkaalle soveltuva tuote, sillä asiakas haki sijoitusta vain inflaation suojaksi. Mikäli pankin edustaja koki tuotteen olevan soveltuva asiakkaan riskiprofiiliin, oli edustajan pätevyudessa mahdollisesti parantamisen varaa. Sijoituspalvelun tarjoajan tuleekin arvioida säännöllisesti henkilöstön osaaminen.

5 Mermaid-joukkolainat

Nordean Mermaid-joukkolainat ovat toinen esimerkki CDO-paketoiduista sijoitusratkaisuista Subprime CDO-paketoinnin lisäksi. Mermaid-joukkolainoja markkinoitiin pääomaturvattuina lähes riskittöminä strukturoituina sijoituskohteina. Nordea oli myynyt kyseisiä CDO-joukkolainoja noin 1500 sijoittajalle. Sijoituksista tuli kuitenkin pian arvottomia, sillä

sijoituksista hävisi vähintään 100 miljoonaa euroa. Joukkolaina muuttui arvottomaksi hetkenä, jona seitsemän yritystä joukkolainan sadasta yrityksestä meni konkurssiin. Mermaid-tuotteet eivät päätyneet Norjan, Ruotsin tai Tanskan markkinoille. Norjassa finanssivalvonta piti tuotteita liian epävarmoina päästääkseen ne markkinoille. (Eduskunta 2009.)

Mermaid-joukkolainoja markkinoitiin markkinointiesitteellä, jossa kerrottiin, että kaikki Mermaid-joukkolainat pohjautuvat vakaisiin suuryrityksiin tai Investment Grade -luottokelpoisuuden omaaviin valtioihin. Esitteestä sai tämän perusteella kuvan, että sijoitus on riskitön. Sijoitustilanteessa ei myöskään mainittu mahdollisuudesta menettää sijoittamansa pääoma. Yksityiskohtaisia tietoja sijoituksesta ei saanut varsinaisessa sijoitustilanteessa, vaan ehdot lähetettiin kotiin vasta kaupanteon jälkeen. (Eduskunta 2009.)

5.1 Arvopaperilautakuntaan viety valitus

Arvopaperilautakunta (nykyisin FINE) on tehnyt asiasta useita ratkaisuehdotuksia, joista tunnetuin lienee diaarinumeroon APL 420/08 liittyvä ratkaisuehdotus. Tapauksessa asiakkaalla oli Nordean kanssa konsultatiivinen varainhoitosopimus. Sopimuksessa sijoitusvarallisuus oli 89 000 euroa ja varainhoitosopimuksen tavoitteena oli saada tasaista pitkän aikavälin tuottoa pienellä riskillä. (FINE 2009.)

Asiakas soitti sijoitusneuvojalleen keskustellakseen sijoituksistaan. Sijoitusneuvoja ehdotti asiakkaalle, että hänen kannattaisi vaihtaa 10 000 euron arvoinen rahasto Mermaid-tuotteeseen. Markkinointiesitettä ei vielä tällä hetkellä ollut, mutta sijoitusneuvoja lupasi toimittaa esitteen jälkeenpäin. Myöhemmin asiakas tapasi sijoitusneuvojan uudelleen, ja sijoitusneuvoja esitteli asiakkaalle aikaisempaa tuotetta vastaavan tuotteen. Asiakas merkitsi tuotetta 10 000 eurolla. Tuotteet ostettiin vuonna 2006. Asiakas ja sijoitusneuvoja keskustelivat puhelimitse vuosina 2008 ja 2009 takaisinostohinnoista, sillä markkinoilla oli havaittavissa heiluntaa. Sijoitusneuvoja kehotti asiakasta pitämään tuotteet salkussansa, sillä realisoimisesta koituisi tappioita. (FINE 2009.)

Pankki ilmoitti asiakkaalle luottovastuutapahtumasta ja määritteli ensimmäiseksi ostetulle tuotteelle takaisinsaantiarvon. Asiakas hyväksyi pankin tarjoaman korvaustarjouksen ensimmäisestä tuotteesta, mutta toisen tuotteen osalta asiakas vei asian arvopaperilautakunnalle käsiteltäväksi. (FINE 2009.)

Asiakkaan arvopaperilautakunnalle toimittamassa valituksessa asiakas kertoi, että hän ei ollut aikaisemmin sijoittanut joukkolainoihin ja sai sijoitusneuvojan puheista varsin riskittömän kuvan tuotteesta. Sijoitusneuvojalle asiakas oli maininnut 2006 käydyssä puhelinkeskustelussa, että haluaa ostaa riskittömämpiä ja perinteisiä sijoituksia. Sijoitusneuvojan ratkaisu tähän oli Mermaid-joukkolainat. Asiakas ei myöskään ollut tietoinen islantilaisien pankkien ja yhdysvaltalaisien asuntoluottolaitosten osallisuudesta tuotteeseen. (FINE 2009.)

Asiakkaan mielestä hänelle markkinoitiin hänen sijoitusprofiiliinsa sopimatonta sijoitus tuotetta, jonka rakenteesta hän sai puutteellista tietoa ja riskiyhtiöiden mukanaolosta ei ollut informoitu. Pankille myös maksettiin korvausta varallisuudenhoidosta, mikä velvoittaa pankin huolehtimaan sijoitusomaisuudesta ammattitaidolla ja huolella sekä pitämään asiakkaan ajan tasalla. Asiakas ei kuitenkaan saanut asianmukaista tietoa joukkolainojen taustoista, arvonkehityksestä saatikka riskitason muutoksesta, minkä takia hän katsoi pankin toimineen vastoin hänen etuaan. (FINE 2009.)

5.2 Pankin näkökanta tapaukseen

Pankin mukaan asiakas halusi alhaisia talletuskorkoja parempaa tuottoa, ja asiakas piti joukkolainojen kuponkikorkojen säännöllistä kassavirtaa hyvänä. Tämän perusteella pankin näkemyksen mukaan sijoitussuosituksset perustuivat asiakkaan sijoitussuunnitelmaan. Sijoitusneuvoja oli myös kertonut asiakkaalle kyseisten joukkolainojen ominaisuudet ja niiden rakenteen sekä tuonut esille mahdolliset riskit. Riskeistä kerrottiin myös mukana annetussa esitteessä. Esitteessä myös luki, että tarkemmat ehdot sisältävä esite on saatavissa merkintäpaikoissa sekä pankin verkkosivuilla. (FINE 2009.)

Pankin näkemys oli, että asiakkaalle annettu sijoitusneuvonta oli asianmukaisella tavalla hoidettu ja senhetkiseen tilanteeseen nähden joukkolainat olivat sopiva vaihtoehto asiakkaalle, eli pankin mukaan tuote sopi asiakkaan riskiprofiiliin ja sijoitussalkun rakenteeseen. Pankin mukaan joukkolainoja ei myöskään markkinoitu pääomaturvattuina ja riskistä on kerrottu asiakkaalle sekä esitteissä että puhelimitse. Arvopaperilautakuntaan ratkaistavaksi viety tuotekiista oli pankin mielestä myös ennenaikainen ja perusteeton, sillä tuotteen eräpäivänä maksettava arvo ei ollut vielä tiedossa, vaikka oletettavaa oli, että tuotteen arvo tulisi alenemaan. (FINE 2009.)

5.3 Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositus

Arvopaperilautakunta sovelsi omassa ratkaisuehdotuksessaan arvopaperimarkkinalaisia, sijoituspalveluyrityksiä koskevaa lakia sekä rahoitustarkastuksen antamaa lakia täydentäviä ohjeita. Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1§:ssä todetaan markkinoinnin olevan harhaanjohtavaa, mikäli markkinoinnissa ei kuvata tasapuolisesti tuotteen keskeisiä ominaisuuksia ja riskejä. Henkilökohtaisessa myyntitilanteessa asiakkaalle kerrottu informaatio oli ristiriidassa pankin antaman markkinointiesitteen kanssa. Arvopaperilautakunta katsoi markkinoinnin olevan harhaanjohtavaa, sillä pelkkä markkinointimateriaalissa oleva informaatio ei riitä, mikäli asiakkaalle annetaan suullisesti vääränlainen mielikuva. (FINE 2009.)

Pankin asiakkaalle kaupattu joukkolaina ei myöskään vastannut asiakkaan riskiprofiilia. Asiakas oli vuonna 1936 syntynyt eläkeläinen, joka oli tehnyt pankin kanssa konsultatiivisen varainhoitosopimuksen. Pankin asiakkaalle laatima sijoitussuunnitelma, joka oli päivätty vuodelle 2002, sisälsi 53 prosenttia osakesijoituksia ja 47 prosenttia korkosijoituksia. Suunnitelman konkreettiseksi tavoitteeksi oli merkitty pääoman tasainen kasvu pitkällä aikavälillä ja pienellä riskillä. Suunnitelmaan oli myös kirjattu asiakkaan ymmärtävän osakemarkkinoihin sisältyvät riskit. Asiakas kuitenkin halusi jatkossa pienentää salkkunsaa kokonaisriskiä siirtymällä konservatiivisempiin sijoitustuotteisiin. Itse joukkolainoihin asiakas ei aikaisemmin ollut sijoittanut, ja CDO-lainoja asiakkaalla ei ollut mahdollista ymmärtää, ottaen huomioon hänen aikaisemman sijoituskokemuksensa. Puhelinkeskustelussa asiakas oli jopa ilmoittanut, että hän ei ikänsä puolesta halua riskisijoituksia, ja toivoi riskittömämpiä sijoituksia. Sijoitusneuvoja vastasi tähän, että joukkolainat ovat oikea ratkaisu. Puhelinkeskustelussa sijoitusneuvoja myös vähätteli tuotteen riskejä. (FINE 2009.)

Asiakas ei ollut lukenut pankin verkkosivuilla ollutta lainakohtaista esitettä eikä ohjelmaesitettä. Arvopaperilautakunta kuitenkin katsoi, että vaikka asiakkaalla on velvollisuus tutustua aineistoon, ei asiakkaalla hänen sijoituskokemuksensa huomioon ottaen ollut mahdollista ymmärtää CDO-lainojen luonnetta. Asiakas oli tehnyt sijoituspäätöksensä puhelinkeskustelun pohjalta, ja sijoitusneuvojan puheista hän oli myös saanut käsityksen, että hän voisi myydä tuotteen pois kahden vuoden päästä 98 prosentin kurssilla. Pankin ja asiakkaan välillä oli konsultatiivinen sopimus, eli asiakkaan olisi voinut olettaa saavan hyvää ja asiantuntevaa palvelua, etenkin asiakkaan ollessa ei-ammattimainen

sijoittaja sijoituskokemuksen vähäisyyden vuoksi. Arvopaperilautakunta päätti yksimielisesti ratkaisussaan, että pankin tulisi korvata asiakkaan kärsimä vahinko, eli lainan arvon alenemisesta aiheutuvat kulut asiakkaan jo saadut korkotulot vähennettynä. (FINE 2009.)

5.4 Päätös nykylainsäädännössä

Arvopaperilautakunnan päätös perustui lainsäädäntöön ennen MiFID II -direktiiviä sekä APV-tutkintojen suosiota. Kolmannessa kappaleessa käytetyn arvopaperimarkkinalain ja sijoituspalveluyrityksiä koskevan lain lisäksi Arvopaperilautakunta ottaisi enemmän kantaa MiFID II -direktiiviin sisältyviin asioihin.

Aikaisemmin viitekehyksessä kuvattu MiFID II -direktiivi ottaa kantaa seuraaviin aihealueisiin:

- selonottovelvollisuus
- tiedonantovelvollisuus
- asiakasluokittelu
- riippumaton sijoitusneuvonta
- kannustimet ja eturistiriidat
- tuotehallinta
- pätevyysvaatimukset.

MiFID II -direktiivin myötä, tapauksessa APL 420/08 sijoitustuotteita tarjoava taho joutuisi tekemään asiakkaalle tarkan soveltuvuusarvioinnin, eli sijoitusneuvojalla on selonottovelvollisuus. Soveltuvuusarvioinnissa sijoitusneuvojan tulee selvittää asiakkaan ajantasainen taloudellinen asema, sijoituskokemus ja -tietämys sekä tavoitteet. Soveltuvuusarvioinnista tulee tehdä lausunto, joka on annettava asiakkaalle. Soveltuvuuslausunnossa tulee käydä ilmi, miten annettu neuvo soveltuu asiakkaalle. Tapauksessa asiakkaan sijoitussuunnitelma oli päivätty vuodelle 2002. Asiakkaalle tulee soveltuvuusarvioinnin perusteella tarjota hänelle soveltuvia sijoitustuotteita ja -palveluita. Finanssivalvonta on tehnyt tarkastuksia sijoituspalveluita tarjoavien yritysten toiminnasta ja tarkastuksissa on havaittu, että pääosin yli 70-vuotiaiden ei-ammattimaisten asiakkaiden selonottovelvollisuuden toteuttamisessa on havaittu puutteita, joten tapauksen mahdollinen selonottovelvollisuuden puute ei ole ainutlaatuinen. (Edilex 2017.)

Tapauksesta ei selviä täytyikö sijoitusneuvojan tiedoksiantovelvollisuus. Nykylainsäädännöllä sijoitusneuvojan tulisi kertoa sijoitustuotteen kuluista läpinäkyvästi sekä prosentteina että euroina. Läpinäkyvyyden tulee myös näkyä pankin kannustimissa ja siinä, miten kulut vaikuttavat sijoituksen tuottoon. Asiakkaan on näin helpompi vertailla esimerkiksi joukkolainojen kustannuksia eri yhtiöiden välillä.

Tapauksessa sijoittaja luokiteltiin myös ei-ammattimaiseksi sijoittajaksi, kuten MiFID 2 -direktiivissäkin tulee tehdä. Asiakasta kuitenkin kohdeltiin asiakasluokittelun vastaisesti. Ei-ammattimaiselle sijoittajalle tulisi tarjota huomattavasti kattavammat tiedot toimeksiantosta, eli tässä tapauksessa kattava markkinointiesite ja sijoitustilanteesta riittävät tiedot sijoitustuotteesta. MiFID II -direktiivin myötä esitteen tulee olla kohtuullisesti ymmärrettävässä muodossa. Aikaisemmin, ennen MiFID II -direktiiviä, oli hyvin yleistä, että sijoitustuotteiden esitteet olivat usean sadan sivun mittaisia ja vain englanninkielisinä saatavilla yrityksen omasta verkkosivustosta. (Edilex 2017.)

Arvopaperilautakunnassa käydyssä riita-asiassa yritys toimi ei-riippumattomasti, eli kannustimista, kuten palkkioista ja eduista tulee raportoida asiakkaalle. Myös tuotteen riippuvuussuhteesta tulee raportoida. MiFID II -direktiivi siis otti kantaa mahdollisiin eturistiriitoihin tapauksissa, joissa sijoituspalveluita tarjoava yritys kauppa omia tuotteitaan. Tuotteen suunnitteluvaiheessa tuotteen jakelu tulee suunnata oikealle kohdemarkkinalle, eli jo ennen kuin tuotetta kaupataan (Edilex 2017). Oikea kohdemarkkina ei todennäköisesti ole Arvopaperilautakunnalle valituksen tehnyt asiakas.

MiFID II -direktiiviin lukeutuu myös tuotehallinnan oikeanlainen tarjoaminen. Riita-asiassa sijoitusneuvoja ei tarjonnut asiakkaalle oikeanlaista tuotetta, ottaen huomioon asiakkaan iän ja sijoituskokemuksen. Sijoitusneuvoja myös sai tuotteen kuulostamaan riskittömältä. Asiakkaan sijoituskokemuksen huomioon ottaen, CDO-lainan tarjoaminen ei välttämättä ollut paras ratkaisu. Tätä ei sijoitusneuvoja välttämättä tiennyt ja MiFID II -direktiivissä otetaankin huomioon myös sijoitusneuvojan pätevyysvaatimukset Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeiden mukaisesti. Sijoitusneuvojan tulee myös tietää tarjoamiensa sijoitustuotteiden ominaisuudet, riskit, kulut sekä mahdolliset veroseuraamukset. Pätevyyden varmistamiseksi on suositeltavaa suorittaa APV1- ja mahdollisesti jopa APV2-tutkinto. Pätevyysvaatimukset olivatkin suurin ero MiFID -direktiivien välillä.

6 Päätäntö

6.1 Johtopäätökset

Tutkimuksella halusin selvittää sijoittajansuojan toteutumista MiFID II -direktiivin tultua voimaan. Tutkimusongelma ratkaistiin kaksiosaisella tutkimuksella, joista ensimmäisessä tutkittiin FINEn ratkaisusuositusten kehitysvauhtia ja toisessa tutkittiin miten MiFID I -direktiivin aikainen FINEn päätös olisi erilainen MiFID II -direktiivin tultua voimaan. Tutkimuksen tueksi muodostin viitekehyksen Subprime-kriisin tapahtumista sekä nykyisestä lainsäädännöstä. Subprime-kriisin jälkeisten ratkaisusuositusten määrällinen nopea kasvu osoitti, että lainsäädännössä oli vielä parantamisen varaa, ja direktiivin jälkimmäinen versio paikkasi tilannetta. Uudistetun direktiivin tavoitteena on ollut parantaa kaupankäynnin läpinäkyvyyttä, tehokkuutta ja luotettavuutta. Käytännössä tämä tarkoittaa yksityiskohtaisempia tietovaatimuksia sijoitustuotteiden kustannuksista ja kannustimista sekä sijoituspalvelutuotteita tarjoavan yrityksen henkilöstön ammattitaidon varmistamista. Kaikille sijoitustuotteille tulee myös laatia tuotehallintamenettely, eli on määriteltävä tuotteita kehitettäessä asiakaskohderyhmä ja kohderyhmän kannalta olennaisimmat riskit. Soveltuvuusarviointiin on direktiivin uudistetun version myötä tullut tiukennuksia, mikä tarkoittaa, että sijoitusneuvojan tulee selvittää asiakkaan tietämys ja kokemus sijoitustuotteista sekä asiakkaan tappionsietokyky. Soveltuvuusarviointista tulee laatia lausunto, joka toimitetaan asiakkaalle ennen toimeksiantoa.

Vuonna 2018, MiFID II -direktiivin voimaantulon jälkeen FINE oli antanut vain neljä ratkaisusuositusta kategorioista arvopaperinvälitystoiminta ja sijoituspalvelun tarjoaminen, mikä on vuoden 2011 takaisesta 46:n tasosta huomattava parannus. Ratkaisusuositusten määrällisen vähenemisen lisäksi APV-tutkintojen vuosittainen suoritettu määrä on kasvanut. Ratkaisusuositusten ja APV-tutkintojen määrällä on mitä ilmeisemmin ollut käänteinen riippuvuussuhde.

Itse FINEn ratkaisemista riita-asioista Mermaid-joukkolainat (APL 420/08) ovat kenties uutisoiduin vakuutus- ja rahoitusneuvontaan viety riita-asia. Subprime-kriisissä ja Mermaid-joukkolainoissa esillä olleet CDO-paketoidut sijoitusinstrumentit osoittavat, että kyseiset tuotteet ovat monimutkaisia ja vaativat lainsäädännöllistä tukea sijoittajia kohtaan.

Arvopaperilautakunnan ratkaiseman riita-asian diaarinumeroltaan 420/08 lisäksi poimin tutkimukseen ratkaisut 2/16 ja 5/16. Ratkaisussa 2/16 lautakunta päätyi yksimieliseen

suositukseen, jossa se suositti pankkia korvaamaan asiakkaalle 15 000 euroa tämän kärsimän vahingon vuoksi. Nykyisessä lainsäädännössä ratkaisusuosituksessa olisi otettu huomioon myös asiakirjojen toimitustapa sekä se, mikä on asiakkaan iän huomioon ottamisen jälkeen järkevin toimintatapa sijoitusneuvonnassa. Ratkaisussa 5/16 lautakunta puolsi asiakkaan kantaa ja suositti pankkia korvaamaan hänelle aiheutuneet tappiot, sillä asiakkaalle kaupattu sijoitustuote ei ollut se, mikä olisi sopinut paremmin hänen riskiprofiiliinsa. MiFID II -direktiivi olisi tässä riitatilanteessa velvoittanut pankin läpinäkyvämpään toimintaan sekä varmistamaan henkilöstön pätevyyden esimerkiksi APV-tutkinnolla. Sijoittaja voikin tämän tutkimuksen valossa olettaa oman etunsa olevan suhteellisen hyvin turvattu. MiFID II -direktiivi on tuonut regulaatiota arvopaperimarkkinoille, ja erilaiset riita-asiat ovat vähentyneet.

6.2 Tutkimuksen luotettavuus

Validiteetilla tarkoitetaan sitä, kuinka hyvin tutkimuskysymykset ja otanta vastaavat tutkittavaa aihetta, eli mittaako tutkimus sitä, mitä sen avulla on tarkoitus selvittää. Tutkimus on validi, kun tutkimusote tekee oikeutta tutkittavan ilmiön olemukselle ja kysymysasettelulle. (Hiltunen 2009.) Tutkimuksen tavoitteena oli tutkia, toteutuuko sijoittajansuoja. Tutkimus toteutui, eli tutkimus on validi.

Tutkimuksen tai tutkimusmenetelmän reliabiliteetti ilmaisee sitä, miten luotettavasti tutkimus voidaan toistaa, eli mikäli tutkimus toistettaisiin toisen henkilön toimesta, olisiko tulos sama. Mikäli tulos olisi sama, olisi tutkimus reliaabeli (Hiltunen 2009). Opinnäytetyön reliabiliteettia arvioidessa voidaan todeta, että tutkimus on tällä hetkellä reliaabeli. Mikäli tutkimus toteutettaisiin myöhemmin, se ei välttämättä olisi reliaabeli, sillä MiFID II on varsin tuore direktiivi, minkä takia tutkimusta ei pystytä toteuttamaan pitkältä aikaväliltä. Oletettavaa kuitenkin on mielestäni, että tutkimuksen tulokset olisivat lähitulevaisuudessa hyvin samanlaisia. Entistä monimutkaisempien sijoitustuotteiden saapuminen markkinoille saattaa kuitenkin muuttaa tilanteen pidemmällä aikavälillä. Tutkimuksen tulosta saattavat vääristää myös suhdannevaihtelut, sillä voi hyvinkin olla mahdollista, että noususuhdanteessa riita-asioita tulee vähemmän kuin laskusuhdanteessa.

6.3 Työn ja oman oppimisen arviointi

Opinnäytetyön aihe opetti ammatillisesti erittäin paljon ja tutkimillani tiedoilla pystyn kehittämään omaa asiantuntemustani finanssialalla. MiFID II -direktiivin sisältöä en entuudestaan hallinnut, joten jo pelkästään direktiivin ymmärtäminen kehittää omaa asiantuntemustani. Ammatillisen opitun tiedon lisäksi opinnäytetyöprosessi opetti paljon tutkimuksen rakentamisesta, etenkin liittyen laadukkaisiin lähteisiin ja tutkimuksen kokonaiskuvan hahmottamiseen. Lähteinä pyrin käyttämään puolueettomia lakiin ja valvontaan erikoistuneita tahoja, jotta opinnäytetyö olisi sisällöltään mahdollisimman luotettava.

Toisinaan opinnäytetyön rakentamiselle oli hankala löytää aikaa kokoaikatyön ohella, mutta aikatauluttaminen ja omissa aikatauluissa pysyminen mahdollistivat vastauksen löytymisen tutkimusongelmaan. Sain selville sen, mitä lähdin tutkimaan, ja olen tyytyväinen työn lopputulokseen. Tutkimus on validi ja reliabeli, joten tutkimus on onnistunut.

6.4 Jatkotutkimusaihe

Jatkotutkimuksen kohteena voisi olla vakuutusten tarjoamisesta annettu direktiivi (IDD), sillä direktiivi on oma laaja aihekokonaisuutensa ja MiFID II -direktiivin vastineena se täydentäisi tutkimusta sijoittajansuojan osalta. Henki-, säästö- ja sijoitusvakuutukset ovat monimutkaisia sijoituskohteita, ja myös niihin on liittynyt räikeitä eettisesti arveluttavia tapahtumia, joita esimerkiksi vakuutuslautakunta (nykyisin FINE) on ratkaissut.

FINEn lisäksi Finanssivalvonta on puuttunut vakuutustoiminnan eettisyyteen, ja se määräsi vuonna 2017 neljälle eri yhtiölle seuraamusmaksun sekä antoi julkisen varoituksen. Seuraamusmaksu ja varoitus johtuivat selonottovelvollisuuden ja soveltuvuusarvioinnin laiminlyönneistä. Osaan tapauksista liittyi vahvasti eturistiriitatilanne. (Finanssivalvonta 2017.)

MiFID II -direktiiviin olennaisesti liittyvään APV-tutkintoon on myös vastine vakuutusalan toiminnassa. Vakuutustutkinto (VTS) sekä ylempi vakuutustutkinto (YVTS) ovat Finanssikoulutus Oy:n ylläpitämiä tutkintoja, joilla vakuutusalaalla työskentelevä henkilö pystyy osoittamaan perehtyneisyyttään alan toimintaan, ohjeisiin ja lainsäädäntöön. (Finanssikoulutus Oy 2019.) Jatkotutkimuksessa olisikin olennaista liittää vakuutustutkinnot osaksi tutkimusta.

Lähteet

Aalto EE 2019. Sijoituspalvelualan tutkinnot. <https://www.aaltoee.fi/ohjelmat/sijoituspalvelualan-tutkinnot>. Luettu 17.2.2019.

APV-sijoitustutkinnot Oy. Yhtiö rakenne. <http://apvtutkinnot.fi/apv-sijoitustutkinnot-oy>. Luettu 27.4.2019

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746 Finlex. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746>. Luettu 17.2.2019.

Baily, M. & Litan, R. & Johnson, M. 2008. The origins of the Financial Crisis. Brookings Institute. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/11_origins_crisis_baily_litan.pdf. Luettu 23.2.2019.

Edilex 2017. KTT Marika Salo: Mermaidin jälkeen - uudella MiFID II -sääntelyllä kohti ymmärrettävämpiä sijoitustuotteita ja parempia sijoituspäätöksiä? <https://www.edilex.fi/uutiset/51656>. Luettu 10.3.2019.

Eduskunta 2009. Kirjallinen kysymys 1096/2009 vp. <https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/sivut/trip.aspx?triptype=ValtiopaivaAsiakirjat&docid=kk+1096/2009>. Luettu 9.3.2019.

Finanssivalvonta 2017. Finanssivalvonta antanut neljälle yhtiölle julkiset varoitukset ja määrännyt neljälle yhtiölle seuraamusmaksut. <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/lehdistotiedotteet/2017/finanssivalvonta-antanut-neljalle-yhtiolle-julkiset-varoitukset-ja-maarannyt-neljalle-yhtiolle-seuraamusmaksut/>. Luettu 23.3.2019.

Finanssivalvonta 2019. Lainsäädäntö ja kansainväliset suositukset. <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/lainsaadanto-ja-kansainvaliset-suositukset/>. Luettu 17.3.2019.

FINE 2009. APL 420/08. <https://www.fine.fi/ratkaisutietokannat/ratkaisu/apl-42008.html?p786=2>. Luettu 9.3.2019.

FINE 2016a. APL 2/16. <https://www.fine.fi/ratkaisutietokannat/ratkaisu/apl-216.html>. Luettu 16.3.2019.

FINE 2016b. APL 5/16. <https://www.fine.fi/ratkaisutietokannat/ratkaisu/apl-516.html>. Luettu 17.3.2019.

FINE 2019a. Usein kysyttyä – mikä on FINE? https://www.fine.fi/usein-kysyttya/fine.html#id_1. Luettu 9.3.2019.

FINE 2019b. Ratkaisutietokannat. <https://www.fine.fi/ratkaisutietokannat.html>. Luettu 9.3.2019.

Finanssikoulutus Oy 2019. Vakuutustutkinto. <https://www.finva.fi/koulutukset/vakuutus-tutkinto-vts>. Luettu 24.3.2019.

Hallituksen esitys 151/2017 2017. Finlex. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi. <https://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2017/20170151>. Luettu 16.2.2019.

Hiltunen, L. 2009. Validiteetti ja reliabiliteetti. Päivitetty 18.2.2009. http://www.mit.jyu.fi/ope/kurssit/Graduryhma/PDFt/validius_ja_reliabiliteetti.pdf. Luettu 23.3.2019.

Kanniainen, V. & Malinen, T. 2009. Talouskriisin taustat: politiikkavirheet, sairaat kannusteet vai molemmat. <https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/images/stories/kak/kak12010/kak12010kanniainen.pdf>. Luettu 3.3.2019.

Karlo, K. 2008. Strukturoidusta rahoituksesta ja subprime-kriisistä. <http://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/images/stories/kak/kak22008/kak22008kauko.pdf>. Luettu 3.3.2019.

Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878. Finlex. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2008/20080878>. Luettu 17.2.2019.

MBA 2008. Delinquencies and Foreclosures Increase in Latest MBA National Delinquency Survey. <https://web.archive.org/web/20130514124250/http://www.mbaa.org/NewsandMedia/PressCenter/64769.htm>. Luettu 3.3.2019.

MBA 2009. Delinquencies Continue to Climb in Latest MBA National Delinquency Survey. <https://web.archive.org/web/20100728105357/http://www.mbaa.org/NewsandMedia/PressCenter/71112.htm>. Luettu 3.3.2019.

Nordea 2019. Asiakasluokittelu. <https://www.nordea.fi/Images/58-86344/asiakasluokittelu.pdf>. Luettu 16.2.2019.

PWC 2018. Vakuutusten tarjoamisesta annetun direktiivin (IDD) soveltaminen alkaa 1.10.2018 – mikä muuttuu? <https://uutishuone.pwc.fi/vakuutusten-tarjoamisesta-annetun-direktiivin-idd-soveltaminen-alkaa-1-10-2018/>. Luettu 23.3.2019.

Salkunrakentaja 2017. Sijoitusneuvonta myllerryksessä – EU-sääntely jakaa sijoitusneuvojat kahteen ryhmään. <https://www.salkunrakentaja.fi/2017/04/sijoitusneuvonta-sijoitusneuvoja-eu-saantely/>. Luettu 16.2.2019.

Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747. Finlex. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120747>. Luettu 17.2.2019.

Taaleri 2018. Sijoituspalveluita koskeva lainsäädäntö. <https://www.taaleri.com/fi/ajankohtaista/sijoitusblogit/sijoituspalveluita-koskeva-lainsaadanto-mullistuu-vuoden-vaihteessa-mifid-ii-paketti-voimaan-312018>. Luettu 16.2.2019.

Valjakka E. 2016. Sijoitustutkintojen kansainvälinen vertailu. [Http://apvtutkinnot.fi/wp-content/uploads/2017/02/Sijoitustutkintojen-vertailu-2016.pdf](http://apvtutkinnot.fi/wp-content/uploads/2017/02/Sijoitustutkintojen-vertailu-2016.pdf). Luettu 1.5.2019.