

TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

Marko Peltonen

**MIFID II -DIREKTIIVIN VAIKUTUS KAUPANKÄYNTIIN
LISTAAMATTOMILLA ARVOPAPEREILLA
SIJOITUSPALVELUYRITYKSEN NÄKÖKULMASTA**

Pro gradu -tutkielma
Yritysjuridiikka
Tampere 2018

Tiivistelmä

Tampereen yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

PELTONEN, MARKO: MiFID II -direktiivin vaikutus kaupankäyntiin listaamattomilla arvopapereilla sijoituspalveluyrityksen näkökulmasta

Pro gradu -tutkielma, X + 94 s.

Yritysjuridiikka

Tammikuu 2018

Euroopan unionin uusi MiFID II -direktiivi tuli sovellettavaksi jäsenvaltioissa 3. tammi-kuuta 2018. Sen tutkimuksen kannalta keskeiset muutokset kohdistuvat sijoituspalvelulain sijoituspalveluyrityksille asettamiin velvollisuuksiin. Nämä muutokset koskevat sekä yritysten sisäisen toiminnan järjestämistä, kuten hallitustyöskentelyä ja henkilöstön ammattitaitoa, että asiakassuhteissa noudatettavia menettelytapoja.

Lähtökohtaisesti kaikki rahoitusvälineet kuuluvat direktiivin soveltamisalaan. Direktiivi on kuitenkin syntynyt pitkälti reaktiona finanssikriisin myötä ilmenneisiin sääntelytarpeisiin liittyen etenkin monimutkaisiin rahoitusvälineisiin, joita koskeva ymmärrys on ollut puutteellista jopa sijoituspalveluyrityksissä. Tutkimuksessa havaitaan, että korostunut näkökulma ongelmia aiheuttaneissa rahoitusvälineissä on johtanut säännösten heikkoon sovellettavuuteen ja lukuisiin tulkinnanvaraisuuksiin kaupankäynnissä listaamattomilla osakkeilla ja joukkovelkakirjoilla. Markkinoilla tällaisia arvopapereita tuodaan kuitenkin enenevässä määrin yhä useampien sijoittajien saataville, joten direktiivin vaikutus niillä harjoitettavaan kaupankäyntiin muodostaa merkittävän tutkimusongelman.

Tutkimus on metodiltaan lainopillinen. Tarkastelun kohteena on Suomen lainsäädännön muuttuminen, sillä direktiivin myötä toteutuva oikeustila on riippuvainen kansallisista implementointitratkaisuista. Lisäksi tutkimuksessa tarkastellaan direktiivin antamiin valtuutuksiin perustuvia normilähteitä, kuten Euroopan komission delegeoituja säädöksiä sekä Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeistuksia, jotka sitovat Finanssivallvonnin direktiivin perusteella tekemiä tulkintakannanottoja.

Tutkimuksessa käsitellään myös direktiivin vaikutusta sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen, joka implementointihankkeen aikana annetun lausuntopalautteen perusteella on direktiivin sisältämien osittaispoikkeussäännösten ominta soveltamisaluetta. Joukkorahoitus onkin käyttökelpoinen toimintamalli erityisesti listaamattomien yhtiöiden rahoituksessa ensimmäisillä markkinoilla. Sen sääntelyssä korostuu tarve tasapainottaa sijoittajan suoja ja markkinoiden joustavat toimintaedellytykset, minkä takia sääntelyn tarkoituksenmukaisen tason onkin tutkimuksessa havaittu olevan hyvin kiistanalainen.

Sisällys

Lähteet.....	III
Virallislähteet	III
Muut lähteet	V
Lyhenteet.....	X
1 JOHDANTO	1
1.1 Tutkimusaihe.....	1
1.1.1 Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin uudistus.....	1
1.1.2 Listaamaton arvopaperi.....	2
1.2 Tutkimuksen kysymyksenasettelu ja rakenne	5
1.3 Tutkimuksen metodologia ja aineisto.....	8
2 RAHOITUSVÄLINEIDEN MARKKINOIDEN SÄÄNTELY	10
2.1 EU-sääntelyn integraatio	10
2.2 MiFID II ja sitä edeltäneet säädökset.....	13
2.3 Sääntelyn tavoitteet.....	17
2.3.1 Yritysrahoituksen helpottaminen.....	17
2.3.2 Markkinoihin kohdistuva luottamus	20
2.3.3 Sijoittajansuoja	23
3 SIJOITUSPALVELUYRITYKSEN TOIMINNAN JÄRJESTÄMINEN	28
3.1 Toimiluvan edellytykset	28
3.2 Sijoituspalveluyrityksen johdon sääntely	30
3.2.1 Johto ja ylin hallintoelin.....	30
3.2.2 Luottolaitossääntelyyn perustuvat vaatimukset.....	32
3.3 Henkilöstön ammattitaitovaatimukset.....	36
3.4 Sijoituspalveluyrityksen kansainväliset toimintamahdollisuudet	41
3.5 Toimintojen ulkoistaminen	45
4 ASIAKASSUHTEITA KOSKEVAT VELVOLLISUUDET.....	47
4.1 Arvopaperin ja asiakkaan yhteensopivuus	47
4.1.1 Tuotehallintamenettely	47
4.1.2 Menettelyn suhde asianmukaisuuden arviointiin.....	52
4.1.3 Menettelyn suhde arvopapereiden markkinointiin	54

4.2	Viestinnän tallentaminen.....	57
4.3	Kannustinsäätely.....	61
4.4	Asiakkaan omaisuuden säilyttäminen	65
4.5	Muu asiakkaalle annettava informaatio	69
5	JOUKKORAHOITUKSEN VÄLITTÄMINEN	73
5.1	Joukkorahoituksen määritelmä	73
5.2	Joukkorahoituksen sääntely Suomessa	75
5.3	MiFID II:n aikaansaamat muutokset	77
5.4	Sääntelyn merkitys.....	80
5.4.1	Vaikutus sijoituspalveluyritysten asemaan	80
5.4.2	Sääntelyn tavoitteiden väliset ristiriidat	84
6	JOHTOPÄÄTÖKSET.....	87
6.1	Sääntelyn lähtökohdat.....	87
6.2	Vaikutukset sijoituspalveluyrityksille.....	89
6.3	Sijoittaminen listaamattomiin arvopapereihin.....	90

Lähteet

Virallislähteet

The Committee of European Securities Regulators: Inducements under MiFID, toukokuu 2007. Saatavilla <www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_228b.pdf>. (CESR/07-228b)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta. (*rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/36/EU oikeudesta harjoittaa luottolaitostoimintaa ja luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuusvalvonnasta, direktiivin 2002/87/EY muuttamisesta sekä direktiivien 2006/48/EY ja 2006/49/EY kumoamisesta. (*luottolaitosdirektiivi*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta. (*MiFID II -direktiivi*)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 600/2014 rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) 648/2012 muuttamisesta. (*MiFIR -asetus*)

European Banking Authority – European Securities and Markets Authority: Final Report – Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of the suitability of members of the management body and key function holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU, 26.9.2017. Saatavilla <www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-598_joint_esma_and_eba_guidelines_eba-gl-2017-12_0.pdf>. (EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598)

European Securities and Markets Authority: Final Report – Guidelines on MiFID II product governance requirements, 2.6.2017. Saatavilla <www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf>. (ESMA 35-43-620)

European Securities and Markets Authority: Ohjeet – Ohjeet tietämyksen ja pätevyyden arviointiin, 22.3.2016. Saatavilla <www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_fi.pdf>. (ESMA/2015/1886)

European Securities and Markets Authority: Questions and Answers – On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, 3.10.2017. Saatavilla <www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_qas_on_investor_protection_topics.pdf>. (ESMA 35-43-349)

Financial Conduct Authority: Markets in Financial Instruments Directive II Implementation – Policy Statement II, heinäkuu 2017. Saatavilla <www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-14.pdf>.

Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 6/2013 – Arvopapereiden tarjoaminen ja listalleotto. Saatavilla <www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskokoelma/Uusi/Documents/06_2013.M1.pdf>.

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (luonnos, lähetetty lausuntokierrokselle 24.7.2017).

HE 38/2005 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 43/2007 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 6/2014 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi rahankeräyslain muuttamisesta.

HE 39/2014 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi luottolaitostoiminnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 11/2015 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 28/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 46/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 151/2017 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

Komission delegoitu direktiivi (EU) 2017/593 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä asiakkaiden rahoitusvälineiden ja varojen suojaamisen, tuotevalvontavelvoitteiden sekä välityspalkkioiden, provisioiden tai muiden rahallisten tai ei-rahallisten etujen tarjoamiseen tai vastaanottamiseen sovellettavien sääntöjen osalta.

Komission delegoitu asetukset (EU) 2017/565 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta.

Komission delegoitu asetukset (EU) 2017/1943 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toimiluvan yhteydessä annettavia tietoja ja sovellettavia vaatimuksia koskevilla teknisillä sääntelystandardeilla.

Komission direktiivi 2006/73/EY Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/39/EY täytäntöönpanosta sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltyjen käsitteiden osalta.

Regeringens proposition 2016/17:162. Nya regler om marknader för finansiella instrument (MiFID II och MiFIR).

TaVM 22/2017 vp. Talousvaliokunnan mietintö – Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

Muut lähteet

Agrawal, Ajay K. – Catalini, Christian – Goldfarb, Avi: Some simple economics of crowdfunding. National Bureau of Economic Research, kesäkuu 2013. Saatavilla <www.nber.org/papers/w19133.pdf>.

Brush, Silla – Weber, Alexander – Schwartzkopff, Frances: EU's Market Rules Revamp May Be Slower Than Traders Fear. Bloomberg, 25.5.2017. Saatavilla <www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-25/eu-financial-market-revamp-may-not-be-big-bang-traders-fear>, viitattu 22.12.2017.

Elinkeinoelämän keskusliitto EK: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi, 2.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Eskola, Hanna: Joukkorahoitus laajenee perinteisiin pankkeihin. Kauppalehti.fi, 28.11.2016. Saatavilla <www.kauppalehti.fi/uutiset/joukkorahoitus-laajenee-perinteisiin-pankkeihin/ywX7Ey3e>, viitattu 6.11.2017.

Euroopan keskuspankki: Kuukausikatsaus – lokakuu 2003. Saatavilla <www.suomenpankki.fi/globalassets/fi/media-ja-julkaisut/julkaisut/ekp_julkaisuja/taloukatsaus/documents/ekpkkk_0310.pdf>.

Euroopan komissio: Pääomamarkkinaunionin viimeistely ensimmäisten saavutusten perusteella, lehdistötiedote 8.6.2017. Saatavilla <europa.eu/rapid/press-release_IP-17-1529_fi.htm>.

Finanssiala ry: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi, 9.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Finanssiala ry: Lausunto MIFID II -direktiivin ja MIFIR -asetuksen täytäntöönpanoon liittyvistä liitelaeista, 18.8.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Finanssivalvonta: Hallinto- ja ohjausjärjestelmiä sekä riskienhallintaa koskevassa sääntelyssä muutoksia, 9.1.2015. Saatavilla <www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Valvottavatiedotteet/tiedotteet_2014/Pages/60_2014.aspx>.

Finanssivalvonta: Lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle 13.11.2017. Saatavilla <www.eduskunta.fi/FI/vaski/JulkaisuMetatieto/Documents/EDK-2017-AK-155758.pdf>

Finanssivalvonta: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi joukkorahoituslaiksi sekä laeiksi eräiden muiden lakien muuttamisesta, 26.6.2015. Saatavilla <www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Lausunnot/Documents/26062015.pdf>.

Finanssivalvonta: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi, 9.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Finanssivalvonta: Mitä on joukkorahoitus? 5.9.2016. <www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/muut_tuotteet/joukkorahoitus/Pages/Default.aspx>. Viitattu 6.11.2017.

Finanssivalvonta: Osakkeet, 2.12.2015. <www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Osakkeet/Pages/Default.aspx>. Viitattu 6.11.2017.

Finnish Business Angels Network ry: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi, 7.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Harju, Ilkka: Komissiokaupan laintasoinen siviilioikeudellinen sääntelytarve arvopaperimarkkinoilla. Referee-artikkeli, *Liikejuridiikka* 3/2016, s. 60.

Heimans, Jeremy – Timms, Henry: Understanding "New Power". *Harvard Business Review* 12/2014, s. 50.

Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki 2011.

Hoppu, Esko – Hoppu, Kari: Kauppa- ja varallisuus oikeuden pääpiirteet. 13. painos, Helsinki 2011.

Hoppu, Kari: Sijoituspalvelusopimukset. Helsinki 2009.

Häyhä, Juha: Johdantoartikkeli teoksessa Häyhä, Juha (toim.): Minun metodini, s. 15–34. Porvoo 1997.

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Helsinki 2013.

International Finance Law Review: MiFID II Report 2017. Saatavilla <<http://www.iflr.com/Supplement/98415/Supplements/Mifid-II-Report-2017.html>>, viitattu 18.12.2017.

Jokivuolle, Esa – Korhonen, Kari: Rahoitusmarkkinoiden integraation yleispiirteet. Teoksessa Koskenkylä, Heikki (toim.): Rahoitusmarkkinoiden integraatio, s. 13–38. Vammala 2004.

Kallio, Aki: Lausunto joukkorahoituslain muutosehdotuksesta, 8.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Keskuskauppakamari: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi, 9.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Kihn, John: Behavioral Finance 101: Cognitive Financial Economics. CreateSpace 2011.

Kirby, Eleanor – Worner, Shane: Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast. Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, 3/2014. Saatavilla <www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.

Knuts, Mårten – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki. 5. uudistettu painos, Helsinki 2014.

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus, 7. uudistettu painos. Helsinki 2014.

Kontkanen, Erkki: Finanssimarkkinoiden sääntely – teoria ja todellisuus. Teoksessa Immonen, Raimo – Knuutinen, Reijo (toim.): Oikeuden ja talouden rajapinnassa – juhlaKirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta, s. 91–104. Helsinki 2015.

Koskenkylä, Heikki: Johdantoartikkeli teoksessa Koskenkylä, Heikki (toim.): Rahoitusmarkkinoiden integraatio, s. 9–12. Vammala 2004.

Koskenkylä, Heikki – Koskinen, Jenni: Vakaus sekä sääntely ja valvonta. Teoksessa Koskenkylä, Heikki (toim.): Rahoitusmarkkinoiden integraatio, s. 169–216. Vammala 2004.

Leppiniemi, Jarmo – Lounasmeri, Sari: Yritysrahoitus. Verkkokirja, päivitetty 12.9.2017.

Manninen, Jyrki: Sijoituspalveluntarjoajan asiakkaiden luokittelu. Edilex-artikkeli, 16.7.2008. Saatavilla <www.edilex.fi/artikkelit/5281.pdf>.

Mäntysaari, Petri: Oikeudenaoloista tieteenaloihin. Lakimies 2/2016, s. 297–304.

Määttä, Kalle: Yritysoikeus yritystoiminnan suunnittelussa. Helsinki 2005.

Nasdaq Helsinki Oy: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi, 16.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Nousiainen, Satu – Sundberg, Sirpa: Sijoituspalveluopas. 2. uudistettu painos, Helsinki 2013.

Pirhonen, Laura: Osakepohjaisen joukkorahoituksen sijoittajansuojasta erityisesti portinvartijastrategian näkökulmasta. Helsinki 2015.

Privanet Group Oyj: Vuosikertomus 2016. Saatavilla <www.privanetgroup.fi/wp-content/uploads/2017/03/PrivanetGroupOyj_Vuosikertomus2016.pdf>.

Privanet Securities Oy: Lausunto joukkorahoituslain muutosehdotuksesta, 7.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Pörssisäätiö: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi, 9.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Pörssisäätiö: Listautujan käsikirja – monenkeskinen markkinapaikka Suomessa. Saatavilla <www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2014/12/listautujankasikirja_2014_fi-nallow.pdf>, viitattu 6.11.2017.

Pylkkönen, Pertti: Arvopaperimarkkinoiden yhdentyminen. Teoksessa Koskenkylä, Heikki (toim.): Rahoitusmarkkinoiden integraatio, s. 39–70. Vammala 2004.

Räisänen, Perttu: OP:n joukkorahoituspalvelu käynnistyi - ensimmäisenä rahaa hakee Jyrki Sukulan jäätelöyhtiö. Kauppalehti.fi, 11.9.2017. Saatavilla <www.kauppalehti.fi/uutiset/uutinen/s3VARDuC>, viitattu 6.11.2017.

Saarinen, Merja: Pörssibuumi palasi. Sijoituskommentti, Talouselämä 42/2015, s. 53.

Salo, Marika: Mermaidin jälkeen - uudella MiFID II -sääntelyllä kohti ymmärrettävämpiä sijoitustuotteita ja parempia sijoituspäätöksiä? 13.3.2017. <www.edilex.fi/uutiset/51656>, viitattu 6.11.2017.

Sillanpää, Matti J: Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Turku 1994.

Suomen yrittäjät: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi, 9.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Tammi-Salminen, Eva: Vanhat ja uudet oikeudenalat. Lakimies 7–8/2015, s. 952–953.

Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Jyväskylä 1997.

Toimihenkilökeskusjärjestö STTK ry: Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi, 7.6.2017. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/hanke?tunnus=VM033:00/2017>.

Valtiovarainministeriö: Eri joukkorahoitusmuodoilla kerätyt tai välitetyt rahoitusmäärät Suomessa. Saatavilla <vm.fi/documents/10623/1985149/Joukkorahoitus+Suomessa/a6412e96-de6f-445c-b3c8-66fda3c1f6af>, viitattu 6.11.2017.

Valtiovarainministeriö: Miksi tarvitaan joukkorahoituslaki? 12.4.2016. Saatavilla <valtioneuvosto.fi/artikkeli/-/asset_publisher/10623/miksi-tarvitaan-joukkorahoituslaki->, viitattu 6.11.2017.

Valtiovarainministeriö: Muistio eduskunnan talousvaliokunnalle, 30.11.2017. Saatavilla <www.eduskunta.fi/FI/vaski/JulkaisuMetatieto/Documents/EDK-2017-AK-161766.pdf>

Valtiovarainministeriö – Työ- ja elinkeinoministeriö: Raportti joukkorahoituskyselystä, 13.3.2014. Saatavilla <vm.fi/dms-portlet/document/0/438024>.

Wuolijoki, Sakari: Pankin neuvontavastuu. Helsinki 2009.

Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
EBA	<i>European Banking Authority,</i> Euroopan pankkiviranomainen
ESMA	<i>European Securities and Markets Authority,</i> Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
HE	hallituksen esitys
LKR	laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017)
MiFID II	<i>Directive on Markets in Financial Instruments,</i> direktiivi 2014/65/EU
MiFIR	<i>Regulation on Markets in Financial Instruments,</i> asetus 600/2014
OTC	<i>over the counter</i>
Sipal	sijoituspalvelulaki (747/2012)
TaVM	talousvaliokunnan mietintö
vp.	valtiopäivät

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimusaihe

1.1.1 Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin uudistus

Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kulmakivenä toimivan uuden rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (*Directive on Markets in Financial Instruments*, 2014/65/EU, jäljempänä MiFID II) soveltaminen alkoi jäsenvaltioissa 3. tammikuuta 2018¹. Direktiivi, yhdessä rahoitusvälineiden markkinat -asetuksen (*Regulation on Markets in Financial Instruments*, 600/2014, jäljempänä MiFIR) kanssa, korvasi alkuperäisen rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (2004/39/EY), jota sovellettiin jäsenvaltioissa vuodesta 2007 alkaen. Direktiivin pääpaino on menettelytapojen sääntelyssä, kun taas asetuksella säännellään erityisesti markkinarakenteita². Suomessa MiFID II:n tuomat keskeisimmät muutokset kohdistuivat sijoituspalvelulakiin (747/2012, jäljempänä SipaL) ja lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (748/2012). Näistä ensin mainittuun tehtiin runsaasti pykälämuutoksia (muutokset päivätty 28.12.2017/1069), kun taas jälkimmäinen korvattiin kokonaan uudella samannimisellä lailla (1070/2017, jäljempänä LKR).

MiFID II:n soveltamisalaan kuuluu lähtökohtaisesti kaupankäynti kaikenlaisilla rahoitusvälineillä. *Rahoitusvälineen* käsite on määritelty direktiivin liitteen I C-osassa ja sisältää siirtokelpoiset arvopaperit, rahamarkkinavälineet, yhteissijoitusyritysten osuudet, erinäiset johdannais- ja hinnanerosopimukset sekä päästöoikeudet³. Määritelmä vastaa asiallisesti SipaL 1:14 §:n rahoitusvälineen määritelmää. Rahoitusvälineistä tämän tutkimuksen kannalta olennaiset, eli *siirtokelpoiset arvopaperit*, on määritelty direktiivin 4 artiklan 44 kohdassa, jonka mukaan sellaisia ovat pääomamarkkinoilla vaihdantakelpoiset arvopaperilajit, kuten yhtiöiden osakkeet ja joukkovelkakirjat. Samankaltainen määritelmä sijaitsee arvopaperimarkkinalain (746/2012, jäljempänä AML) 2:1 §:ssä, jossa

¹ HE 151/2017 vp, s. 10.

² HE 151/2017 vp, s. 22.

³ Näin ollen rahoitusvälineellä ei tarkoiteta esimerkiksi tavallista velkakirjaa tai siirtokelvetonta arvopapereita, jotka eivät ole myöskään AML:ssä tarkoitettuja arvopapereita. Tällaisiin instrumentteihin palataan tarkemmin joukkorahoitustoimintaa käsittelevässä 5 luvussa.

edellytetään arvopaperilta vaihdantakelpoisuutta ja saattamista yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopapereiden kanssa.

Kaikenlaiset rahoitusvälineet eivät kuitenkaan ole MiFID II:n sääntelyn ydinalueella. Merkittävä osa direktiivin, ja erityisesti MiFIR-asetuksen, sääntelystä jättää ulkopuolelle arvopaperit, joilla ei käydä kauppaa direktiivissä tarkoitetuilla, jäljempänä tarkemmin määritellyillä kauppapaikoilla. Tällaiset Suomessa yleisesti listaamattomien yhtiöiden arvopapereiksi kutsutut rahoitusvälineet ovat kuitenkin kasvattaneet suosiotaan myös ei-ammattimaisten asiakkaiden sijoitustoiminnassa, ja esimerkiksi sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella kerättiin vuonna 2016 yli 40 miljoonaa euroa, mikä tarkoitti 184 prosentin kasvua edelliseen vuoteen verrattuna⁴. Listaamattomien yhtiöiden rahoitusjärjestelyihin keskittyneiden sijoituspalveluyritysten, kuten Privanet-konsernin⁵, lisäksi myös monet perinteiset finanssialan toimijat, kuten Nordea ja OP, ovat tulleet julki omien kasvuyhtiöiden rahoituslustoitensa kanssa⁶. Listaamattomien arvopapereiden merkityksen kasvaessa voidaankin pitää tarpeellisena selvittää, miten uusi sääntely vaikuttaa niillä harjoitettuun kaupankäyntiin.

1.1.2 Listaamaton arvopaperi

Listaamattoman arvopaperin käsitettä ei ole virallislähteissä täsmällisesti määritelty eikä sen käyttö ole ollut täysin johdonmukaista. Tässä tutkimuksessa listaamattomalla arvopaperilla tarkoitetaan sellaista osaketta tai joukkovelkakirjaa, joka ei ole kaupankäynnin kohteena MiFID II:ssa tarkoitettulla kauppapaikalla⁷. Kauppapaikoiksi katsotaan direktiivin 4 artiklan 24 kohdan perusteella säännellyt markkinat ja monenkeskiset sekä orga-

⁴ Valtiovarainministeriö: Eri joukkorahoitusmuodoilla kerätyt tai välitetyt rahoitusmäärät Suomessa.

⁵ Privanet Group Oyj 2016, s. 4.

⁶ Ks. esim. *Eskola 2016* ja *Räsänen 2017*.

⁷ Listaamattomina arvopapereina voitaisiin myös pitää kaikkia kauppapaikoille kuulumattomia sijoitusinstrumentteja. Tällöin kuitenkin käsitteen soveltamisalaan olisi luettava lukuisa joukko erinäisiä strukturoituja sijoitustuotteita, jotka saattaisivat sisältää myös kauppapaikalla olevan rahoitusvälineen arvon perusteella hinnoiteltavia komponentteja. Näin ollen määritelmän hyödynnettävyys olisi tutkimuksen kannalta verrattain alhainen. Tutkimuksesta poikkeavan määritelmän sisältää myös laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014), jonka 2:7 §:n mukaan listaamaton yhtiö on yhtiö, jonka osakkeita ei ole otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.

nisoidut kaupankäyntijärjestelmät. Vastaava kauppapaikan määritelmä on implementoitu LKR 1:2 §:n 13 kohtaan. Omaksuttua terminologiaa voidaan pitää tutkimusaiheen kannalta mielekkäänä, sillä MiFID II:n säännöksissä keskeisintä rajanvetoa tehdään juuri sen perusteella, onko arvopaperi kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena vai ei⁸.

Valittu listaamattoman ja sen vastakohtana toimivan listatun arvopaperin määritelmä vastaa laajalti yhteiskunnallista keskustelua, jossa säännelty markkina ja monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on usein samaistettu keskusteltaessa esimerkiksi yritysten pörssilistautumisista⁹. Täsmällisen terminologian käyttämiseksi kauppapaikkojen eri tyypit olisi kuitenkin erotettava toisistaan. Esimerkiksi Finanssivalvonta on katsonut, ettei listalleotolla tarkoiteta kaupankäynnin kohteeksi ottamista monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä¹⁰. Tämän näkökulman mukaan listautuneen yhtiön osakkeet olisivatkin kaupankäynnin kohteena nimenomaan *säännellyllä markkinalla*, jolla tarkoitetaan LKR 1:2 §:n 5 kohdan mukaisesti pörssiä tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavaa kaupankäyntimenettelyä. *Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä*, joka määriteltiin Suomen lainsäädännössä rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin seurauksena, sen sijaan on LKR 1:2 §:n 8 kohdan perusteella erotettu säännelystä markkinasta.

Sekä säännellyn markkinan että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän LKR:n mukaisessa määritelmässä on mainittu kolmansien osapuolien tarjousten saattaminen yhteen siten, että tuloksena on sitova kauppa. Näin ollen niiden tunnuspiirteisiin kuuluvat kolmansien osapuolten mahdollisuus antaa toimeksiantoja itsenäisesti sekä kauppojen syntyminen toimeksiantojen kohdatessa automaattisesti ilman kaupankäynnin järjestäjälle jäävää harkintavaltaa¹¹. Siten esimerkiksi Privanetin kaupankäyntipaikalla, jossa kaup-

⁸ Ks. esim. HE 151/2017 vp, s. 176.

⁹ Ks. esim. *Saarinen 2015*.

¹⁰ Finanssivalvonnan Määräykset ja ohjeet 6/2013, s. 7. Ks. myös HE 43/2007 vp, s. 16, jossa todetaan, että monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteeksi voidaan ottaa myös listaamattomien yritysten arvopapereita. Osakkeiden osalta tässä lienee ollut tarkoitus tehdä rajanvetoa yksityisen ja julkisen osakeyhtiön välillä. Toisin kuin säännellyllä markkinalla, monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi myös yksityisen osakeyhtiön osakkeet, ks. Finanssivalvonta 2015: Osakkeet.

¹¹ *Knuts – Parkkonen 2014*, s. 309.

poja toteutetaan manuaalisesti, kaupankäynnin kohteena olevat yritykset säilyvät tutkimuksessa tarkoitettulla tavalla listaamattomina¹², ja kaupankäyntipaikan toimintaa on siten pidettävä toimeksiantojen välittämisenä ja toteuttamisena MiFID II:ssa tarkoitetun kauppapaikan toiminnan sijaan¹³.

Kauppapaikan määritelmän täyttää myös organisoitu kaupankäyntijärjestelmä, jonka on MiFID II:n myötä määritelty LKR 1:2 §:n 11 kohdassa. Organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä osto- ja myyntitoimeksiannot kohtaavat muiden kauppapaikkojen tavoin, mutta kaupankäynnin kohteena voi olla joukkovelkakirja, strukturoitu rahoitustuote, päästöoikeus tai johdannainen. Tällaiset kaupankäyntijärjestelmät ovat ensimmäistä kertaa sääntelyn piirissä, joten niiden määrää Suomessa ei tiedetä¹⁴. Ottaen kuitenkin huomioon niiden runsaat yhtäläisyydet muiden kauppapaikkojen kanssa ja pohjoismaisten joukkovelkakirjamarkkinoiden epälikvidisyys¹⁵ voidaan organisoidun kaupankäyntijärjestelmän tunnusmerkkien täyttymistä pitää nykyisillä markkinoilla epätodennäköisenä. Näin ollen tähän mennessä listaamattomina pidetyt muutkin kuin oman pääoman ehtoiset arvopaperit säilyttänevät luonteensa myös lakimuutosten jälkeen.

Arvioitaessa sijoituspalveluyrityksen velvollisuuksia listaamattomien arvopapereiden kaupankäynnissä on merkityksellinen myös se seikka, että ne tulkitaan monimutkaisiksi rahoitusvälineiksi. Aiemman rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin mukaan listaamattomat osakkeet olivat monimutkaisia rahoitusvälineitä, kun taas joukkovelkakirjojen

¹² Privanet Securities Oy:n lausunto 7.6.2017, s. 5–6.

¹³ Knuts – Parkkonen 2014, s. 309. Toisin kuitenkin Pörssisäätiön lausunto 9.6.2017, jonka mukaan tällaiset kaupankäyntipaikat pidetään epätarkoituksenmukaisesti monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän määritelmän ulkopuolella, jotta yritykset pääsevät hyötymään listaamattomien yhtiöiden osinkoverotuksesta. On kuitenkin huomattava, että MiFID II kieltää monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjää esimerkiksi toteuttamasta toimeksiantoja omaa pääomaansa vastaan, ks. HE 151/2017 vp, s. 31. Knuts ja Parkkonen katsovat, että monenkeskisen kaupankäynnin volyymilta olisi edellytettävä riittävää laajuutta, sillä se edustaa samanlaista järjestäytyneen kaupankäynnin muotoa kuin säännelty markkina. Ottaen huomioon listaamattomien yhtiöiden kaupankäyntipaikkojen kaupankäyntivolyymit voidaankin katsoa, etteivät monet niiden yhtiöt soveltuisi kaupankäynnin kohteiksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

¹⁴ HE 151/2017 vp, s. 103.

¹⁵ HE 151/2017 vp, s. 75.

monimutkaisuutta arvioitiin tapauskohtaisesti¹⁶. Luokittelu perustui komission direktiivin 2006/73/EY 38 artiklaan ja tehtiin esimerkiksi sen perusteella, oliko tarjolla runsaasti tilaisuuksia rahoitusvälineen rahaksi muuntamiseen julkisesti saatavilla oleviin markkinahintoihin. MiFID II:n 25 artiklassa on kuitenkin kavennettu yksinkertaisten rahoitusvälineiden määritelmää siten, että joukkovelkakirjalainoistakin ainoastaan säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään listatut rahoitusvälineet voidaan tulkita yksinkertaisiksi¹⁷. Luokittelu on merkityksellinen esimerkiksi arvioitaessa, millaisia rahoitusvälineitä voidaan tarjota asiakkaille ilman asianmukaisuusarvion tekemistä.

1.2 Tutkimuksen kysymyksenasettelu ja rakenne

Tässä tutkimuksessa tarkoituksena on selvittää, millaiset vaikutukset MiFID II:lla on kaupankäyntiin listaamattomilla arvopapereilla. Tarkastelu tapahtuu pääosin sijoituspalveluyritysten näkökulmasta, sillä valtaosa direktiivistä on keskittynyt niille asetettuihin velvollisuuksiin. Esimerkiksi rahoitusta hakevien yritysten toimintaan sääntelyllä on sen sijaan vain välillistä vaikutusta¹⁸. Arvioitaessa sääntelyn taustalla olevia tavoitteita ja niiden toteutumista on kuitenkin tarkoituksena tehdä johtopäätöksiä myös vaikutuksista rahoitusmarkkinoihin ja pääoman saatavuuteen kokonaisuudessaan, sillä esimerkiksi viidennessä luvussa käsitellyn sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen markkinoiden toiminta vaikuttaa olennaisesti yritysten käytössä oleviin rahoitusvaihtoehtoihin. Koska direktiivin vaikutukset riippuvat olennaisesti niiden kansallisesta toimeenpanosta, tutkimusnäkökulma rajautuu vahvasti kotimaiseen toimintaan. Näin ollen tutkimuksen kanalta keskeinen aineisto rakentuu direktiivin implementointiin liittyvän hallituksen esityksen ympärille. Sääntelyä tarkasteltaessa on tarkoitus tehdä vertailua direktiiviä edeltäneeseen vaiheeseen ja pohtia, mitkä tekijät ovat nähtävissä muutosten taustalla.

¹⁶ Ks. esim. *Nousiainen – Sundberg* 2013, s. 108–109. Arviointi perustui siihen, sisältyikö joukkovelkakirjalainaan johdannaisopimuksen ominaisuus.

¹⁷ ESMA/2015/1783, s. 10.

¹⁸ Ks. esim. HE 151/2017 vp, s. 108.

Sääntelyn kohteena olevalla sijoituspalveluyrityksellä tarkoitetaan tutkimuksessa SipaL 1:13 §:ää vastaavasti ”suomalaista osakeyhtiötä tai eurooppayhtiölaissa (742/2004) tarkoitettua eurooppayhtiötä, jolla on sijoituspalvelulain mukainen toimilupa tarjota sijoituspalvelua¹⁹”. Sijoituspalvelu on puolestaan määritelty 1:15 §:ssä, jonka luettelo sisältää seuraavat sijoituspalvelut:

- rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen
- toimeksiantojen toteuttaminen asiakkaan lukuun
- kaupankäynti omaan lukuun
- omaisuudenhoito
- sijoitusneuvonta
- rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestäminen joko antamalla siihen liittyvä merkintä- tai ostositoumus tai ilman sitä
- monenkeskisen ja organisoidun kaupankäynnin järjestäminen

Tutkimuksessa näkökulma on nimenomaisesti rahoitusvälineisiin liittyvässä kaupankäynnissä, jolla viitataan yksittäisiin rahoitusvälineitä koskeviin liiketoimiin. Sijoituspalveluista ovat tällöin relevantteja erityisesti luettelon kolme ensimmäistä kohtaa. Toimeksiantojen toteuttaminen on kyseessä silloin, kun sijoituspalveluyritys saattaa yhteen asiakkaidensa antamia toimeksiantoja liiketoimen syntymiseksi, ja kaupankäynti omaan lukuun silloin, kun se itse toimii liiketoimen osapuolena. Sen sijaan esimerkiksi sijoitusneuvonnan sääntely, jonka voidaan katsoa muodostavan oman kokonaisen tutkimusaiheensa, rajautuu tutkimuksen ulkopuolelle, vaikka neuvontaan liittyviä menettelytapoja onkin MiFID II:ssa käsitelty merkittävässä laajuudessa²⁰.

¹⁹ SipaL 2:2 §:n perusteella oikeus sijoituspalveluiden tarjoamiseen on myös luottolaitoksilla, rahastoyhtiöillä ja vaihtoehtorahastojen hoitajilla. Tällöin niitä koskeva sääntely käy ilmi sekä SipaL 1:4 §:stä että niiden toimintaa koskevasta erityislainsäädännöstä. SipaL 1:5–7 § sääntelevät lisäksi ulkomaisten toimijoiden oikeutta sijoituspalveluiden tarjoamiseen Suomessa.

²⁰ Sijoitusneuvonnalla tarkoitetaan yksilöllisten suositusten antamista asiakkaalle rahoitusvälineitä koskeviksi liiketoimiksi siten, että suosituksissa on otettu huomioon asiakkaan yksilölliset olosuhteet, ks. HE 43/2007 vp, s. 43.

Tutkimus on rakennettu siten, että toisessa luvussa paneudutaan tarkemmin Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehitykseen ja sen taustalla vaikuttaviin tavoitteisiin. Tarkoituksena on esittää MiFID II:n säätämisen taustalla olevat lähtökohdat ja säätämisen vaiheet sekä eritellä eri tavoitteiden näkymistä myös niissä direktiivin säännöksissä, joiden syvällisempi tarkastelu on rajattu tutkimuksen ulkopuolelle. Kolmannessa ja neljännessä luvussa käsitellään yksityiskohtaisesti sijoituspalveluyritysten toiminnan sääntelyä. Niissä käsitellyt teemat on valittu poimimalla oikeustilaa muuttavat säännökset, joiden soveltamista ei ole rajattu koskemaan kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita tai tutkimuksen ulkopuolelle rajattuja sijoituspalveluita. Luvut on jaoteltu siten, että luku 3 keskittyy sijoituspalveluyritysten toimintaedellytyksiin käsitellen niiden toiminnan ja hallinnon järjestämistä koskevia säännöksiä. Tarkoituksena on näin ollen arvioida muutoksia edellytyksiin, joilla sijoituspalveluyritys voi ylipäätään toimia markkinoilla. Luku 4 keskittyy puolestaan sijoituspalveluyritysten asiassuhteisiin liittyviin velvollisuuksiin ja menettelytapoihin.

MiFID II:n 3 artikla antaa jäsenvaltioille mahdollisuuden soveltaa direktiiviä joihinkin toimijoihin vain osittain. Suomessa tämän osittaispoikkeussääntelyn on lainsäädäntöhankkeesta annetun lausuntopalautteen perusteella katsottu olevan merkityksellistä erityisesti säänneltäessä sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, joka on käyttökelpoinen toimintamalli erityisesti listaamattomien yhtiöiden rahoituksessa ensimarkkinoilla²¹. Tästä syystä tutkimuksen 5 luvussa tarkastellaan artiklan sääntelyä suhteessa joukkorahoitukseen, jonka sääntelyn tarkoituksenmukainen taso on lausuntopalautteen perusteella hyvinkin kiistanalainen. Tarkoituksena on eritellä, mitä merkitystä joukkorahoituksen osin muista sijoituspalveluista poikkeavalla sääntelyllä on toimiluvallisten sijoituspalveluyritysten kannalta. Kuudennessa luvussa tehdään yhteenvetoa ja esitetään johtopäätöksiä sääntelyn taustalla olevien tavoitteiden toteutumisesta sekä sen merkityksestä sijoituspalveluyrityksille ja listaamattomien arvopapereiden markkinoille ylipäätään.

²¹ Vrt. esim. Ruotsi, jossa 3 artiklan sääntelyn on katsottu soveltuvan erityisesti vakuutusliiketoiminnan sivutoimintana harjoitettavaan rahasto-osuuksien välitykseen. Näin ollen sääntelymuutosten tarkoituksenmukaisuuden arviointi on jätetty vakuutusten tarjoamisesta annetun direktiivin implementointihankkeeseen, ks. Regerings proposition 2016/17:162, s. 272–273.

1.3 Tutkimuksen metodologia ja aineisto

Tutkimus on metodiltaan lainopillinen keskittyen ajankohtaisen sääntelyn tarkasteluun. Lainopin periaatteiden mukaisesti tutkimuksessa systematisoidaan ja tulkitaan tarkastelun kohteena olevan sääntelyn sisältöä oikeuslähteiden merkityksen konkretisoinniseksi²². Tutkimuksen kannalta relevantit oikeusnormit sisältyvät Suomen rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön, johon MiFID II:n muutoksia aikaansaaneet säännökset on implementoitu. Alkuperäisen säädöksen ollessa direktiivi se ei ole välittömästi kansallisesti sovellettavaa oikeutta, vaan jäsenvaltioiden on saatettava lainsäädäntönsä sen mukaiseksi²³. Tarkastelemalla myös lainsäädäntöhankkeen aikana kertynyttä lausuntopalautetta saadaan lisätietoa sääntelyn suhteesta erinäisiin yhteiskunnassa vallitseviin intresseihin²⁴ ja voidaan tehdä johtopäätöksiä sääntelyn taustalla vaikuttavista tavoitteista.

Tutkimuksen normiaineiston kannalta relevantteja ovat myös MiFID II:n valtuuttamana annetut delegoidut säädökset ja viranomaisohjeistukset. Näitä EU:n arvopaperimarkkinasääntelyn eri tasoille asettuvia oikeuslähteitä on tarkemmin tarkasteltu 2 luvussa. Niillä on keskeistä merkitystä esimerkiksi 3 luvun henkilöstön pätevyyttä ja 4 luvun tuotehallintamenettelyä koskevassa sääntelyssä. Tällainen aineisto tulee varsinaisesti esimerkiksi sijoituspalveluyrityksiä velvoittavaksi, kun se toimeenpannaan Finanssivalvonnan määräyksiin²⁵, mutta määräysten ollessa vasta tulossa on tulevaa oikeustilaa kuitenkin ennakoitava alkuperäisiä säädöksiä ja ohjeistuksia tarkastelemalla. Finanssivalvonnan toimivallasta säädetään laissa Finanssivalvonnasta (878/2008), jonka 1–3 §:n mukaan se on Suomen Pankin yhteydessä toimiva elin, jonka tavoitteena on turvata finans-

²² Ks. esim. *Hirvonen* 2011, s. 22–23.

²³ Ks. esim. *Määttä* 2005, s. 9.

²⁴ Ks. *Häyhä* 1997, s. 17.

²⁵ Ks. esim. HE 151/2017 vp, s. 68.

simarkkinoiden vakaata toimintaa sekä yleistä luottamusta niitä kohtaan antamalla esimerkiksi lain soveltamisen kannalta tarpeellisia määräyksiä. Näin ollen sillä on alemman asteen EU-sääntelyn toimeenpanemisen lisäksi myös itsenäistä norminantovaltaa²⁶.

Oikeudenalajaottelultaan tutkimus on arvopaperimarkkinaoikeudellinen. Tarkastelun kohteena ovat siten arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaan sijoitustoimintaan liittyvät oikeudelliset kysymykset sääntelyn kohdistuessa vaihdannan kohteisiin, vaihdantatransaktioihin, markkinaosapuoliin, markkina-ammattilaisiin ja kauppapaikkoihin²⁷. Oikeudenalan kehityksen lähtökohtana on toiminut osakeyhtiöoikeus, mutta arvopaperimarkkinoiden yhteiskunnallisen merkityksen kasvaessa on havaittu tarve luoda niitä koskevaa erityissääntelyä²⁸. Voidaan myös katsoa, että rahoitusmarkkinoiden EU-sääntelyn lisääntyminen on omiaan edistämään vanhojen oikeudenalojen fragmentoitumista²⁹. Tutkimusnäkökulman keskittyessä käytännön toimijoihin eli sijoituspalveluyrityksiin, joiden on sopeutettava toimintaansa täyttääkseen sääntelyn vaatimukset, tutkimuksen voidaan katsoa edustavan myös ns. käyttäjäystävällistä oikeustiedettä. Tällöin tutkimuksen käyttäjän, tässä tapauksessa sijoituspalveluyrityksen, tavoitteena on vähentää primäärilähteistä, joille annetaan normatiivista merkitystä, hankittuun tietoon liittyvää tulkintariskiä³⁰.

²⁶ Yleisestikin viranomaisohjeistukset ovat jo pitkään olleet keskeisiä arvopaperioikeudellisia oikeuslähteitä, ks. *Hoppu – Hoppu 2011*, s. 336, jossa mainitaan esimerkkinä viranomaismääräyksistä Rahoitustarkastuksen standardit. Lain Finanssivalvonnasta 9:76 §:n mukaisesti Finanssivalvonta on perustettu jatamaan Rahoitustarkastuksen toimintaa.

²⁷ *Timonen 1997*, s. 180.

²⁸ *Sillanpää 1994*, s. 5.

²⁹ Oikeudenalojen muutoksesta ks. *Tammi-Salminen 2015*, s. 952.

³⁰ Ks. *Mäntysaari 2016*, s. 300. Mäntysaari katsoo, että käyttäjäystävällisen oikeustieteen kentässä voidaan ottaa huomioon myös oikeusjärjestyksen ulkopuolisia yhteiskunnallisia seikkoja, mikä vastaa hyvin tutkimuksen pyrkimystä tehdä johtopäätöksiä myös tarkasteltavan sääntelyn käytännön merkityksestä ja vaikutuksesta.

2 RAHOITUSVÄLINEIDEN MARKKINOIDEN SÄÄNTELY

2.1 EU-sääntelyn integraatio

Arvopaperimarkkinoiden kehityksestä huolimatta niitä koskeva EU-lainsäädäntö pysyi jokseenkin muuttumattomana aina 2000-luvun alkupuolelle saakka, jolloin voimassa olleista direktiiveistä merkittävä osa perustui vähimmäisharmonisointiin³¹. Sääntelyn taustalta oli siten tunnistettavissa unionin sääntelyä kuvaava subsidiariteettiperiaate, jonka mukaan unioni ryhtyy sääntelytoimenpiteisiin vain, mikäli se pystyy saavuttamaan asetetut tavoitteet jäsenvaltioita tehokkaammin tai jäsenvaltioiden omat toimet eivät ole tavoitteiden saavuttamisen kannalta riittäviä³². Näin ollen sääntely fragmentoitui vastaamaan kunkin jäsenvaltion markkinoissa tapahtuneita muutoksia³³. Sijoituspalveluyritysten kannalta relevantti oli vuoden 1993 sijoituspalveludirektiivi (93/22/ETY), jossa sijoitus- ym. rahoituspalveluiden tarjoajille määriteltiin yhden toimiluvan periaate, jonka mukaan yhdessä jäsenvaltiossa toimiluvan saanut yritys saattoi toimia saman luvan turvin koko unionin alueella³⁴.

Sääntelyssä otettiin uusi suunta vuonna 1999, jolloin Euroopan komissio julkaisi toimintasuunnitelman, jonka päämääränä oli luoda myös rahoituspalveluille yhtenäiset sisämarkkinat³⁵. Tällaiset yhdentyneet rahoitusmarkkinat määriteltiin Euroopan keskuspankin mukaan ”tilanteeksi, jossa mitkään tekijät eivät saata talouden toimijoita erityisesti sijainnin perusteella eriarvoiseen asemaan sen suhteen, miten ne voivat hankkia pääomaa ja tehdä pääomasijoituksia”³⁶. Suunnitelman mukaisessa pääomamarkkinaunionissa moderni ja yleisesti sovellettava sääntely katsottiin kansainvälisen kilpailukyvyn kannalta positiiviseksi³⁷. Seurauksena sääntelyn integraatiota on ns. Lissabonin strate-

³¹ Häyrynen – Kajala 2013, s. 23. Vrt. esim. Elinkeinoelämän keskusliiton lausunto 2.6.2017, jossa MiFID II:n myötä toimeenpannusta sääntelystä käytetään puolestaan maksimiharmonisoinnin käsitettä.

³² Ks. esim. Kontkanen 2015, s. 99–100.

³³ Häyrynen – Kajala 2013, s. 23.

³⁴ Pyllkkönen 2004, s. 43.

³⁵ Häyrynen – Kajala 2013, s. 23.

³⁶ Euroopan keskuspankin kuukausikatsaus, lokakuu 2003, s. 53.

³⁷ Ks. esim. Harju 2016, s. 60 ss.

gian pohjalta huomattavasti syvennetty, sillä sitä kautta on katsottu voitavan luoda huomattavia kasvu- ja työllisyysvaikutuksia, parantaa rahoituksen ja rahoituspalveluiden saatavuutta sekä tehdä sijoitustuotteista monipuolisia ja luotettavia³⁸. Integraatio näkyy siirtymisenä kansallisesta sääntelystä kohti kansainvälistä ja entistä yksityiskohtaisempaa sääntelyä, normien määrän lisääntymisenä sekä siinä, että kasvava osa sääntelystä annetaan suoraan jäsenvaltioissa sovellettavina asetuksina³⁹.

Integroituneiden rahoitusmarkkinoiden sääntely perustuu Lissabonin strategian myötä hahmoteltuun nelitasoiseen sääntelykehikkoon⁴⁰. Lainsäädäntötapaa kutsutaan sen luoneen komitean puheenjohtajan mukaan Lamfalussy-prosessiksi, jonka tavoitteena on nopeuttaa ja joustavoittaa sääntelyn kehittämistä⁴¹. Säädösvalmistelu onkin olennaisesti nopeutunut, kun esimerkiksi finanssikriisin myötä sääntelyssä ilmenneitä aukkoja on paikattu uusilla normeilla⁴². Lamfalussy-prosessin mukaisesti luotu sääntely on rakennettu siten, että sääntelykehikon ensimmäisellä tasolla vaikuttaa joko direktiivinä tai asetuksena annettu puitesäännös, toisella tasolla täytäntöönpanotoimenpiteet, kolmannella tasolla Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeet ja suositukset sekä neljännellä tasolla komission valvontatoimet⁴³.

³⁸ Koskenkylä 2004, s. 10.

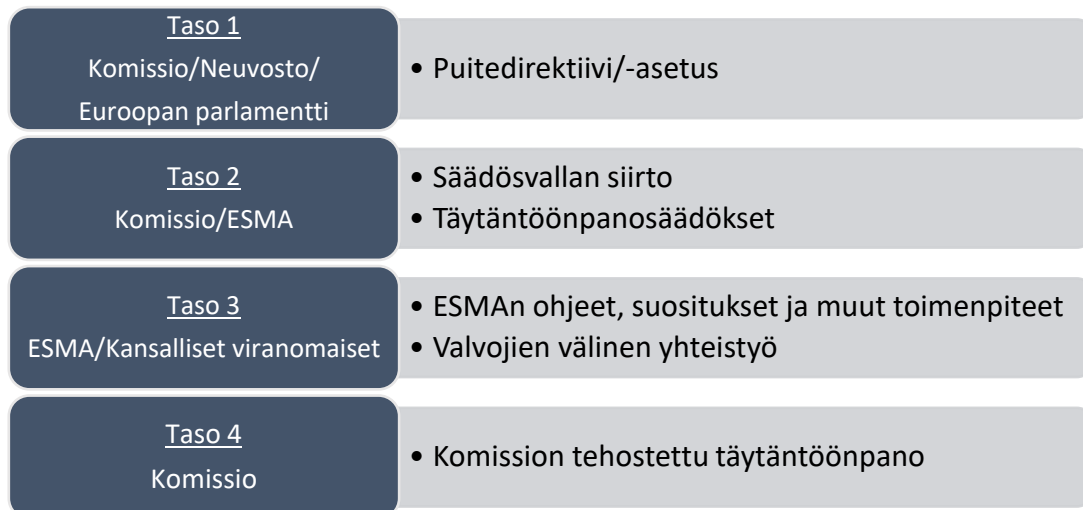
³⁹ Kontkanen 2015, s. 93–94.

⁴⁰ Häyrynen – Kajala 2013, s. 24.

⁴¹ Jokivuolle – Korhonen 2004, s. 32.

⁴² HE 32/2012, s. 31.

⁴³ Lamfalussy-prosessin eri tasoista yksityiskohtaisemmin, ks. Häyrynen – Kajala 2013, s. 24–25.



Lamfalussy-prosessin neljä tasoa. Lähde: Häyrynen – Kajala 2013, s. 26.

Lamfalussy-prosessin pääpiirteet ovat säilyneet pitkälti muuttumattomina⁴⁴. Ehkä keskeisin muutos on ollut Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) merkityksen kasvu. ESMA on osa vuonna 2011 toimintansa aloittanutta, finanssikriisin myötä huomattavan nopeasti uudistettua eurooppalaista finanssivalvontajärjestelmää, johon kuuluvat sen lisäksi myös pankki- ja vakuutusalan viranomaiset⁴⁵. ESMAn ohjeistuksilla, joita kansallisten viranomaisten ja finanssisektorin toimijoiden on viranomaisia koskevien asetusten perusteella ”kaikin tavoin pyrittävä noudattamaan”, on merkittävä asema ylemmän tason sääntelyn täydentämisessä⁴⁶. Ensisijaisesti ohjeistukset kohdistuvat kuitenkin kansallisiin viranomaisiin, kun taas yksittäisiin finanssimarkkinoiden toimijoihin voidaan kohdistaa toimenpiteitä silloin, kun tällainen viranomainen ei ole ryhtynyt riittäviin toimenpiteisiin⁴⁷. Ohjeistusten lisäksi ESMAlle on annettu tehtäväksi valmistella erinäisiä sääntely- ja täytäntöönpanostandardeja, joiden pohjalta komissio hyväksyy uusia veloitteita finanssisektorille⁴⁸.

⁴⁴ Häyrynen – Kajala 2013, s. 24.

⁴⁵ Kontkanen 2015, s. 91. ESMAn muodostamisesta ja tehtävistä tarkemmin Häyrynen – Kajala 2013, s. 27–43.

⁴⁶ Kontkanen 2015, s. 93–94.

⁴⁷ Häyrynen – Kajala 2013, s. 37.

⁴⁸ Kontkanen 2015, s. 93–94.

Sääntelyn ja valvonnan yhdenmukaistumisen myötä voidaan jopa esittää, että subsidiariteettiperiaatteen soveltamisesta on arvopaperimarkkinaoikeudessa tosiasiallisesti luovuttu, ja unioni on ottanut säädösvallan lähes kokonaan itselleen⁴⁹. Seuraukset eivät ole olleet kaikin puolin positiivisia. Sääntelyä on muun muassa kritisoitu heikosta ymmärrettävyydestä, mihin ovat vaikuttaneet säännösten yksityiskohtaistuminen sekä koko sääntelyjärjestelmän monimutkaistuminen⁵⁰. Esimerkiksi Suomen vuoden 2012 arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen taustalla oli runsaan EU-sääntelyn täytännönpanon aiheuttama lainsäädännön vaikeaselkoisuus ja pirstaleisuus⁵¹. Jotta lainsäädäntö säilyisi mahdollisimman selkeänä ja joustavana myös esimerkiksi uusien komission päätösten ja ESMAn tulkintakannanottojen jälkeen, sääntelyä toimeenpannaankin paljolti myös valtiovarainministeriön asetuksilla ja Finanssivalvonnan määräyksillä⁵². Markkinoiden vakauden ja valvonnan tehokkuuden turvaaminen on kuitenkin katsottu riittävän tärkeiksi tavoitteiksi sääntelyn keskittämisen oikeuttamiseksi⁵³.

2.2 MiFID II ja sitä edeltäneet säädökset

MiFID II on yksi keskeisimmistä Lamfalussy-prosessin ensimmäisen tason puitesäädöksistä. Kaiken kaikkiaan se on sijoituspalveluiden EU-sääntelyn kolmas vaihe seuraten vuoden 1993 sijoituspalveludirektiiviä ja vuoden 2004 alkuperäistä rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviä⁵⁴. Direktiivin johdannon 155 kohdassa on mainittu komission toimivalta antaa toisen tason delegoituja säädöksiä normien yksityiskohtaistamiseksi ja määritelmien täsmentämiseksi. Tämä toimivalta perustuu edellä esitetystä kuviossa mainittuun säädösvallan siirtoon. 156–158 kohdissa on puolestaan käsitelty ESMAn toimivaltaa esittää komissiolle teknisiä sääntely- ja toimeenpanostandardeja, joiden tarkoituksena on varmistaa direktiivin yhdenmukainen soveltaminen. Lisäksi ESMalla on toimivaltaa antaa erinäisiä kolmannelle tasolle kuuluvia ohjeistuksia, jotka on mainittu

⁴⁹ Kontkanen 2015, s. 100.

⁵⁰ Kontkanen 2015, s. 101.

⁵¹ HE 32/2012 vp, s. 9.

⁵² HE 32/2012 vp, s. 65.

⁵³ Kontkanen 2015, s. 100.

⁵⁴ Ks. esim. Harju 2016.

esimerkiksi 25 artiklassa käsitellyn sijoituspalveluyrityksen henkilöstön tietämyksen ja pätevyyden arvioinnin yhteydessä.

MiFID II:n soveltamisalaan kuuluvan sääntelyn kehitysvaiheita on kerrattu direktiivin johdannossa. Vuoden 2004 rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin säätämisen taustalla vaikuttivat yhä useampien sijoittajien toiminta rahoitusmarkkinoilla sekä rahoitusvälineiden valikoiman monipuolistuminen. Nämä tekijät vaativat oikeudellisen kehyksen laajentamista kattamaan kaikki sijoittajiin kohdistuva toiminta korkeatasoisen sijoittajansuojan takaamiseksi. Yhtenä tavoitteena oli myös lisätä markkinapaikkojen välistä kilpailua siten, että kauppoja voitaisiin toteuttaa varsinaisten pörssien lisäksi myös muilla markkinapaikoilla tai sisäisenä toteutuksena kokonaan markkinapaikkojen ulkopuolella⁵⁵. Säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteena olleiden arvopapereiden osalta pyrittiin kuitenkin varmistamaan myös kaupankäynnin läpinäkyvyys asettamalla sijoituspalveluyrityksille sitovien tarjousten ja toteutuneiden kauppojen raportointivelvollisuus siitä riippumatta, miten kauppa oli toteutettu⁵⁶. Sijoituspalveluyritykset saivat myös aiempaa kattavamman oikeuden tarjota palveluitaan koko unionin alueella⁵⁷.

Suomen lainsäädäntöön kyseinen direktiivi implementointiin vuonna 2007, jolloin keskeisimpiä uudistuksia olivat monenkeskisen kaupankäynnin järjestämisen määrittely sekä sijoitusneuvonnan säätäminen toimilupaa edellyttäväksi sijoituspalvelun tarjoamiseksi⁵⁸. Lisäksi luvanvaraisuus ulotettiin koskemaan myös sijoituspalveluyrityksen omaan lukuun käymää kauppaa, mikäli kyse ei ollut ainoastaan omien varojen passiivisesta sijoittamisesta⁵⁹. Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi sekä komission vuonna 2006 antama täytäntöönpanodirektiivi muuttivat tuolloin sijoituspalveluyritysten vel-

⁵⁵ HE 43/2007 vp, s. 15. Kauppojen sisäisenä toteutuksena direktiivissä tarkoitettiin sijoituspalveluyrityksen asettumista itse ostajan tai myyjän vastapuoleksi markkinapaikan ulkopuolella, ks. mts. 20.

⁵⁶ HE 43/2007 vp, s. 20–21.

⁵⁷ HE 151/2017 vp, s. 9.

⁵⁸ HE 43/2007 vp, s. 1.

⁵⁹ HE 43/2007 vp, s. 24.

voitteita niin suuressa määrin, että implementointi lainsäädäntöön toteutettiin säätämällä kokonaan uusi sijoituspalvelulaki (922/2007), minkä lisäksi myös arvopaperimarkkinalakiin tehtiin laajoja tarkistuksia⁶⁰.

Vaikka vuoden 2004 direktiivi lisäsi sijoittajien valinnanvaraa ja alensi näiltä veloitettavia hintoja, sijoituspalveluihin ja markkinapaikkoihin kohdistuvan kilpailun ei kuitenkaan katsottu hyödyttäneen riittäväällä tavalla loppusijoittajia, vaan markkinoiden läpinäkyvyyttä ja valvontaa katsottiin tarpeelliseksi kehittää entisestään⁶¹. Muutostarpeen taustalla vaikutti myös vuonna 2008 puhjennut finanssikriisi, jonka myötä rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä ja valvonnassa havaittiin vakavia puutteita, joita lähdettiin viipymättä korjaamaan⁶². MiFID II:n johdannon mukaisesti kansainvälisesti vallitsi melko suuri yksimielisyys siitä, että puutteet rahoituslaitosten ohjaus- ja hallintojärjestelmissä olivat olleet kriisin osasy. Esimerkiksi Suomessa kriisin myötä arvoaan menettäneet, usein hyvinkin monimutkaiset sijoitukset aiheuttivat runsaasti sijoittajien ja sijoituspalveluiden tarjoajien välisiä riitoja, joita käsiteltiin niin Arvopaperilautakunnassa kuin yleisissä tuomioistuimissa⁶³.

Komissio antoi lokakuussa 2011 laajan ehdotuksen rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin uudistamisesta. MiFID II:n johdannon 164 kohdassa on todettu uuden direktiivin tavoitteena olevan luoda sellaiset yhdentyneet rahoitusmarkkinat, joilla sijoittajilla on tehokas suoja ja markkinoiden tehokkuus on yleisesti turvattu. Kyseisessä kohdassa on myös mainittu, etteivät jäsenvaltiot voi saavuttaa tavoitteita riittäväällä tavalla, vaan vaaditaan yhtenäisiä sääntelyvaatimuksia. Näin ollen subsidiariteettiperiaate on tullut ainakin nimellisesti otetuksi huomioon. Direktiivissä on katsottu olennaiseksi vähentää jäsenvaltioiden harkintavaltaa rahoituspalveluita koskevan sääntelyn suhteen ja saattaa kaikki osakkeita, joukkovelkakirjoja ja johdannaisia koskeva kaupankäynti säännellyille kauppapaikoille⁶⁴. Direktiiviä oli alun perin tarkoitus soveltaa jäsenvaltioissa vuoden

⁶⁰ HE 43/2007 vp, s. 7–8.

⁶¹ HE 151/2017 vp, s. 9.

⁶² *Kontkanen* 2015, s. 91.

⁶³ *Salo* 2017.

⁶⁴ HE 151/2017 vp, s. 9.

2017 alusta lähtien, mutta muun muassa tiedonkeruun kauppapaikoilta ja delegoitujen säädösten valmistelun viivästyttyä direktiivin perusteella annetun kansallisen sääntelyn, kuten myös MiFIR-asetuksen, soveltamisen alkua lykättiin vuodelle 2018⁶⁵.

Suomessa MiFID II:n implementoimiseksi annetussa hallituksen esityksessä omaksuttiin lähtökohta, jonka mukaan kansallisesta, direktiiviin perustumattomasta lisäsääntelystä on pidättäydyttävä, sillä Suomen markkinoilla ei ole havaittu tällaista sääntelyä edellyttäviä puutteita⁶⁶. Samaa periaatetta käytettiin jo vuoden 2012 arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksessa⁶⁷, jossa laki jaettiin useampaan osaan siten, että esimerkiksi kaikki sijoituspalveluyrityksiä koskevat säännökset koottiin uuteen sijoituspalvelulakiin (747/2012) ja uutena luotiin laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (748/2012)⁶⁸. Periaatteen taustalla on pyrkimys huolehtia kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla toimivien edun mukaisuudesta ja toimintaympäristön kilpailukyvyistä, jotta turvattaisiin rahoituksen saatavuutta sekä laajaa tuotteiden ja palveluiden tarjontaa⁶⁹. Muita jäsenvaltioita ankarampi sääntely ei toteuttaisi tavoitetta. MiFID II:n toimeenpanossa direktiivin antamia lisäsääntelymahdollisuuksia hyödynnetäänkin lähinnä siten, että aiemmat julkisia sisäpiirirekistereitä koskevat kansalliset säännökset pidetään voimassa⁷⁰.

Kansallisesta lisäsääntelystä pidättäytyminen on laajalti kuvannut MiFID II:n toimeenpanoa myös muissa jäsenvaltioissa. Esimerkiksi Ruotsissa tällaiselle sääntelylle on direktiivin harmonisointitarkoituksen säilyttämiseksi edellytetty olevan vahvat perusteet, ja sitä onkin annettu vain yksittäisissä riippumattomasta sijoitusneuvontaa, kannustimia ja asiakasvaroja koskevissa säännöksissä⁷¹. Myös useissa muissa jäsenvaltioissa on pidät-

⁶⁵ HE 151/2017 vp, s. 10–11.

⁶⁶ HE 151/2017 vp, s. 61.

⁶⁷ HE 32/2012 vp, s. 61.

⁶⁸ HE 32/2012 vp, s. 1.

⁶⁹ HE 32/2012 vp, s. 9.

⁷⁰ HE 151/2017 vp, s. 61–62. Yleisesti sijoituspalveluyrityksissä noudatettava sisäpiirisääntely muuttuu MiFID II:n myötä vain siten, että aiempaan sääntelyyn sisältyneet velvollisuudet henkilökohtaisia liiketoimia ja sisäpiirirekistereitä koskevien vuosi-ilmoitusten tekemisestä poistuvat. Näin ollen ilmoituksia ei tarvitse toimittaa enää vuodelta 2017, ks. mts. 175.

⁷¹ Regeringens proposition 2016/17:162, s. 242.

täydytty lisäsääntelystä vetoamalla esimerkiksi finanssitoimialan tehokkuuden säilyttämiseen jo entisestään tiukassa sääntely-ympäristössä⁷². Toisaalta näissä maissa on laajalti jätetty toimeenpanematta myös direktiivin harkinnanvaraiset poikkeukset, kuten 3 artiklan mukainen kevyempi sääntelykehikko, joka taas Suomessa on toimeenpantu täysin direktiivin mukaisesti⁷³. Näin ollen voidaankin katsoa, että Suomessa tiettyjä sijoituspalveluita, kuten sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittämistä, voidaan tarjota eurooppalaisessa vertailussa poikkeuksellisenkin kevyessä sääntelykehikossa.

Kansallista lisäsääntelyä ehkäisee myös pyrkimys välttää ristiriitoja tulevan, Lamfalussy-prosessin alempien tasojen sääntelyn kanssa. Vuoden 2004 rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin tapaan myös MiFID II sisältää runsaasti valtuuksia komission toisen asteen sääntelylle, joka on yleensä toteutettu suoraan sovellettavina asetuksina⁷⁴. Näin ollen direktiivin täydentäminen kansallisilla säännöksillä loisi merkittävän riskin siitä, että sääntelyä jouduttaisiin myöhemmin muuttamaan uudelleen. Lisäksi on huomattava, että lainsäädäntöhanke on toteutettu Suomessa kiireellisellä aikataululla, mikä on rajannut esimerkiksi hallituksen esityksen valiokuntakäsittelyn laajuutta⁷⁵. Näin ollen on myös mahdollista, ettei lisäsääntelyn tarpeellisuutta ole kaikilta osin tarkasteltu niin perinpohjaisesti kuin joustavammalla aikataululla olisi tehty.

2.3 Sääntelyn tavoitteet

2.3.1 Yritysrahoituksen helpottaminen

Yritysten rahoituksen saaminen niiden kilpailukykyä ja uudistumista edistäviin investointeihin on olennaista myös kansantalouden kehityksen kannalta⁷⁶. Rahoituksen hankin-

⁷² Ks. esim. International Finance Law Review: MiFID II Report 2017, johon on koottu lakitoimistojen toimittamia raportteja Espanjasta, Irlannista, Itävallasta, Kyprokselta, Luxemburgista ja Portugalista.

⁷³ Lisäksi esim. Iso-Britanniassa 3 artiklassa tarkoitettuihin toimijoihin on jo ennen MiFID II:ta sovellettu tiukempaa kansallista sääntelyä, jota ei ole tarkoitus lieventää direktiiviä toimeenpantaessa, ks. Financial Conduct Authority 2017, s. 12.

⁷⁴ HE 151/2017 vp, s. 62.

⁷⁵ TaVM 22/2017 vp, s. 4.

⁷⁶ Ks. esim. *Knuts – Parkkonen 2014*, s. 2.

nassa yritykset ovat jo pitkään olleet yhä riippuvaisempia pääomamarkkinoista sen sijaan, että ne olisivat lainanneet rahaa luottolaitoksilta⁷⁷. Tämä koskettaa erityisesti liiketoimintansa alkuvaiheessa olevia listaamattomia yrityksiä. Syynä on esimerkiksi pankkien kohtaama runsas pääomavaatimussääntely, joka estää niiden antaman rahoituksen kohdistumisen kasvuyhtiöihin, joihin sijoittamisen riski on yleensä suhteellisen korkea⁷⁸. Yksi rahoitusmarkkinoiden sääntelyn keskeisistä tavoitteista onkin ollut parantaa erityisesti tutkimuskeskeisten ja innovatiivisten pk-yritysten velka- ja pääomarahoituksen saantia⁷⁹. Vuonna 2007 Eurooppa-neuvosto asetti viidelle seuraavalle vuodelle tavoitteen, jonka mukaan yritysten hallinnollisia rasitteita olisi pienennettävä 25 prosentilla kilpailukyvyn lisäämiseksi⁸⁰.

Tavoitteeseen pyrkimisessä keskeisiä välineitä ovat olleet markkinapaikka- ja esitesääntely. Vuoden 2004 rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä määritellyn monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tarkoituksena on ollut soveltaa säänneltyä markkinaa kevyempää sääntelyä, jotta etenkin pienillä ja keskisuurilla yrityksillä olisi paremmat mahdollisuudet hakeutua julkisen kaupankäynnin kohteeksi⁸¹. Kevyempi sääntely näkyy erityisesti kaupankäynnin kohteeksi ottamiselle asetetuissa vaatimuksissa, jotka perustuvat ensisijaisesti kaupankäynnin järjestäjän määrittämiin sääntöihin, kun taas laissa säädetään lähinnä markkinoiden luotettavaa toimintaa ja sijoittajansuojaa koskevista ydinperiaatteista⁸².

Kevyemmän sääntelyn seurauksena yhtiöiden on Suomessa arveltu säästävän hallinto-, kirjanpito- ja tilintarkastuskustannuksissa pörssiyrityksiin verrattuna jopa 100 000–200 000 euroa, josta merkittävä osa muodostuu mahdollisuudesta laatia kaupankäynnin

⁷⁷ Koskenkylä – Koskinen 2004, s. 172.

⁷⁸ HE 11/2015 vp, s. 21.

⁷⁹ Jokivuolle – Korhonen 2004, s. 26–27.

⁸⁰ HE 11/2015 vp, s. 4.

⁸¹ HE 43/2007 vp, s. 31.

⁸² Knuts – Parkkonen 2014, s. 312.

kohteeksi hakeutumisen yhteydessä kevyemmin säännelty esite⁸³. Näin ollen yhtiöt ovat voineet hyödyntää rahoitusmarkkinoiden mahdollisuuksia esimerkiksi markkinanäkyvyyden ja lisääntyneen likviditeetin myötä tehokkaasti muodostuvan markkinahinnan kautta, vaikka ne eivät olisi täyttäneet varsinaisen pörssilistautumisen edellytyksiä⁸⁴. Pääoman saatavuuden kannalta nämä edut ovat olleet merkityksellisiä myös siten, että niiden myötä yhtiöt ovat usein saaneet mahdollisuuden laatia sopimuksia paremmin ehdoin, mikä näkyy myös rahoituksen saatavuudessa⁸⁵.

MiFID II:n 33 artiklassa määritellään pk-yritysten kasvumarkkina, jonka tavoitteena on direktiivin johdannon 132 kohdan mukaan helpottaa pk-yritysten mahdollisuuksia saada pääomaa ja kehittää niiden tarpeita palvelevia erityismarkkinoita. Kyseessä on monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän alaluokka, jonka rekisteröintiä kasvumarkkinaksi kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjä voi hakea kotimaansa toimivaltaiselta viranomaiselta⁸⁶. Edellytyksenä rekisteröinnille on esimerkiksi se, että yli puolet markkinapaikalla toimivista yrityksistä on pk-yrityksiä. Pk-yrityksenä pidetään komission delegoidun asetuksen 2017/565 9 jakson mukaisesti markkina-arvoltaan alle 200 miljoonan euron yritystä, jonka osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi alle kolme vuotta sitten.

Kasvumarkkinan täsmällinen merkitys ei kuitenkaan vielä ole kovin selvä, sillä sen määrittely direktiivissä toimii vasta lähtökohtana markkinaa koskevien sääntelystandardien kehitykselle. Myöhemmin luotavan sääntelyn, kuten johdannon 133 kohdassa mainittujen delegoitujen asetusten ja teknisten standardien myötä, kauppapaikkatyypistä saataneen lisätietoa. Yleisesti direktiivissä todetaan, että kasvumarkkinalla sovellettavien vaatimusten tulisi olla riittävän joustavia ja vähentää liikkeeseenlaskijoille asetettuja tar-

⁸³ HE 32/2012 vp, s. 88. AML 4:3.1 §:n 5 kohdan perusteella arvopapereita tarjottaessa ei tarvitse laatia AML:n mukaista esitettä, jos arvopaperit haetaan kaupankäynnin kohteeksi monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään ja niiden kokonaisvastike on alle viisi miljoonaa euroa. Tällöin esitteen sisältöä määrittävät kaupankäynnin järjestäjän laatimat säännöt.

⁸⁴ *Leppiniemi – Lounasmeri* 2015, luku 11.

⁸⁵ Pörssisäätiö: Listautujan käsikirja – monenkeskinen markkinapaikka Suomessa, s. 6–7.

⁸⁶ Ks. myös Nasdaqin lausunto 16.6.2017, jossa esitetään, että rekisteröintiä voitaisiin hakea vain osaan monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää, koska järjestelmä voi sisältää eri segmenttejä erilaisille liikkeeseenlaskijoille. TaVM 22/2017 vp, s. 11, kuitenkin torjuu tämän mahdollisuuden direktiivin sanamuotoihin vedoten.

peettomia hallinnollisia rasitteita. Suomalaisille yrityksille verrattain korkean pk-yrityksen määritelmänä toimivan markkina-arvorajan perusteella voidaan arvioida, että monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään hakeutuneiden yritysten mahdollisuus noudattaa säänneltyjä markkinoita kevyempää sääntelyä paranee joka tapauksessa entisestään. Samalla paranevat listaamattomien yritysten mahdollisuudet päästä hyötymään julkisen kaupankäynnin eduista kauppapaikalle hakeutumalla.

Yksi kasvumarkkinoille merkityksellisistä säädöksistä on vuonna 2019 jäsenvaltioissa sovellettavaksi tuleva uusi esiteasetus, jossa on esimerkiksi määritelty kasvuesite, jonka voivat laatia yritykset, joiden arvopapereilla käydään tai aiotaan käydä kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinalla⁸⁷. Tämän lisäksi asetuksella pyritään parantamaan yritysrahoituksen saatavuutta muuttamalla myös muita monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä kuten myös listaamattomia arvopapereita koskevaa sääntelyä. Esimerkiksi yleistä esite-rajaa ollaan nostamassa kahdeksaan miljoonaan euroon⁸⁸. Muu EU-sääntely on karsinut myös säännellyille markkinoille listautuneiden yritysten hallinnollisia rasitteita. Vuonna 2015 Suomessa toimeenpantu EU:n avoimuusdirektiivi (2013/50/EU) muun muassa kielsi jäsenvaltioita vaatimasta osavuosisiraportointia tiheämmin kuin puolivuositain, mikäli kyseessä ei ole finanssisektorin yritys⁸⁹.

2.3.2 Markkinoihin kohdistuva luottamus

Yritysrahoituksen helpottamistavoitteen täyttymisen on katsottu edellyttävän sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen, jolloin kaupankäynnin riskien olisi muodostuttava arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden taloudellisesta kannattavuudesta markkinarakenteiden tai muiden markkinatoimijoiden epäilyttävien toimien sijaan⁹⁰. Luottamuksen kanssa rinnasteisia tavoitteita, jotka esimerkiksi määrittävät AML

⁸⁷ Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (luonnos, lähetetty lausuntokierrokselle 24.7.2017), s. 4–10.

⁸⁸ Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi (luonnos, lähetetty lausuntokierrokselle 24.7.2017), s. 28.

⁸⁹ HE 11/2015 vp, s. 5–6.

⁹⁰ *Knuts – Parkkonen 2014*, s. 2.

1:2 §:n mukaista hyvää arvopaperimarkkinatapaa, ovat markkinoiden tehokkuus, puolueettomuus sekä tasapuolisuus⁹¹. Rahoitusmarkkinoiden tehokkuudella tarkoitetaan kaiken julkisen tiedon heijastumista osakkeiden hintoihin välittömästi, jolloin markkinoilla saavutetut ylisuuret tuotot ovat satunnaisia, eikä esimerkiksi sisäpiirintietoa voida käyttää sellaisten saavuttamiseksi⁹². Näin ollen tehokkuudenkin määritelmä sisältää myös muut luottamukseen vaikuttavat markkinoiden ominaisuudet.

Markkinoihin kohdistuvan luottamuksen parantamiseksi keskeisiä ovat esimerkiksi arvopapereiden liikkeeseenlaskijoille asetetut tiedonantovelvollisuudet, joiden voidaan edellä mainittujen markkinoiden piirteiden kytkeytyessä yhteen katsoa edistävän sekä tehokkuutta että puolueettomuutta ja tasapuolisuutta, kuten myös avoimuutta ja läpinäkyvyyttä. Tiedonantovelvollisuuksia koskevaa EU-sääntelyä sisältyy muun muassa edellä mainittuun avoimuusdirektiiviin⁹³. Luottamuksen parantamisessa merkityksellistä on myös markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely, jossa jäsenvaltiot muun muassa veloitetaan kriminalisoimaan sisäpiiritiedon tahallinen väärinkäyttö kaikilla MiFID II:ssa tarkoitetuilla kauppapaikoilla⁹⁴.

Myös MiFID II:lla, ja merkittävässä määrin MiFIR-asetuksella, tavoitellaan kaupankäynnin luotettavuuden sekä sen osatekijöihin kuuluvien tehokkuuden ja läpinäkyvyyden lisäämistä kaikkien rahoitusvälineiden kaupankäynnissä⁹⁵. Direktiivin johdannon 13 kohdassa mainitaan rahoitusjärjestelmän yleisen tehokkuuden saavuttamiseksi tarpeellinen kattava sääntelyjärjestelmä, joka ei riipu liiketoimien toteuttamisessa käytettävistä kaupankäyntimenetelmistä. Mahdollisimman suuri osa kaupankäynnistä halutaan kuitenkin

⁹¹ Häyrynen – Kajala 2013, s. 50–51.

⁹² Ks. esim. Knüpfer – Puttonen 2014, s. 169–170. Vrt. kuitenkin esim. Kihn 2011, joka mainitsemiensa lähteiden pohjalta esittää (s. 28–29), että tehokkailta markkinoilta edellytettäisiin sijoittajien täydellistä rationaalisuutta, mikä ei ole realismia. On kuitenkin huomattava, että tehokkuustavoitteen täyttämiseksi luodulla sääntelyllä voidaan silti välttää sijoittajien hyötymistä muiden kustannuksella järjestelmällisten, osin epäeettistenkin toimien seurauksena. Kuten mts. 63–68 todetaan, erinäisistä arbitraasin rajoitteista seuraa, ettei markkinoille luontaisen epärationaalisuuden aiheuttamaa tehottomuutta välttämättä saada hyödynnettyä.

⁹³ Ks. esim. HE 32/2012 vp, s. 12.

⁹⁴ HE 32/2012 vp, s. 33.

⁹⁵ HE 151/2017 vp, s. 10.

saattaa järjestäytyneille markkinapaikoille OTC-kaupankäynnin sijaan⁹⁶. Tavoitteiden saavuttamiseksi keskeistä on siten esimerkiksi uuden kauppapaikkatyyppin, organisoidun kaupankäyntijärjestelmän, määrittely. Kun joukkovelkakirjojen ja strukturoitujen sijoitustuotteiden kaltaisille rahoitusvälineille, joilla on tähän mennessä käyty kauppaa lähinnä järjestäytyneiden kauppapaikkojen ulkopuolella, luodaan oma kaupankäyntijärjestelmänsä, siirrytään kohti laissa säänneltyjen kauppapaikkojen järjestelmää, joka kattaa yhä suuremman osan erinäisillä rahoitusvälineillä tehdyistä transaktioista. Avoimuuden ja tehokkuuden parantamiseksi direktiivissä on sääntelyn kohteeksi otettu myös algoritmien kaupankäynti. Johdannon 62 kohdassa esimerkiksi pidetään riskinä algoritmisten kaupankäyntijärjestelmien ylireagoimista markkinatapahtumiin siten, että volatilitteetti lisääntyy, sekä niiden nopeutensa takia mahdollisesti saavuttamaa tiedollista etulyöntiasemaa.

MiFIR-asetuksessa avoimuutta parantaa esimerkiksi 26 artiklan kaupparaportointivelvollisuuden asettaminen sijoituspalveluyrityksille. Velvollisuus koskee kaikkien sellaisia rahoitusvälineitä, jotka ovat kauppapaikoilla kaupankäynnin kohteena, koskevia transaktioita riippumatta siitä, toteutetaanko kaupat kauppapaikalla vai sen ulkopuolella. Lähtökohtana asetuksessa on kuitenkin 23 artiklan kaupankäyntivelvollisuus, joka velvoittaa sijoituspalveluyritykset toteuttamaan kaikki kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevia rahoitusvälineitä koskevat liiketoimet kauppapaikalla tai sisäisten toteuttajien, joille puolestaan on asetettu omat avoimuusvaatimukset, välityksellä. Johdannon 18 kohdan perusteella tavoitteena on, ettei kauppapaikkojen ulkopuolella käytävä OTC-kauppa vaaranna tehokasta hinnanmuodostusta. Kaiken kaikkiaan avoimuustavoitteen tärkeyttä kuvaakin se, että sitä toteuttava sääntely on annettu pitkälti jäsenvaltioissa suoraan sovellettavan asetuksen muodossa.

Markkinoiden tasapuolisuuden vaatimus koskee kaikkia säänneltyjä kauppapaikkoja, joloin niillä sovelletaan esimerkiksi AML:n 1 luvun yleisiä periaatteita, joihin kuuluvat

⁹⁶ HE 151/2017 vp, s. 10. OTC-kaupankäynnillä (*over the counter*) tarkoitetaan kauppaa, joka toteutetaan täysin markkinapaikan ulkopuolella. Tällöin kaupan osapuolet voivat sopia sen toteutushinnan vallitsevasta markkinahinnasta riippumattomaksi, eikä kaupasta välttämättä julkisteta yleisölle lainkaan tietoja, ks. esim. Häyrynen – Kajala 2013, s. 471–472.

kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti, kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä vaatimus pitää sijoittajien saatavilla riittävät tiedot arvopapereiden arvoon vaikuttavista seikoista. Näiden periaatteiden soveltamisala on kuitenkin edellä yksilöityjä säännöksiä olennaisesti laajempi, sillä ne kattavat myös kaupankäynnin listaamattomilla arvopapereilla. MiFID II:ssa nimenomaisesti avoimuuden nimessä annetut säännökset rajoittuvat sen sijaan laajalti kauppapaikoille, joilla toimintaa johdannon 164 kohdan mukaisesti säännellään sen ehkäisemiseksi, että avoimuuden puute ja toiminnan häiriöt yksittäisillä markkinoilla vaarantaisivat unionin koko rahoitusjärjestelmän tehokkuuden. Mitä tulee markkinoihin kohdistuvaan luottamukseen, listaamattomien arvopapereiden kaupankäynnissä korostuu markkinatoimijoita, kuten sijoituspalveluyrityksiä koskeva sääntely, jota seuraavaksi käsitellään. Tällöin sääntelyssä korostuvat asiantuntemus yritysten toiminnassa sekä niiden liiketoiminnan asianmukainen harjoittaminen.

2.3.3 Sijoittajansuoja

Sijoittajansuoja on markkinoihin kohdistuvan luottamuksen kanssa pitkälti yhteneväinen tavoite. Voidaan esimerkiksi katsoa, että erinäiset markkinatoimijoille asetetut tiedonantovelvollisuudet ovat keskeisiä sekä markkinoiden tehokkuuden että sijoittajansuojan parantamiseksi⁹⁷. Lisäksi ainakin sijoituspalveluyrityksen sisäisiä päätöksentekoprosesseja koskevaa sääntelyä voidaan perustella kummallakin tavoitteella. Eurooppalaiset finanssialan viranomaiset ovat todenneet, että osasyynä finanssikriisiin ovat olleet puutteet yritysten hallintoelinten toiminnassa, mikä on johtanut liialliseen riskinottoon ja jopa instituutioiden kaatumiseen⁹⁸. Tämän estämiseksi asetetuilla yritysten johtamisjärjestelmiä koskevilla velvollisuuksilla tavoitellaan markkinoiden eheyden ja niitä kohtaan tunnetun luottamuksen parantamista⁹⁹, mutta toisaalta mainitun sääntelyn sanamuodot korostavat myös asiakkaiden etua.

⁹⁷ Ks. esim. *Wuolijoki* 2009, s. 158, jossa arvopaperimarkkinoiden informaatio sääntely on jäsennetty kaksiportaiseksi siten, että ensimmäisellä portaalla pyritään varmistamaan, että arvopapereiden liikkeeseenlaskijat antavat markkinoille riittävästi tietoa, ja toisella portaalla, että sijoittajiin yhteydessä olevat tahot, kuten arvopapereiden välittäjät, antavat relevantin informaation sijoittajille.

⁹⁸ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 6.

⁹⁹ HE 151/2017 vp, s. 147.

Markkinoihin kohdistuva luottamus on edellä rinnastettu pitkälti kauppapaikoilla käytävää kauppaa kuvaaviin markkinarakenteisiin ja tehokkaaseen hinnanmuodostukseen. Tämän seurauksena sijoituspalveluyritysten toimintaperiaatteita koskevat säännökset on tässä asemoitu sijoittajansuojatavoitteen alle. On myös huomattava, etteivät listattomien arvopapereiden markkinat voi yksityiskohtaisen sääntelyn soveltumattomuuden ja pääsääntöisesti verrattain heikon likviditeetin takia olla tehokkaat, kun taas tehokkuus on edellä laajalti rinnastettu markkinoihin kohdistuvaan luottamukseen. Siten lieneekin tarkoituksenmukaista käsitellä sijoituspalveluyrityksille asetettuja velvollisuuksia juuri sijoittajansuojan kannalta. Tästä huolimatta on kuitenkin selvää, että markkinoilla vallitsevan sijoittajansuojan puutteellisuus murentaisi myös niihin kohdistuvaa luottamusta¹⁰⁰.

Yritysrahoituksen saatavuuden ja siihen linkittyvän yritysten kustannusten alentamisen kanssa sijoittajansuoja on kuitenkin väistämättä vastakkainen tavoite¹⁰¹. Vastakkaisuus on nähtävissä esimerkiksi monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden sääntelyssä, jossa on tähän mennessä hyväksytty sijoittajansuojan toteutuminen säänneltyjä markkinoita heikommin. Esimerkiksi arvopapereiden markkinoinnin yhteydessä on korostettava, että kaupankäyntijärjestelmän arvopaperit eivät välttämättä täytä samoja vaatimuksia kuin säännellylle markkinalle listatut arvopaperit, mikä antaa mahdollisuuden soveltaa kevyempää sääntelyä¹⁰². Näin ollen säännellyn markkinan ulkopuolella tehdyn sijoituksen riski on sijoittajan tiedossa ja jää siten tämän itsensä kannettavaksi. Myös edellä mainitusta yleisen esiterajan muuttumisesta voidaan sanoa, että AML:n varsinaisen esitesääntelyn ulkopuolelle jäävien esitteiden käytettävyyden parantaminen tapahtuu sijoittajansuojan kustannuksella.

¹⁰⁰ Ks. myös HE 151/2017 vp, s. 147, jonka mukaan markkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen taustalla on ajatus siitä, että markkinaosapuolet toimivat rehellisesti ja tasapuolisesti ja noudattavat niille asetettuja sääntöjä.

¹⁰¹ HE 32/2012, s. 36.

¹⁰² HE 43/2007 vp, s. 88.

Varsinaisesti sijoittajansuojan nimissä annettu sääntely keskittyy uusissa säädöksissä MiFID II:een, jonka johdannon 86 kohdassa tavoite on mainittu. Sääntely on toteutettu asettamalla velvollisuuksia sijoituspalveluyrityksille, joiden on johdannon 71 kohdan perusteella varmistettava toimivan asiakkaiden edun mukaisesti. Sijoittajansuojan merkitys nousee esiin myös useista yksittäisistä säännöksistä. Kuten jo edellä viitattiin, tutkimuksen 3.2 luvussa käsitellyt hallinto- ja ohjausjärjestelmät on säädetty määriteltäväksi tavalla, joka edistää asiakkaiden etua. Lisäksi esimerkiksi 4.1 luvussa käsitellyn tuotehallintamenettelyn tavoitteena on mainitun johdannon kohdan perusteella varmistaa, että sijoittajille tarjotut rahoitusvälineet täyttävät yksilöidyn kohdemarkkinan tarpeet, ja 4.3 luvussa käsiteltyjen kannustimien vastaanottamisen edellytykseksi on asetettu asiakkaalle koituva etu.

Suuri osa MiFID II:n sijoittajansuojan parantamiseen tähtäävää sääntelyä käsittelee sijoitusneuvontaa. Kun sijoitusneuvonta alkuperäisen rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin myötä säädettiin toimiluvanvaraiseksi toiminnaksi, katsottiin, että riittävän sijoittajansuojan toteutumiseksi sijoitusneuvojan on varmistettava asiakkaan sijoituskokemus, tavoitteet ja muut relevantit seikat, jotta tämä voi antaa yksilöllisiä neuvoja rahoitusvälineitä koskevien liiketoimien tekemiseksi¹⁰³. Kokonaisuudessaan MiFID II:n sääntelyn voidaan katsoa korostavan sijoitusneuvojan asemaa asiantuntijana ja asiakkaan päätöksenteon ohjaajana. Hänen velvollisuutenaan on tuntea suositteliensa tuotteiden pääpiirteet ja antaa sijoittajalle informaatiota sekä tuotteista että neuvonnan taustalla olevista motiiveista ja mahdollisista eturistiriidoista, minkä jälkeen sijoittajan tehtävänä on tutustua samaansa materiaaliin ja kantaa vastuu tekemiensä sijoituspäätösten seurauksista¹⁰⁴. Sijoittajille tarjottavien arvopapereiden valikoitumisen taustalla olevat tekijät, kuten sijoituspalveluyrityksen saamat kannustimet, ovat toki sääntelyn kohteena myös silloin, kun sijoitusneuvontaa ei tarjota.

¹⁰³ HE 43/2007 vp, s. 24. Sijoitusneuvonnan kriteerit eivät näin ollen täyty yleisten neuvojen tai yleisölle suunnattujen suositusten myötä. Kuten jäljempänä tuotehallintamenettelyn yhteydessä todetaan, sijoitusneuvonnassa asiakkaasta on käytettävissä muita sijoituspalveluita enemmän tietoa, mikä korostaa neuvonnan yksilöllisyyttä.

¹⁰⁴ Salo 2017.

Sijoittajansuojan toteutumisen kannalta keskeistä on ollut sääntelyn eriytyminen asiakaskohderyhmän mukaan, mikä on myös mainittu MiFID II:n johdannon 86 kohdassa. Näin ollen esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuus sijoituspalveluita tarjottaessa vaihtelee sen mukaan, onko kyseessä oleva asiakas ammattimainen vai ei-ammattimainen¹⁰⁵. Kolmas asiakastyypiksi, jolle sijoituspalveluyritys voi tarjota palveluitaan, on hyväksyttävä vastapuoli, joka määritellään SipaL 1:24 §:ssä. Aiemmasta sääntelystä poiketen MiFID II vaatii sijoituspalveluyrityksiä toimimaan myös tällaisten sijoittajien kanssa ammattimaisesti, tasapuolisesti ja rehellisesti¹⁰⁶, vaikkakin SipaL 10:13 §:n perusteella tietyt sijoituspalvelulain säännöksiä voidaan jättää soveltamatta tällaisten toimijoiden kanssa tehtyihin liiketoimiin¹⁰⁷.

Asiakkaiden luokittelun perusteena ovat heidän tarvitsemansa lakisääteisen sijoittajansuojan väliset erot, jotka pohjautuvat esimerkiksi heidän arvopaperimarkkinoita koskevaan asiantuntemukseensa sekä vaikutusvaltaansa yksilöllisten sopimusehtojen neuvottelemiseksi¹⁰⁸. MiFID II:n myötä asiakaskohderyhmien välinen ero kuitenkin kaventuu, sillä esimerkiksi kirjallisen sopimuksen tekemistä sijoituspalveluyrityksen tarjoamista palveluista aletaan vaatia myös silloin, kun asiakas on ammattimainen¹⁰⁹. Lisäksi edellä mainitussa johdannon kohdassa korostetaan, että rehellistä, tasapuolista ja ammattimaista toimintaa koskevat periaatteet sekä rehellistä, selkeää ja harhaanjohtamatonta viestintää koskevat säännökset tulevat sovellettaviksi kaikissa sijoituspalveluyrityksen asiakassuhteissa.

¹⁰⁵ HE 32/2012 vp, s. 57. Ks. myös *Hoppu* 2009, s. 159, jonka mukaan sijoituspalvelusopimukset ovat luonteeltaan asiantuntijapalvelusopimuksia. Näin ollen tärkeässä asemassa on tiedonantovelvollisuus, jonka taustalta on tunnistettava sopijakumppaneiden tietotason väliset erot.

¹⁰⁶ HE 151/2017 vp, s. 34.

¹⁰⁷ Asiakkaiden luokittelusta edelliseen rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin perustuen ks. esim. *Manninen* 2008, joka esimerkiksi katsoo, että hyväksyttävien vastapuolten asema on merkityksellinen ainostaan toimeksiantojen välittämisessä ja toteuttamisessa sekä kaupankäynnissä omaan lukuun. Näin ollen asiakastyypiksi on merkityksellinen juurikin tutkimuksen aiheen kannalta, mutta hyväksyttävien vastapuolten kanssa tehtyjä liiketoimia koskevan yksityiskohtaisen sääntelyn säilyessä MiFID II:n myötä entisellään ei luokitteluun enää palata.

¹⁰⁸ Ks. esim. *Wuolijoki* 2009, s. 166.

¹⁰⁹ HE 151/2017 vp, s. 162.

Jotta sijoittajansuoja toteutuu EU:ssa kattavasti, on vähennettävä ns. sääntelyarbitraasin mahdollisuuksia. Näin ollen sääntelyä yhdenmukaistetaan paitsi jäsenvaltioiden välillä, myös erityyppisten instituutioiden, kuten sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten, välillä¹¹⁰. Sijoittajan kannalta ei ole tällöin ratkaisevaa merkitystä, millaisen ja mistä maasta käsin toimivan sijoituspalveluiden tarjoajan kanssa hän toimii. Jäsenvaltioissa sovellettavan sääntelyn yhdenmukaistamistavoite näkyy esimerkiksi Lamfalussy-prosessin alemman tason oikeuslähteiden, kuten delegoitujen säädösten ja viranomaisohjeistusten, suuressa määrässä. Sääntelyn ollessa yhdenmukaista sijoituspalveluyrityksillä on myös 3.4 luvussa todetun mukaisesti helpommat mahdollisuudet laajentaa toimintaansa toisiin jäsenvaltioihin. Toisaalta direktiivi sisältää myös jäsenvaltioille harkinnanvaraiset poikkeussäännökset, joiden on Suomessa katsottu johdannossa todetulla tavalla soveltuvan erityisesti joukkorahoitustoimintaan. Kuten 5 luvussa tuodaan esiin, toisistaan eriävät sääntelykehikot lisäävät tulkinnanvaraisuuksia ja vaikuttavat myös sijoittajansuojan muodostumiseen toisistaan poikkeavalla tavalla, mikä vaikuttaa jokseenkin ristiriitaiselta sääntelyn yleiseen yhtenäistämisyhkymykseen nähden.

¹¹⁰ Ks. esim. EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 71.

3 SJOITUSPALVELUYRITYKSEN TOIMINNAN JÄRJESTÄMINEN

3.1 Toimiluvan edellytykset

Sijoituspalveluyrityksen toimiluvan myöntämistä koskevat säännökset sisältyvät SipaL 3 lukuun, jonka 1 §:n perusteella Finanssivalvonta myöntää toimiluvan hakemuksesta. Lupa rajoittuu hakemuksessa yksilöityihin sijoituspalveluihin ja on voimassa kaikissa jäsenvaltioissa. Pykälän 2 momentissa on MiFID II:n 7 artiklaan perustuen täsmennetty tietoja, jotka hakemuksessa on esitettävä. Tietojen tarkoituksena on antaa Finanssivalvonnalle varmuus siitä, että sijoituspalveluyritys täyttää asianmukaiset, lainsäädäntöön sekä direktiivin valtuuttamana annettuihin säädöksiin sisältyvät vaatimukset.

3:1 §:ssä tarkoitettuihin tietoihin kuuluvat pykälän sanamuodon perusteella ainakin suunnitellut liiketoimintamuodot ja organisaatorakenne, minkä lisäksi Finanssivalvonnalla on mahdollisuus antaa lisämääräyksiä annettavista tiedoista. Sen valtaa rajoittaa kuitenkin komission delegeoitu asetus 2017/1943, joka sisältää tekniset sääntelystandardit toimilupahakemuksen yhteydessä sovellettavista vaatimuksista. Toimilupaprosessi muuttuu siten entistä yhtenäisemmäksi, sillä aiemmin vaadittavista tiedoista säädettiin valtiovarainministeriön asetuksella¹¹¹. Komission asetuksessa mainitut tiedot koskevat muun muassa yrityksen käytettävissä olevia pääomalähteitä, liiketoimintaa johtavia henkilöitä ja ennustettua taloudellista tuloksellisuutta.

Toimiluvan edellytyksistä SipaL 3:4 §:ssä on erikseen mainittu yrityksen merkittävien omistajien luotettavuus. Luotettavuutta vaaditaan niiltä, joilla on sijoituspalveluyrityksessä huomattava omistusosuus, jolla tarkoitetaan SipaL 1:26 §:n määritelmän mukaan kymmenen prosentin omistusosuutta¹¹². Aiemmin säännökseen sisältyivät luotettavuuden arviointiperusteet, mutta uudistuksen jälkeen sellaiset on mainittu ainoastaan yrityksen johtoa koskevassa 6b:4 §:ssä. Säännöksen mukaan luotettavana ei pidetä henkilöä, joka on tarkemmin määriteltynä ajankohtana tuomittu sopimattomuutensa johto-

¹¹¹ HE 151/2017 vp, s. 137.

¹¹² Aiemmin laissa puhuttiin kymmenen prosentin omistusosuudesta, mutta MiFID II:sta omaksuttu huomattavan omistusosuuden käsite on nyt implementoitu lakiin, ks. HE 151/2017 vp, s. 145–146.

tehtävään osoittavaan rikosoikeudelliseen rangaistukseen tai on muuten aiemmalla toiminnallaan osoittanut sopimattomuutensa tehtävään. Lisäksi johtoon kuuluva ei saa olla konkurssissa, liiketoimintakiellossa tai rajoitetusti toimikelpoinen.

Säännös omistajien luotettavuudesta soveltuu myös sijoituspalveluyrityksen toimiluvan myöntämisen jälkeiseen aikaan, jolloin Finanssivalvonnalle on 6a:1 §:n perusteella ilmoitettava aikomuksesta hankkia huomattava omistusosuus tai lisätä omistusta 20, 30 tai 50 prosenttiin. Näihin omistusosuuksiin rinnastetaan osuus äänivallasta ja niiden laskeamiseen sovelletaan AML 2 ja 9 luvun sääntelyä. Finanssivalvonnalle on myös säädetty mahdollisuus kieltää tällainen hankinta. Ilmoitusvelvollisuus koskee myös omistusosuiden laskemista mainittujen rajojen alle ja kattaa myös erinäiset muut 6a:1 §:ssä yksilöidyt tiedot. Sijoituspalveluyrityksellä on tällaisten omistusosuuksien haltijoista myös vuosittainen ilmoitusvelvollisuus.

Toimiluvan myöntämisen edellytyksiin kuuluu lisäksi joukko SipaL 3:3 §:ssä yksilöityjä säännöksiä, joissa käsitellään muun muassa sijoituspalveluyrityksen talouden vakautta, hallinto- ja ohjausjärjestelmiä, asiakassuhteessa noudatettavia velvollisuuksia sekä erinäisiä toiminnan järjestämistä koskevia velvollisuuksia. Uutena toimiluvan edellytyksenä on muun muassa tarjotun rahoitusvälineen ja sen kohdemarkkinan yhteensopivuuden varmentava tuotehallintamenettely. SipaL 3:8 §:ään on MiFID II:n myötä otettu säännös, jossa velvoitetaan yritys ilmoittamaan Finanssivalvonnalle kaikista toimiluvan edellytysten olennaisista muutoksista.

Yrityksen talouden vakautta on MiFID II:ssa säännelty edellyttämällä, että yrityksellä on harjoittamansa sijoituspalvelun kannalta riittävä perustamispääoma, jonka määrittämisessä annetaan merkitystä myös EU:n vakavaraisuusasetukselle ja luottolaitosdirektiiville¹¹³. SipaL 6 luvussa säädettyt pääomavaatimukset vaihtelevat muun muassa sen mukaan, käykö yritys kauppaa omaan lukuunsa ja onko sillä lupa pitää hallussaan asiakasvaroja. Olennaisia muutoksia vaatimukseen ei kuitenkaan ole tehty. Ilman pykälässä esitettyjä lievennyksiä osakepääoman on oltava vähintään 730 000 euroa, jolloin yrityksen

¹¹³ HE 151/2017 vp, s. 143–144.

toimilupa on rajoittamaton¹¹⁴. Muiden sijoituspalveluyrityksen toimiluvan edellytyksiin kuuluvien velvollisuuksien muuttumista MiFID II:n myötä käsitellään tarkemmin seuraavissa alaluvuissa.

3.2 Sijoituspalveluyrityksen johdon sääntely

3.2.1 Johto ja ylin hallintoelin

Sijoituspalveluyrityksen johtoa säännellään SipaL 6b:3 §:ssä, jossa käsitellään yrityksen toimintaa tosiasiallisesti johtavien henkilöiden vähimmäismäärää MiFID II:n 9 artiklan mukaisesti. Tällaisia henkilöitä pitää olla vähintään kaksi ja heidän on täytettävä 4 §:n luotettavuus- ja pätevyysvaatimukset¹¹⁵. Säännös johtohenkilöiden vähimmäismäärästä on uusi, mutta luotettavuutta ja pätevyyttä koskevat vaatimukset vastaavat aiemmin voimassa ollutta sääntelyä¹¹⁶ ja sisältyvät edellä esitetysti myös sijoituspalveluyrityksen toimiluvan edellytyksiin. Sijoituspalveluyrityksen johdolla tarkoitetaan SipaL 1:17 §:n perusteella hallitusta, mahdollista hallintoneuvostoa sekä toimitusjohtajaa ja välittömästi tämän alaisuudessa toimivia henkilöitä, jotka ovat yrityksen ylimmissä johtotehtävissä tai tosiasiallisesti johtavat yrityksen toimintaa. Näin ollen luotettavuus- ja pätevyysvaatimukset ulottuvat useisiin yrityksen toimielimiin.

MiFID II:ssa erityisenä sääntelyn kohteena on myös sijoituspalveluyrityksen ylin hallintoelin, jonka jäsenille on asetettu omia tehtävien hoitamista koskevia vaatimuksia. *Ylimmällä hallintoelimellä* tarkoitetaan direktiivin 9 artiklassa kansallisen lainsäädännön mukaan nimettyä, yhteisön liiketoimintaa tosiasiallisesti johtavista henkilöistä koostuvaa elintä, jolla on toimivalta vahvistaa yrityksen strategia ja tavoitteet sekä valvoa ja seurata johdon päätöksentekoa¹¹⁷. Aiemmassa rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä puhuttiin *tosiasiallisesta liikkeenjohdosta*, jonka asema oli jokseenkin vastaava kuin

¹¹⁴ HE 151/2017 vp, s. 144.

¹¹⁵ Luotettavuusvaatimuksiin on viitattu edellä yrityksen merkittävien omistajien yhteydessä. Pätevyysvaatimuksina yrityksen johtoon kuuluvalta edellytetään sellaista osaamista ja kokemusta sijoituspalveluyrityksen liiketoiminnasta, siihen liittyvistä keskeisistä riskeistä sekä johtamisesta, kuin on tarpeen henkilön tehtävään ja yrityksen toimintaan nähden.

¹¹⁶ HE 151/2017 vp, s. 147.

¹¹⁷ HE 151/2017 vp, s. 26.

ylimmän hallintoelimen. Sääntelyä on MiFID II:ssa uudistettu myös esimerkiksi siten, että sijoituspalveluyrityksen on ilmoitettava hallintoelimen jäsenet ja mahdolliset muutokset toimivaltaiselle viranomaiselle¹¹⁸. Kuten esimerkiksi jäljempänä käsiteltujen tuotehallintamenettelyä ja asiakasviestinnän tallentamista koskevien säännösten yhteydessä havaitaan, ylimmällä hallintoelimellä on MiFID II:n mukaan merkittävä vastuu huolehtia, että direktiivin uudistukset toimeenpannaan yrityksessä.

Sipal 6b:2 §:ään implementoidut ylintä hallintoelintä koskevat velvollisuudet on direktiiviä toimeenpantaessa asetettu sijoituspalveluyrityksen hallitukselle. Sääntelyn perusteella sille on siten asetettu sekä johtamista että valvontaa koskevia vastuita. 2.2 §:ssä hallitukselle asetetut tehtävät liittyvät erityisesti yrityksen harjoittamaan liiketoimintaan¹¹⁹, kun taas jäljempänä käsitellyissä 2:1 §:n mukaisissa hallinto- ja ohjausjärjestelmissä hallituksen työskentelyn sääntelyn merkitys on korostunut. 2.2 §:n perusteella hallituksen on määriteltävä sijoituspalveluiden tarjoamiseen tarvittava organisaatio, johon kuuluvat esimerkiksi vaatimukset henkilöstön osaamiselle ja kokemukselle. Lisäksi hallituksen velvollisuuksiin kuuluu määritellä yrityksen toiminnan kannalta vaadittavat voimavarat, menettelytavat ja toimintaperiaatteet sekä sijoituspalveluiden tarjoamiseen osallistuvien henkilöiden palkitsemisjärjestelmä.

Mainittuja seikkoja koskevissa päätöksissä on otettava huomioon yrityksen riskinkantokyky ja asiakkaiden tarpeet, liiketoiminnan vastuullinen harjoittaminen, asiakkaiden tasapuolinen kohtelu sekä eturistiriitojen välttäminen asiakassuhteissa. Hallituksen on arvioitava säännöllisesti liiketoiminnan harjoittamista koskevien strategisten tavoitteiden riittävyttä ja noudattamista sekä ryhdyttävä tarpeellisiin toimiin mahdollisten puutteiden korjaamiseksi. Sijoituspalveluiden tarjoamisen ohella hallituksen velvollisuudet määritellä organisaatio ja strategiset tavoitteet koskevat myös sijoituspalveluyrityksen omaa sijoitustoimintaa.

¹¹⁸ HE 151/2017 vp, s. 26–27.

¹¹⁹ HE 151/2017 vp, s. 147.

Sijoituspalvelulaissa mainittujen velvollisuuksien lisäksi yrityksen ylimmän hallintoelimen velvollisuuksiin kuuluu asiakasvalitusten käsittelyä koskevien periaatteiden hyväksyminen. Yritysten sisäistä menettelyä asiakasvalitusten käsittelyssä säännellään delegoidussa asetuksessa 2017/565, eikä sääntelyä ole siten enää erikseen mainittu kansallisessa lainsäädännössä¹²⁰. Asetuksen 26 artiklan mukaan periaatteiden tavoitteena on käsitellä asiakkaiden tai potentiaalisten asiakkaiden valitukset ripeästi. Valituksista ja niiden ratkaisemisesta on pidettävä kirjaa, ja niiden käsittely on annettava erityisen toiminnon, jonka yhteystiedot on annettava pyynnöstä asiakkaalle tai potentiaaliselle asiakkaalle, vastuulle. Kun yrityksen kanta valitukseen on selvinnyt, asiakkaalle on annettava tietoa siitä, mitä vaihtoehtoja tämän käytettävissä asian ratkaisemiseksi on¹²¹. Viranomaisille on annettava tietoa valituksista ja niiden käsittelystä, minkä lisäksi niitä on analysoitava sijoituspalveluyrityksessä riskien ja ongelmien tunnistamiseksi. Tästä on vastuussa toiminto, joka valvoo vaatimusten noudattamista yrityksessä.

3.2.2 Luottolaitossääntelyyn perustuvat vaatimukset

Sijoituspalvelulakia muutettiin elokuussa 2014 siten, että lain luottolaitostoiminnasta (610/2014) 7 luvun hallinto- ja ohjausjärjestelmiä sekä 8 luvun avainhenkilöiden palkitsemista koskeva sääntely ulotettiin koskemaan myös sijoituspalveluyrityksiä. Viittaussäännös sisältyi 7:8 §:ään (8.8.2014/623). Muutoksen taustalla oli EU:n luottolaitosdirektiivi (2013/36/EU), jonka johdannon 53 kohdan mukaan hallinto- ja ohjausjärjestelmien heikkoudet olivat lisänneet varomatonta riskinottoa finanssialan yrityksissä. Direktiivissä nähtiin ongelmaksi järjestelmien sääntely sitomattomin säännöin, ja esimerkiksi Suomessa hallitustyöskentelyä koskevat vaatimukset olivatkin perustuneet Finanssivalvonnan suositusten muodossa annettuihin standardeihin¹²². Alun perin pankkialan valvontaviranomaisen EBA:n (*European Banking Authority*) oli määrä antaa vuoden 2015

¹²⁰ HE 151/2017 vp, s. 170.

¹²¹ Tällaisia vaihtoehtoja ovat delegoidun asetuksen perusteella esimerkiksi vaihtoehtoisen riidanratkaisuelimen hyödyntäminen ja siviilikanteen vireillepano. Vaihtoehtoisella riidanratkaisuelimellä tarkoitetaan Suomessa vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINEä, ks. HE 151/2017 vp, s. 82.

¹²² Finanssivalvonta: Hallinto- ja ohjausjärjestelmiä sekä riskienhallintaa koskevassa sääntelyssä muutoksia, 9.1.2015.

loppuun mennessä sääntelyä täsmentäviä ohjeita, jotka Finanssivalvonta olisi sitten liittänyt omaan määräyskokoelmaansa¹²³. Näin ei kuitenkaan toimittu, mihin lienee ollut syynä se, että hallinto- ja ohjausjärjestelmiin otettiin kantaa myös MiFID II -sääntelyhankkeessa.

MiFID II:n 9 artiklassa on erityisesti vaadittu jäsenvaltioissa varmistettavaksi, että määritellyt luottolaitosdirektiivin vaatimuksia noudatetaan myös sijoituspalveluyrityksissä. Sen implementoinnin yhteydessä luottolaitoslakiin viittaavat säännökset siirrettiin SipaL:n uuteen 6b lukuun, jonka 2.1 §:n perusteella sijoituspalveluyrityksen hallituksen on määriteltävä hallinto- ja ohjausjärjestelmät, joilla varmistetaan yrityksen luotettava ja vakaa hoito tavalla, joka edistää asiakkaiden etuja sekä markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta¹²⁴. Hallituksen on myös valvottava järjestelmien täytäntöönpanoa. Uusi säännös tuo siten esiin sääntelyn sijoittajansuojatarkoituksen, sillä toisin kuin aiemmassa teknisluontoisessa viittauksessa luottolaitoslakiin, asiakkaiden etu on MiFID II:een perustuen nimenomaisesti mainittu.

Hallinto- ja ohjausjärjestelmien sisältö perustuu luottolaitoslain 7:1–3 ja 5–7 §:iin, joiden tarkoituksena on ollut korostaa yrityksen hallituksen velvollisuutta valvoa toiminnallista johtoa¹²⁵. Näin ollen sijoituspalveluyrityksissä noudatettavista velvollisuuksista poistuu mainitun luvun 4 §, jossa käsiteltyjä johdon luotettavuus- ja pätevyysvaatimuksia koskevaa sääntelyä on edellä todetulla tavalla annettu SipaL 6b:4 §:ssä. Sovellettavien säännösten perusteella yrityksen hallituksella on velvollisuus huolehtia sisäisen valvonnan toimivuudesta, eriyttää tehtävät johdossa ja liiketoiminnassa eturistiriitojen välttä-

¹²³ Finanssivalvonta: Hallinto- ja ohjausjärjestelmiä sekä riskienhallintaa koskevassa sääntelyssä muutoksia, 9.1.2015.

¹²⁴ Alkuperäisessä direktiivitekstissä käytetään sanamuotoa *integrity of the market*, jolla tarkoitetaan muun muassa eheyttä, rehellisyyttä ja lahjomattomuutta. Toimeenpanossa omaksuttu markkinoita kohtaan tunnettu luottamus vastaa kansallisessa sääntelyssä yleisesti käytettyä terminologiaa, ks. HE 151/2017 vp, s. 147.

¹²⁵ HE 39/2014 vp, s. 50.

miseksi, arvioida hallinto- ja ohjausjärjestelmien tehokkuutta ja ryhtyä tarvittaessa toimenpiteisiin puutteiden korjaamiseksi sekä ottaa käyttöön sisäiset järjestelmät rikkomuksista ilmoittamiseksi¹²⁶.

Hallitustyöskentelyä käsitellään säännöksissä vaatimalla yrityksen voimavarojen käyttämistä hallituksen jäsenten perehdyttämiseen ja hallituksen kokoonpanon monimuotoisuutta edistävien toimintaperiaatteiden hyväksymistä. Osana monimuotoisuutta hallituksen on esimerkiksi hyväksyttävä yritykselle tavoite sukupuolten tasapuolisesta edustuksesta hallituksessa sekä periaatteet sen saavuttamiseksi¹²⁷. Lisäksi hallitukselta edellytetään tehtäviensä kannalta riittävää ja monipuolista osaamista sekä kokemusta yrityksen liiketoiminnasta ja siihen liittyvistä riskeistä, riittävää ajankäyttöä tehtävien hoitamiseksi sekä toimintaa siten, että hallitus voi täyttää tehtävänsä ja valvoa toimivaa johtoa riippumattomasti¹²⁸.

Vaatimusten soveltamisessa on mainittu noudatettavan suhteellisuusperiaatetta¹²⁹. Luottolaitoslain 7 luku asettaa erityisiä velvollisuuksia sovellettaviksi rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävässä yhtiöissä, mutta muiltakin yrityksiltä vaadittavien järjestelyiden on oltava oikeassa suhteessa niiden toimintaan. Näin ollen voitaisiin esimerkiksi katsoa, että omaisuudenhoitoa ja sijoitusneuvontaa tarjoavien sijoituspalveluyritysten kohtaamat velvollisuudet ovat ankarammat kuin niiden, joiden tarjoamat sijoituspalvelut koskevat yksittäisiä toimeksiantoja. Kuten jäljempänä tässä tutkimuksessa tuodaan esiin, omaisuudenhoitoa ja sijoitusneuvontaa koskevat sijoituspalveluyrityksen velvollisuudet ovat yleensä muita sijoituspalveluita laajemmat. Hallinto- ja ohjausjärjestelmiä koskevaa sääntelyä on lisäksi noudatettava myös tutkimuksen 5 luvussa käsiteltujen

¹²⁶ Yksittäisten velvollisuuksien tarkemmasta tulkinnasta ks. HE 39/2014 vp, s. 50–58.

¹²⁷ ESMAn ja EBAn ohjeistuksen perusteella monimuotoisuuden arvioinnissa voidaan ottaa huomioon esimerkiksi hallituksen jäsenten koulutus- ja ammatillinen tausta, ikä, sukupuoli ja maantieteellinen alkuperä, ks. EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 12. Sukupuolten tasapainoinen edustus on mainittu erityisen tärkeäksi, sillä se käy ilmi myös muista EU-tason aloitteista.

¹²⁸ Sijoituspalveluyrityksen toimivalla johdolla tarkoitetaan SipaL 1:17 §:ssä toimitusjohtajaa ja tämän välittömässä alaisuudessa toimivia henkilöitä, jotka ovat yrityksen ylimmissä johtotehtävissä tai tosiasiallisesti johtavat sen toimintaa.

¹²⁹ HE 39/2014 vp, s. 50. Suhteellisuusperiaatteen soveltamisessa voidaan ottaa huomioon esimerkiksi yrityksen koko, mahdollinen listautumisstatus, toimiminen osana konsernia, harjoitetut palvelut, asiakkaiden tyyppi ja tarjottujen tuotteiden monimutkaisuus, ks. EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 23–24.

MiFID II:n osittaispoikkeuksia hyödyntävien sijoituspalveluyritysten toiminnassa. Tällöin kyseisten toimijoiden sääntelyn yleinen keveys muihin toimijoihin verrattuna lienee omiaan määrittämään myös hallinto- ja ohjausjärjestelmien tulkintaa.

MiFID II:ssa on täsmennetty viranomaisten toimivaltaa täsmentävän ohjeistuksen antamiseksi. Tästä on vastuu sekä ESM:llä että EBA:lla¹³⁰. Ne julkaisivatkin 26.9.2017 yhteisen ohjeistuksen hallintoelimen jäsenten soveltuvuuden arvioinnista. Näin ollen direktiivillä on valtuutussäännösten kautta ollut tosiasiallista vaikutusta sijoituspalveluyritysten hallinto- ja ohjausjärjestelmiä koskevan oikeustilan tarkentumiselle. Ohjeistuksessa otetaan kantaa muun muassa suomalaisille osakeyhtiöille tyypilliseen tilanteeseen, jossa hallituksen jäsenten nimittäminen kuuluu yhtiökokouksen tehtäviin. Mikäli päätös perustuu esitykseen, jonka takana ovat yrityksen omistajat sen toimitielimien sijaan, on hallituksen osaamista arvioitava jälkikäteisesti mahdollisimman pian¹³¹. Mikäli valittu jäsen kuitenkin todetaan tehtävänsä soveltumattomaksi, on tilalle valittava joku muu, jolloin voi olla tarkoituksenmukaista arvioida potentiaalisten jäsenten soveltuvuutta etukäteen ja esimerkiksi esitellä yhtiökokoukselle vaihtoehtoja hallituksen kokoonpanoksi¹³². Samalla, kun arvio soveltuvuudesta tehdään, siitä on samalla informoitava myös kansallisia viranomaisia¹³³.

Ohjeistuksen perusteella merkittävimmät sijoituspalveluyrityksen hallituksen velvollisuudet koskevat niiden oman toiminnan dokumentointia. Yrityksen on esitettävä kirjallisesti hallituksen jäsenten tehtävät, vaadittu osaaminen ja tehtävän hoitamiseen käytettävä aika sekä mahdolliset koulutustarpeet¹³⁴. Lisäksi on pidettävä kirjaa jäsenten

¹³⁰ HE 151/2017 vp, s. 147. Ohjeiden tarkoituksena on koskea esimerkiksi ylimmän hallintoelimen jäsenten tehtäviensä hoitamiseen tarvitsemää riittävää aikaa, tietämystä, taitoa ja kokemusta sekä hallintoelimen riittävän monimuotoista koostumusta ja jäsenten rehellisyyttä sekä riippumattomuutta.

¹³¹ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 49.

¹³² EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 50.

¹³³ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 13. Viranomaisille toimitettavat tiedot on tarkemmin eritelty liitteessä III, ks. mts. 65.

¹³⁴ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 29. Ks. myös mts. 32, jossa suositellaan, että yritys hyödyntää ohjeistuksen liitteenä esitettyä listaa relevanteista kyvyistä, jotta se voi määrittää hallituksen jäsenten roolit tarkoituksenmukaisesti. Mts. 37 mukaisesti arvioinnin kohteeksi on asetettu myös jäseniltä vaadittavat luonteenpiirteet, joiden tarkoituksena on varmistaa kyky itsenäiseen ajatteluun ja tarvittaessa kyseenalaistamiseen.

muista ammatillisista sekä poliittisista tehtävistä ja päivitettävä sitä tarpeen mukaan¹³⁵. Ohjeistuksessa korostuu näin ollen hallituksen velvollisuus jatkuvaan seurantaan ja reagointiin esimerkiksi silloin, kun jäsenten henkilökohtaiset olosuhteet muuttuvat. Sen soveltamisalaan kuuluvat hallituksen lisäksi myös muut yrityksen avaintoiminnot, joilla tarkoitetaan esimerkiksi rahoitusjohtajaa ja sisäistä valvontaa¹³⁶. On kuitenkin huomattava, että ohjeistus ei ota huomioon esimerkiksi jäsenvaltiokohtaisia eroja johto- ja valvonta-tehtävien jakamisessa eri toimielinten kesken. Näin ollen sijoituspalveluyrityksen kannalta on keskeistä katsoa, miten Finanssivalvonta ohjeistusta tulkitsee¹³⁷.

Kaiken kaikkiaan hallituksen kokoonpanoa ja toimintaa koskevalla sääntelyllä pyritään kehittämään päätöksentekoa finanssialan yrityksissä. Kun hallituksen kokoonpano on monimuotoinen, jäsenillä on paremmat edellytykset muodostaa itsenäisiä mielipiteitä ja toimia rakentavina haastajina päätöksenteossa sen sijaan, että päätökset perustuisivat haitalliseen ryhmäajatteluun¹³⁸. Arvioitaessa esimerkiksi hallituksen jäsenten osaamista ja kokemusta onkin huomattava, että tarkastelun kohteena on yksittäisten jäsenten lisäksi myös hallitus kokonaisuudessaan, jolloin sen jäsenillä voi olla keskenään erilaista osaamista¹³⁹. Tämä on jopa tavoiteltavaa, sillä jäsenten keskinäinen samankaltaisuus on omiaan kaventamaan hallituksessa sovellettavaa ajattelua siten, että yrityksen liiketoiminnan kannalta keskeiset tekijät voivat jäädä vaille huomiota.

3.3 Henkilöstön ammattitaitovaatimukset

Sijoituspalvelulain 7 luvun sijoituspalveluyrityksen toiminnan järjestämistä koskevista säännöksistä 2.6 §:ään sisältyy keskeisiä muutoksia vanhaan sääntelyyn nähden. Molempien mukaan yrityksellä on oltava menettelytavat, joilla se varmistaa, että luonnolli-

¹³⁵ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 30.

¹³⁶ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 10–11.

¹³⁷ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 7 onkin mainittu, että kansallisten viranomaisten tehtävänä on kansalliseen sääntelyyn sisältyvien eroavaisuuksien takia määrittää, mitä toimielimiä ja funktioita ohjeistus ylipäätään koskee. Kuten mts. 4 on esitetty, tulkinnanvaraisuutta liittyy etenkin hallintoelimen johto- ja valvontafunktioiden käsitteisiin.

¹³⁸ EBA/GL/2017/12/ESMA71-99-598, s. 12.

¹³⁹ HE 39/2014 vp, s. 52.

sella henkilöllä, joka antaa sijoitusneuvontaa tai tietoa rahoitusvälineestä, sijoituspalvelusta tai oheispalvelusta asiakkaalle sijoituspalveluyrityksen lukuun, on tehtävien laatuun ja laajuuteen nähden riittävä palvelun antamiseen tarvittava tietämys ja pätevyys. Säännös perustuu MiFID II:n 25 artiklaan ja vaatii yrityksessä omaksuttavan menettelytavat, joilla varmistetaan ammattipätevyysvaatimusten asianmukainen ja jatkuva toteutuminen¹⁴⁰. Pätevyysvaatimukset koskevat paitsi yrityksen työntekijöitä, myös SipaL 7:6 §:ssä käsitellyjä sidonnaisasiamiehiä¹⁴¹.

Kuten edellä sijoituspalveluyrityksen johdon sääntelyn yhteydessä todettiin, henkilöstön osaamisesta huolehtiminen kuuluu yrityksen hallituksen vastuulle osana sijoituspalveluiden tarjoamiseen tarvittavan organisaation määrittelyä. Henkilöstön osaamista on käsitelty myös komission delegoidun direktiivin 2017/593 tuotehallintamenettelyä koskevissa säännöksissä, jotka on implementoitu tutkimuksen 4 luvussa tarkemmin käsiteltävään SipaL 7:7 §:ään. Näissä säännöksissä käytetään käsitteenä asiantuntemusta, jota vaaditaan sekä rahoitusvälineiden valmistukseen osallistuvilta henkilöiltä että niitä tarjoavilta ja suosittelevilta henkilöiltä. Tuotehallintasääntelyssä asiantuntemus linkittyy sijoituspalveluyrityksen tarjoamiin rahoitusvälineisiin sekä luvussa 4 esitetyllä tavalla yksilöidyn kohdemarkkinan ominaisuuksiin.

Sijoituspalveluyrityksen erinäisten työtehtävien edellyttämän ammattitaidon sääntely ei ole kovin täsmällistä, jolloin yritysten on pitkälti itse määriteltävä soveltamansa periaatteet ja osoitettava viranomaisille henkilöstön riittävä pätevyys¹⁴². Yritysten oman vastuun seurauksena esimerkiksi tietyn ammattitutkinnon lakisääteistä vaatimusta ei ole

¹⁴⁰ HE 151/2017 vp, s. 148.

¹⁴¹ Sidonnaisasiamiehiä koskevan sääntelyn mukaan sijoituspalveluyritykset ovat varauksetta vastuussa heidän toimistaan ja laiminlyönneistään, eikä heidän muu toimintansa saa haitata toimintaa sijoituspalveluyrityksen lukuun. MiFID II muuttaa sidonnaisasiamiesten sääntelyä siten, että ESMAn kanssa tehdyn yhteistyön vaatimuksen seurauksena Finanssivalvonnan vastuulle on annettu ylläpitää rekisteriä, johon sidonnaisasiamiehet on rekisteröitävä. Sijoituspalveluyrityksen tehtävänä on varmistaa, että rekisteriin ilmoitettavat sidonnaisasiamiehet ovat hyvämaineisia ja täyttävät asianmukaiset pätevyysvaatimukset, ks. HE 151/2017 vp, s. 151.

¹⁴² HE 151/2017 vp, s. 148.

katsottu perustelluksi, vaikkakin sen tarpeellisuutta on katsottu voitavan arvioida sääntösten soveltamisesta saatujen kokemusten jälkeen¹⁴³. Vaikka täsmällisen sääntelyn puute onkin omiaan lisäämään tulkinnanvaraisuutta, on markkinoilla pidetty hyvänä, että sääntely mahdollistaa joustavuuden ja tapauskohtaisen harkinnan, jolloin voidaan esimerkiksi ottaa huomioon, että työntekijät voivat saavuttaa riittävät tiedot ja pätevyyden myös käytännön kokemuksen kautta¹⁴⁴.

Ammattitaitovaatimusten tulkinnassa on kuitenkin annettu merkittävät valtuudet Finanssivalvonnalle, joka SipaL 7:16 §:n perusteella voi antaa tarkempia määräyksiä esimerkiksi pätevyyden arvioinnissa huomioon otettavista tekijöistä, kuten rahoitusvälineiden ja lainsäädännön tuntemuksesta sekä käytännön kokemuksen merkityksestä. Vähimmäisvaatimuksina Finanssivalvontaa sitoo ESMA:n antama henkilöstön tietämyksen ja pätevyyden arviointiperusteita koskeva ohjeistus, jota se on ilmoittanut noudattavansa¹⁴⁵. Sen omaan toimivaltaan sisältyy ohjeistuksen perusteella muun muassa tarkoituksenmukaisen työkokemuksen kerryttämiseen vaadittavan ajan määrittely ja sen arviointi, onko henkilöstön pätevyyttä arvioivan tahon oltava yrityksen sijaan ulkopuolinen elin¹⁴⁶.

Henkilöstön ammattitaitoa koskevat vaatimukset on suhteutettava tarjottaviin tuotteisiin ja palveluihin sekä kunkin työntekijän koulutukseen, tehtävien laatuun ja niiden laajuuteen¹⁴⁷. Näin ollen esimerkiksi sijoitusneuvontaa antavalta henkilöstöltä vaaditaan korkeampaa tietämyksen ja pätevyyden tasoa kuin niiltä, jotka ainoastaan antavat tietoa

¹⁴³ HE 151/2017 vp, s. 69. Lisäksi on huomattava, että sijoituspalveluyrityksiä voidaan kannustaa pätevyysvaatimusten toivottuun täyttämiseen erinäisillä ei-sitovilla suosituksilla. Esimerkiksi Finanssialan keskusliitto on jo usean vuoden ajan suositellut auktorisoidun sijoituspalvelututkimuksen suorittamista kaikille sijoituspalvelutehtävissä työskenteleville, ks. *Salu* 2017.

¹⁴⁴ Ks. esim. STTK:n lausunto 7.6.2017. Vrt. Finanssivalvonta, joka hallituksen esityksen valiokuntakäsittelyn aikana esitti, että henkilöstön osaamistason parantaminen nykyisestä vaatisi lakisääteistä tutkintovaatimusta. Valtiovarainministeriö piti kuitenkin riittävinä yrityksille asetettuja velvollisuuksia varmistua henkilöstönsä osaamisesta sekä niiden rikkomiseen liitettävistä sanktioista. Ilman lakisääteistä tutkintopakkoa osaamisvaatimukset voitaisiin joustavammin räätälöidä kunkin työtehtävän mukaan, ks. Valtiovarainministeriön muistio 30.11.2017, s. 7–8.

¹⁴⁵ HE 151/2017 vp, s. 148.

¹⁴⁶ ESMA/2015/1886, s. 10.

¹⁴⁷ HE 151/2017 vp, s. 148.

rahoitusvälineistä ja sijoituspalveluista¹⁴⁸. Sijoituspalveluyrityksen vastuulla on määrittellä kunkin henkilön tehtäväkuvausta vastaavat vaatimukset ja varmistaa, että henkilöt ovat suorittaneet tarkoituksenmukaisen pätevöitymisen ja että heillä on tarkoituksenmukainen aiheeseen liittyvä työkokemus¹⁴⁹. Yrityksessä on oltava vaatimusten noudattamista valvova toiminto, joka raportoi ylimmälle hallintoelimelle¹⁵⁰. Henkilöstön pätevyyttä koskevat tiedot on toimitettava Finanssivalvonnalle, jotta se voi arvioida sääntelyn noudattamista¹⁵¹.

ESMAN ohjeistuksen mukaan henkilöiden, jotka sijoitusneuvonnan sijaan tarjoavat tietoa rahoitusvälineistä ja sijoituspalveluista, on kyettävä ymmärtämään muun muassa rahoitusvälineiden pääpiirteet kuten riskit ja veroseuraamukset, asiakkaalle liiketoimista ja sijoituspalveluista koituvat kulut, rahoitusvälineiden arvostusperiaatteet ja erinäisten markkinamuutosten vaikutukset sekä tulevaisuutta koskevien skenaarioiden rajoitteet. Henkilöiden on myös kyettävä arvioimaan esimerkiksi rahoitusvälineisiin liittyviin avaintietoesitteisiin ja tilinpäätöksiin sisältyviä tietoja.¹⁵² Sellainen henkilö, joka ei ole hankkinut tehtäviensä kannalta direktiivin mukaista tietämystä ja pätevyyttä, voi tarjota kyseisiä sijoituspalveluita ainoastaan valvonnan alaisuudessa, jolloin esimerkiksi asiakastapaamisten ja -viestinnän suorittamista valvoo tähän päteväksi katsottava henkilö¹⁵³.

Sijoituspalveluyrityksellä on myös itse mahdollisuus toteuttaa henkilöstönsä ammattitaitoa parantavia toimenpiteitä. Se voi esimerkiksi tarjota koulutusta, vaatia sitoutumista laatimiinsa eettisiin menettelytapoja koskeviin sääntöihin sekä järjestää testausta, jolla varmistetaan henkilöstön asianmukaisen tietämyksen ylläpito¹⁵⁴. Yrityksen on myös varmistettava, että sen käyttämät sisäiset ohjeet ymmärretään ja niitä noudatetaan¹⁵⁵. Sen on arvioitava henkilöstönsä kokemus- ja kehitystarpeita vähintään vuosittain siten,

¹⁴⁸ ESMA/2015/1886, s. 6.

¹⁴⁹ ESMA/2015/1886, s. 9.

¹⁵⁰ ESMA/2015/1886, s. 7.

¹⁵¹ ESMA/2015/1886, s. 9.

¹⁵² ESMA/2015/1886, s. 7.

¹⁵³ ESMA/2015/1886, s. 9.

¹⁵⁴ ESMA/2015/1886, s. 11–12.

¹⁵⁵ ESMA/2015/1886, s. 6.

että varmistetaan tietämyksen ylläpitäminen, sitoudutaan jatkuvaan ammattitaidon kehittämiseen tai kouluttaudutaan tarkoituksenmukaiseksi katsottua tutkintoa varten sekä kouluttaudutaan etukäteen uusista tarjotuista sijoitustuotteista¹⁵⁶.

Arvioitaessa listaamattomia arvopapereita asiakkailleen tarjoavan sijoituspalveluyrityksen henkilöstön asiantuntemusvaatimuksia nousee keskeiseksi kysymykseksi, edellyttääkö henkilöstöltä sekä asianmukaista työkokemusta että esimerkiksi tutkinnon kautta saavutettua pätevyyttä. Tulkintaa haettaessa voidaan havaita, että sovellettavissa direktiiveissä ja hallituksen esitystekstissä puhutaan ainoastaan tietämyksestä, pätevydestä ja asiantuntemuksesta, jotka englanninkielisessä versiossa esitetään sanoilla *knowledge*, *competence* ja *expertise*. ESMAn ohjeessa sen sijaan on mainittu myös vähintään kuuden kuukauden työhistoriasta muodostuva kokemus (*experience*), joka yhdessä koulutuksen tai kokeen kautta hankitun pätevyyden (*qualification*) kanssa muodostaa direktiivin edellytykset¹⁵⁷.

Koska ESMAn ohje sijoittuu normihierarkiassa direktiivejä alemmalle tasolle luvussa 2.1 esitetyllä tavalla, ohjeen tulkinnanvaraisuuden takia voitaisiin katsoa, ettei sijoituspalveluja tarjoavalta henkilöltä välttämättä edellytetä sekä koulutuksen tai kokeen kautta suoritettua pätevyyttä että kokemusta, vaan ne olisivat vaihtoehtoisia tapoja tarvittavan asiantuntemuksen ja tietämyksen hankkimiseksi. Sen sijaan henkilöltä, jonka valvonnan alaisuudessa tarvittavaa asiantuntemusta vasta hankkiva henkilö voi toimia, edellytetään ohjeessa selkeästi sekä pätevyyttä että kokemusta (*"both an appropriate qualification and appropriate experience"*)¹⁵⁸. Toisaalta ohjetta voidaan tulkita myös siten, että se asettaa kansallisille viranomaisille velvollisuuden huolehtia sekä asianmukaisen pätevyyden että kokemuksen täyttymisestä. Ohjeessa esimerkiksi todetaan, että valvonnan

¹⁵⁶ ESMA/2015/1886, s. 9.

¹⁵⁷ ESMA/2015/1886, s. 5. Pätevyyttä on siten käytetty sekä sanojen *competence* että *qualification* suomenmuokseksi. Lähdeviittaukset kohdistuvat tässä suomenkielisen version sivunumerointiin.

¹⁵⁸ ESMA/2015/1886, s. 5.

alaisuudessa voi toimia henkilö, jolla ei ole ”tarkoituksenmukaista pätevyyttä tai koke-
musta taikka kumpaakaan”¹⁵⁹, jolloin esimerkiksi juuri sijoituspalvelualalle tullut työnte-
kijä joutuisi olemaan kuuden kuukauden ajan valvonnan alaisena.

Sijoituspalveluyrityksen itsensä arvioitavaksi jää myös se, missä määrin se voi omalla toi-
minnallaan mahdollistaa pätevyysvaatimusten täyttämisen tarjoamalla esimerkiksi tar-
joamiensa arvopapereiden mukaan räätälöityä koulutusta työsuhteen alussa. ESMAN
ohjeen perusteella on selvää, että yritys voi sisäisellä koulutuksellaan huolehtia, että
henkilöstö säilyttää tarkoituksenmukaisen pätevyytensä (*”to hold the appropriate qua-
lification”*)¹⁶⁰. Pätevyyden tuottavan koulutuksen jäätyä kuitenkin tarkemmin määritte-
lemättä mahdollistuu tulkinta, jonka mukaan koulutus voitaisiin myös alun perin järjes-
tää yrityksen sisäisenä perehdytyksenä. Joka tapauksessa on kuitenkin huomattava, että
Finanssivalvonnan ottama kanta vaikuttaa huomattavasti sijoituspalveluyrityksen tulkin-
tamahdollisuuksiin.

3.4 Sijoituspalveluyrityksen kansainväliset toimintamahdollisuudet

Kuten tutkimuksen 2 luvussa tuotiin esiin, yksi sijoituspalveluyritysten EU-sääntelyn ta-
voitteista on ollut lisätä niiden mahdollisuuksia toimia joustavasti koko unionialueella.
Sääntelyä on myös yhdenmukaistettu, jottei yrityksen kotivaltio vaikuttaisi ratkaisevasti
esimerkiksi sijoittajansuojan muodostumiseen. MiFID II:n johdannon 3 kohdassa on to-
dettu, että tarkoituksena on tarjota sijoituspalveluyrityksille mahdollisuus tarjota palve-
luitaan kaikkialla unionissa kotijäsenvaltiossa suoritettuna valvonnan perusteella. Sen si-
jaan silloin, kun tällaiseen valtioon perustetaan sivuliike, osallistuu sivuliikkeen valvon-
taan 90 kohdassa mainitulla tavalla myös kyseisen valtion valvontaviranomainen. 48
kohdan mukaan palveluiden tarjoamisen edellytyksenä ei kuitenkaan saa olla erillinen
toimilupa kohdevaltiossa.

¹⁵⁹ ESMA/2015/1886, s. 9.

¹⁶⁰ ESMA/2015/1886, s. 12.

Suomessa sijoituspalveluyritysten kansainvälisistä toimintamahdollisuuksista säädetään SipaL 13 luvussa, jonka 1 §:ssä sääntelyn kohteena on niiden toiminta muissa ETA-valtioissa¹⁶¹. Aiemmin tämä tarkoitti pykälän mukaan sivuliikkeen, joka on määritelty SipaL 1:13 §:n 10 kohdassa, perustamista. Sivuliikkeellä tarkoitetaan muussa kuin kotivaltiossa sijaitsevaa sijoituspalveluyrityksen toimipaikkaa, joka on oikeudellisesti osa yritystä ja josta käsin sijoituspalveluita tarjotaan. MiFID II:n seurauksena pykälän soveltamisalaan on kuitenkin lisätty myös sidonnaisasiamiehen käyttäminen, joka on sijoituspalveluyritykselle vaihtoehtoinen tapa toimia ulkomailla. Direktiivin myötä sidonnaisasiamiehiä koskeva sääntely tulee sovellettavaksi kaikissa jäsenvaltioissa, eivätkä nämä näin ollen voi enää valita, sallivatko ne tällaiset järjestelyt¹⁶². Lakimuutosten seurauksena sijoituspalveluyrityksen ei näin ollen tarvitse käyttää toisistaan poikkeavia järjestelyjä eri valtioissa. Kuten mainitun pykälän 5 momentissa todetaan, toiseen ETA-valtioon sijoittuneeseen sidonnaisasiamieheen sovelletaan soveltuvin osin 13 luvun sivuliikettä koskevia säännöksiä. Voidaan siis katsoa, että sijoituspalveluyritys voi tehdä ratkaisun ulkomailla käyttämästään toimintamuodosta pitkälti liiketaloudellisin perustein.

SipaL 13:1.1 §:n mukaisesti sijoituspalveluyrityksen on ilmoitettava Finanssivalvonnalle aikomuksestaan toimia toisessa ETA-valtiossa. Lakimuutoksen jälkeen ilmoitusvelvollisuus koskee sekä sivuliikkeen perustamista että tällaiseen valtioon sijoittautuneen sidonnaisasiamiehen käyttämistä. Ilmoituksen on sisällettävä maininta valtiosta, jossa aiotaan toimia, tarjottavat sijoitus- ja oheispalvelut, kuvaus sivuliikkeen tai sidonnaisasiamiehen organisaatorakenteesta sekä sen osoitetiedot ja toiminnasta vastuussa olevat henkilöt. Tämän jälkeen Finanssivalvonta arvioi sijoituspalveluyrityksen taloudellisen

¹⁶¹ MiFID II kuuluu direktiiveihin, jotka sisällytetään ETA-sopimukseen ja siten myös sopimukseen kuuluvien maiden kansalliseen lainsäädäntöön, ks. esim. *Brush – Weber – Schwartzkopff* 2017. Näin ollen siitä huolimatta, että direktiivissä puhutaan EU:n jäsenvaltioista, sitä sovelletaan myös unioniin kuulumattomissa ETA-valtioissa, mikä käy ilmi myös sijoituspalvelulain rajat ylittävää toimintaa käsittelevistä säännöksistä.

¹⁶² HE 151/2017 vp, s. 34. Kuten edellisessä luvussa esitettiin, toinen Suomen lainsäädännön kannalta relevantti sidonnaisasiamiehiä koskeva muutos on näiden rekisteröinti Finanssivalvonnan ylläpitämään rekisteriin. Muuten sidonnaisasiamiehiin sovellettavaa sääntelyä ei ole MiFID II:ssa juuri muutettu. Jäsenvaltiot voivat kuitenkin asettaa niille direktiiviä ankarampia vaatimuksia, mikä sijoituspalveluyritysten on otettava huomioon niiden suunnitellessa sidonnaisasiamiesjärjestelyjen käyttämistä ulkomailla.

tilanteen ja hallintorakenteen asianmukaisuutta suhteessa suunniteltuun toimintaan, mihin sillä on aikaa kolme kuukautta.

Sijoituspalveluyritys voi aloittaa toimintansa toisessa ETA-valtiossa, mikäli Finanssivalvonta suostuu suorittamansa arvion perusteella tekemään ilmoituksen kohdemaan valvontaviranomaiselle, ja tämän jälkeen kyseinen viranomaisen ilmoittaa yritykselle toiminnan sallimisesta. Toiminta voidaan myös aloittaa, mikäli tämä viranomaisen on kahden kuukauden ajan Finanssivalvonnalta saamastaan ilmoituksesta ollut reagoimatta siihen. Mikäli yrityksen ilmoitusvelvollisuuteen kuuluvissa tiedoissa tapahtuu muutoksia, ilmoitetaan niistä vähintään kuukautta ennen Finanssivalvonnalle, joka puolestaan vastaa tietojen toimittamisesta kohdemaahan.

Sipal 13:2–3 §:ssä käsitellään sivuliikkeen perustamista kolmanteen maahan, jolla tarkoitetaan 1:13 §:ssä mainitulla tavalla muita kuin ETA-valtioita. Tällaista toimintaa koskevaan sääntelyyn ei tule MiFID II:n myötä muutoksia. Muuttumattomina säilyvät myös 4 § ilmoitusvelvollisuudesta koskien ulkomailla olevan sivuliikkeen asiakkaiden saamisen turvaamista sekä 5 § Finanssivalvonnan oikeudesta kieltää tai rajoittaa sivuliikkeen toimintaa. Sen sijaan 6 §, jossa on aiemmin säännelty palveluiden tarjoamista ulkomaille, on jaettu uusiin 6 ja 6a §:iin, joista ensimmäinen koskee palveluiden tarjoamista toiseen ETA-valtioon ja jälkimmäinen kolmanteen maahan¹⁶³. Näitä pykäläiä sovelletaan, kun ulkomailla harjoitettavaa toimintaa varten ei perusteta sivuliikettä. Lisäksi, vaikei tätä olekaan 6 §:n sanamuodossa todettu, lienee perusteltua katsoa, että sen sovelta-

¹⁶³ Palveluiden tarjoamisen määritelmästä ks. HE 32/2012 vp, s. 185, jossa rajat ylittävää palveluiden tarjoamista on käsitelty ulkomaisen yrityksen Suomessa harjoittaman toiminnan näkökulmasta. Määritelmän mukaan palveluiden tarjoaminen edellyttää toiseen maahan kohdistuvia toimenpiteitä, joiden tarkoituksena on saada aikaan sijoituspalvelua koskeva sopimus tällaisessa maassa asuvan henkilön kanssa. Toimenpiteet voivat muodostua esimerkiksi sähköpostitse toteutettavista markkinointikampanjoista. Kuitenkaan silloin, kun tällainen henkilö on ostanut sijoituspalvelun oma-aloitteisesti ilman sijoituspalveluyrityksen edeltävää yhteydenottoa, sääntely ei sovellu.

misalan ulkopuolelle jää myös toiminta toiseen ETA-valtioon sijoittautuneen sidonnaisasiamiehen välityksellä, sillä edellä mainitussa 1 §:ssä pitkälti rinnastetaan sidonnaisasiamiehen ja sivuliikkeen käyttäminen¹⁶⁴.

Sijoituspalveluiden ulkomaille tarjoamisen sääntelyn sisältö ei varsinaisesti ole muuttunut. Kun sijoituspalveluyritys aikoo tarjota 6 §:n mukaisesti palveluitaan toiseen ETA-valtioon, sen on ilmoitettava Finanssivalvonnalle, mihin valtioihin palveluita aiotaan tarjota, millaisia tarjottavat palvelut ovat, ja mikäli palveluiden tarjoajana toimii Suomeen sijoittuneita sidonnaisasiamiehiä, näiden nimet. Tämän jälkeen Finanssivalvonnalla on kuukausi aikaa ilmoittaa kyseiset tiedot kohdemaan valvontaviranomaiselle, minkä jälkeen palveluiden tarjoaminen voidaan aloittaa. Tietojen muuttuessa tästä ilmoitetaan Finanssivalvonnalle kuukauden varoitusajalla. Näin ollen prosessi muistuttaa sivuliikkeen tai sidonnaisasiamiehen käyttämistä, mutta on sijoituspalveluyrityksen kannalta kevyempi siten, että Finanssivalvonnan aika harkita toisen valtion viranomaiselle tehtävän ilmoituksen tekoa on lyhyempi, eikä kohdemaan viranomaisella ole mahdollisuutta kieltää toiminnan aloittamista.

6a §:ssä käsitelty sijoituspalveluiden tarjoamista kolmanteen maahan koskeva sääntely säilyy aiempaa vastaavana. Toisiin ETA-valtioihin tarjottavien palveluiden sääntelyyn verrattuna erottavana tekijänä toimii se, että sijoituspalveluyritykseltä vaaditaan ainoastaan Finanssivalvonnalle tehdyn ilmoituksen tekemistä ETA-valtiossa toimintaa vastaavasti, mutta kommunikoinnista eri valtioiden viranomaisten välillä ei sääntelyä ole annettu. Tämä on luonnollista, sillä kolmansien maiden ollessa MiFID II:n soveltamisalan ulkopuolella voi niissä olla käytössä toisistaan poikkeavia järjestelyitä, joita lainsäädännössä ei olisi tarkoituksenmukaista pyrkiä ennakoimaan.

¹⁶⁴ Näin myös käänteisesti toisen ETA-valtion sijoituspalveluyrityksen toimiessa Suomessa. SipaL 1:13.2 §:n perusteella mitä sijoituspalvelulaissa on säädetty ulkomaisen ETA-sijoituspalveluyrityksen sivuliikkeestä, sovelletaan myös Suomeen sijoittautuneeseen tällaisen yrityksen sidonnaisasiamieheen.

3.5 Toimintojen ulkoistaminen

Sipal uudistetussa 7:5 §:ssä säädetään sijoituspalveluyrityksen ratkaisevan tärkeiden operatiivisten toimintojen ulkoistamisesta. Ulkoistamisella tarkoitetaan 1:22 §:n määritelmän mukaan järjestelyä, jonka perusteella toiminnon tai palvelun, jonka sijoituspalveluyritys olisi tavallisesti itse suorittanut, tuottaa sille muu palvelun tarjoaja. Aiemmin ulkoistamista koskevaa sääntelyä oli sekä 7:4 että 7:5 §:ssä ja se koski sijoituspalvelun sekä muun merkittävän toiminnon ulkoistamista. Ratkaisevan tärkeiden toimintojen käsite on kuitenkin omaksuttu lainsäädäntöön komission delegoidusta asetuksesta 2017/565. Säädökseen suoraan sisältyvää sääntelyä ei ole enää sisällytetty lakiin¹⁶⁵. Kuten tutkimuksessa on kauttaaltaan tuotu esiin, EU-sääntelyn toimeenpanossa on omaksuttu tapa, jonka mukaan delegoitujen asetusten kaltainen alemman tason sääntely toimeenpannaan merkittävilta osin Finanssivalvonnan määräyksillä. Näin ollen mainitun pykälän sanamuotojen laajuus on huomattavasti aiempaa sääntelyä suppeampi.

7:5 §:n säännösten mukaan sijoituspalveluyritys voi ulkoistaa sijoituspalvelun tarjoamisen tai sijoitustoiminnan harjoittamisen kannalta ratkaisevan tärkeän operatiivisen toiminnon, mikäli se toteuttaa kohtuulliset toimenpiteet, joilla vältetään aiheettomat operatiiviset lisäriskit. Ulkoistaminen ei saa heikentää yrityksen sisäisen valvonnan laatua eikä haitata toiminnan viranomaisvalvontaa. Edellytykset sisältyvät MiFID II:n 16 artiklaan. Aiemmin lakiin sisältyneisiin määräyksiin, jotka uudessa sääntelyssä on katsottu määräytyvän delegoidun asetuksen perusteella, kuuluvat kirjallisen sopimuksen vaatimus yrityksen ja palveluntarjoajan välisistä velvoitteista, sijoituspalveluyritykselle ulkoistamisesta huolimatta kuuluva vastuu velvoitteidensa noudattamisesta sekä ilmoitusvelvollisuus Finanssivalvonnalle, jota ei kuitenkaan sovelleta silloin, kun sijoituspalveluyritys ja palveluntarjoaja kuuluvat samaan konsolidointiryhmään¹⁶⁶.

Delegoidun asetuksen 30 artiklan mukaan ratkaisevan tärkeät ja tärkeät toiminnot ovat sellaisia, joissa ilmenevät puutteet ja laiminlyönnit haittaisivat tuntuvasti sijoituspalve-

¹⁶⁵ HE 151/2017 vp, s. 149–150.

¹⁶⁶ HE 151/2017 vp, s. 150.

luvun toimiluvan edellytysten tai muiden MiFID II:sta johtuvien velvoitteiden täyttämistä, toiminnan tuloksellisuutta tai sijoituspalvelu- ja sijoitustoiminnan vakautta ja jatkuvuutta. 31 artiklassa säädettyjen lisäedellytysten mukaan ulkoistamisen kautta ei voida siirtää toimivan johdon vastuuta muualle, muuttaa sijoituspalveluyrityksen suhteita ja velvoitteita asiakkaisiin nähden tai vaikuttaa toimiluvan edellytyksinä toimiviin seikkoihin.

Ulkoistamisessa on noudatettava asianmukaista huolellisuutta ja varovaisuutta, vahvistettava osapuolten väliset oikeudet ja velvollisuudet kirjallisesti sekä varmistettava, että sijoituspalveluyritys saa vastapuolelta artiklassa tarkemmin määritellyllä tavalla tietoa ja voi toimittaa sitä myös viranomaisille. Lisäksi artiklassa muun muassa edellytetään, että sijoituspalveluyrityksellä säilyy oikeus valvoa toimintojen suorittamista ja tarvittaessa lopettaa ulkoistamisjärjestelyt. Erinäisiä vaatimuksia on asetettu myös palveluntarjoajan omalle organisaatiolle. Lisäksi on huomattava, että mikäli ulkoistettuihin toimintoihin sisältyy toimiluvanvaraista toimintaa, palveluntarjoajalla on oltava myös oma toimilupa niiden suorittamiseksi.

Kokonaisuudessaan voidaan katsoa, että sijoituspalveluyrityksen toimintojen ulkoistamista koskevan sääntelyn tarkoituksena on varmistaa sijoittajansuojan toteutuminen myös silloin, kun yrityksellä on esimerkiksi liiketaloudellisia perusteita erinäisten yhteistyösopimusten käyttämiseen toimintansa järjestämisessä. Kun yrityksen hallituksen tehtäviin kuuluva sisäinen valvonta, viranomaisvalvonta, toimiluvan edellytyksiksi säädetty moninaiset velvollisuudet ja asiakassuhteet säilyvät sääntelyn perusteella ulkoistamisen vaikutusten ulkopuolella, eivät tällaiset järjestelyt ole sijoittajan kannalta relevantteja. Jos taas ulkoistamisen kohteena ovat muut kuin ratkaisevan tärkeät toiminnot, kuten delegoidussa asetuksessa esimerkkinä mainitut neuvonta- ja koulutuspalvelut, on niiden liityntä sääntelyn tavoitteisiin niin vähäinen, että ne voidaan sulkea sääntelyn ulkopuolelle. Tällöin esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen johtoa koskevilla säännöksillä voidaan pyrkiä varmistamaan, että esimerkiksi neuvontaa tai koulutusta hankitaan taholta, jonka käyttäminen on yritykselle aidosti hyödyllistä.

4 ASIAKASSUHTEITA KOSKEVAT VELVOLLISUUDET

4.1 Arvopaperin ja asiakkaan yhteensopivuus

4.1.1 Tuotehallintamenettely

Yksi MiFID II:n keskeisimmistä sijoittajansuojaa parantavista sääntelykohteista on monimutkaisten sijoitustuotteiden tarjoamista ja sijoitusneuvontaa koskevien vaatimusten kiristäminen¹⁶⁷. Kuten luvussa 2 esitettiin, finanssikriisin aikana markkinoilla ilmeni runsaasti monimutkaisia tuotteita koskevia ongelmia. Niihin on vastattu direktiivin 16 artiklassa rahoitusvälineitä kehittäville ja jakeleville sijoituspalveluyrityksille asetetuilla velvollisuuksilla, jotka on implementoitu SipaL 7:7 §:ään. Aiheeseen liittyvää tarkempaa sääntelyä sisältyy runsaasti myös komission delegoituun direktiiviin 2017/593, jonka määräyksiä täsmennetään Suomessa tarkemmin Finanssivalvonnan antamilla normeilla¹⁶⁸.

Toisin kuin jäljempänä käsiteltävässä asianmukaisuusarvioinnissa, jossa rahoitusvälineen ja sijoittajan välistä yhteensopivuutta arvioidaan osana rahoitusvälineen tarjoamistilannetta, 7:7 §:n tuotehallintamenettelyksi kutsutut velvollisuudet asettavat rahoitusvälineiden kehittäjille ja jakelijoille velvollisuuden määrittellä kullekin rahoitusvälineelle asianmukainen asiakaskohderyhmä jo ennen sen tarjoamista tai markkinointia loppuasiakkaille. Sääntelyn on tarkoitettu kohdistuvan kaikkiin sekä ensi- että jälkimarkkinoilla myytäviin tuotteisiin¹⁶⁹. Tavoitteena on MiFID II:n johdannon 71 kohdan mukaan parantaa myös sijoituspalveluyritysten omaa ymmärrystä niiden tarjoamien tuotteiden ominaispiirteistä.

7:7 §:n 1–3 momentin sääntely kohdistuu rahoitusvälineitä kehittävään sijoituspalveluyritykseen, jolla voidaan tarkoittaa esimerkiksi suunnittelijaa tai liikkeeseenlaskijaa¹⁷⁰.

¹⁶⁷ HE 151/2017 vp, s. 87.

¹⁶⁸ HE 151/2017 vp, s. 151.

¹⁶⁹ HE 151/2017 vp, s. 151.

¹⁷⁰ HE 151/2017 vp, s. 151.

Kehittäjällä on oltava käytössään ajantasainen tuotehallintamenettely, jolla varmistetaan rahoitusvälineen kehittämisen olevan asiakkaiden edun mukaista ja täyttävän eturistiriitojen hallintaa koskevat vaatimukset. Menettelyssä kukin rahoitusväline ja siihen tehdyt merkittävät muutokset on hyväksyttävä, minkä jälkeen rahoitusvälineen markkinoinnin ja jakelun on kohdistuttava täsmennettyyn asiakaskohderyhmään kussakin asiakasluokassa. Kohderyhmän määrittelyssä on otettava huomioon asiakkaiden kannalta merkitykselliset riskit ja kulurakenne, minkä lisäksi myös se kohderyhmä, jolle rahoitusväline ei ole sopiva, on täsmennettävä¹⁷¹. Kohderyhmän määrittelyä ja sen mukaan määritellyn jakelustrategian asianmukaisuutta on seurattava ja reagoitava, mikäli rahoitusväline on muuttunut asiakaskohderyhmän tarpeisiin nähden sopimattomaksi.

Rahoitusvälineitä kehittävän sijoituspalveluyrityksen on 7.2 §:n perusteella kommunikotava niiden jakelijoille kaikki asianmukaiset tiedot rahoitusvälineistä ja tuotteiden hyväksymistä koskevasta menettelystä, kuten tuotteille yksilöidyistä kohdemarkkinoista. Momentissa on asetettu kehittäjille velvollisuus myös itse pyrkiä varmistamaan, että rahoitusvälineitä tarjotaan yksilöidylle asiakaskohderyhmälle. Tämän voidaan katsoa toteutuvan esimerkiksi edellä mainitun jakelustrategian määrittämisen yhteydessä. ESMA:n 2. kesäkuuta 2017 julkaiseman ohjeistuksen perusteella asianmukaisen jakelustrategian määrittelyssä on esimerkiksi harkittava, voidaanko rahoitusvälinettä tarjota osana yksittäisiä toimeksiantoja vai onko se sisällytettävä osaksi sijoitusneuvontaa, jolloin asiakkaiden tarpeista on saatavilla enemmän tietoa. Harkintaan sisältyy myös sellaisten jakelijoiden, joiden tarjoamat sijoituspalvelut ja asiakaskunta vastaavat määriteltä kohdemarkkinaa, valinta.¹⁷² Näin ollen velvollisuus määritellä asianmukainen kohderyhmä ja jakelustrategia koskee rahoitusvälineiden kehittäjää siitä riippumatta, jakeleeko se itse niitä asiakkaille.

¹⁷¹ vrt. Finanssiala ry:n lausunto 9.6.2017, jossa kritisoidaan ei-yhteensopivan asiakaskohderyhmän määrittelyn lakisääteistä vaatimusta. Lausunnon mukaan tällaisen kohderyhmän määrittäminen voi johtaa epäluonnollisten asiakaskohderyhmien määrittelyyn, sillä ei-yhteensopivaa asiakaskohderyhmää ei aina ole. Lisäksi vaaditun tiedon voidaan joissain tapauksissa katsoa johtavan harhaan.

¹⁷² ESMA 35-43-620, s. 36.

Sellaisen sijoituspalveluyrityksen, joka tarjoaa tai suosittelee rahoitusvälineitä, joita se itse ei valmista, on puolestaan 7.4 §:n perusteella omaksuttava asianmukaiset järjestelyt, joiden avulla voidaan saada 2 momentissa tarkoitetut tiedot kyseisestä rahoitusvälineestä, kehittäjän soveltamasta tuotehallintamenettelystä sekä asianmukaisesta asiakaskohderyhmästä. Tällaisen toimijan on sovittava yhteen kehittäjältä saatu tieto sen tiedon kanssa, joka sillä on omista asiakkaistaan, jotta se voi puolestaan itse määrittää tarjoamilleen tuotteille yhteensopivan ja ei-yhteensopivan asiakaskohderyhmän. Tarjoamisesta saatua tietoa on vuorostaan kommunikoitava kehittäjälle, jotta tämäkin voi täsmentää kohderyhmien yhteensopivuutta. Kaiken kaikkiaan rahoitusvälineiden jakelijan velvollisuutena on 7.6 §:n mukaan varmistaa, että rahoitusvälineitä tarjotaan ja suositellaan asiakkaalle vain silloin, kun se on tämän edun mukaista.

Tuotehallintasäätelyn soveltamiseen vaikuttaa olennaisesti tarjottavan rahoitusvälineen luonne. Yksinkertaisten ja yleisten tuotteiden asiakaskohderyhmät voidaan määrittää vähemmän tarkasti kuin monimutkaisten, minkä lisäksi myös julkisesti saatavilla olevan tiedon määrällä on merkitystä¹⁷³. Kuten edellä on todettu, menettelyyn liittyviä velvollisuuksia on asetettu sekä rahoitusvälineiden kehittäjille että niiden jakelijoille. On kuitenkin huomattava, että listaamattomien osakkeiden ja joukkovelkakirjojen kehittäjänä, eli edellä esitetyn perusteella liikkeeseenlaskijana, toimiva yritys ei yleensä ole itse MiFID II:n soveltamisalaan kuuluva sijoituspalveluyritys. Voi tosin olla, että esimerkiksi liikkeeseenlaskun neuvonantajana toimiva sijoituspalveluyritys katsotaan tuotteen kehittäjäksi yhdessä liikkeeseenlaskijan kanssa, jolloin näiden on kirjallisesti sovittava rahoitusvälineen kehittäjälle asetettuihin velvollisuuksiin liittyvästä vastuunjaosta¹⁷⁴.

¹⁷³ HE 151/2017 vp, s. 151. Hyväksyttäviä julkisesti saatavilla olevia tietoja ovat komission delegoidun direktiivin perusteella muun muassa esitedirektiivin mukaisesti annetut tiedot. Koska esitedirektiiviä ei lähikäyttökohtaisesti sovelleta alle viiden miljoonan euron arvopaperitarjouksiin, jää asianmukaisten tietojen hankkiminen listaamattomista arvopapereista tyypillisesti niitä asiakkailleen tarjoavan sijoituspalveluyrityksen, jonka on toteutettava kaikki kohtuulliset toimet tietojen saamiseksi rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijalta, vastuulle.

¹⁷⁴ ESMA 35-43-620, s. 28.

Mikäli rahoitusvälineellä ei katsota olevan MiFID II:n soveltamisalaan kuuluvaa kehittäjää, tuotehallintamenettelyyn liittyvät velvollisuudet jäävät lähinnä arvopapereita asiakkailleen tarjoavan sijoituspalveluyrityksen kannettaviksi¹⁷⁵. Sijoituspalveluyrityksen on yksilöitävä kaavaillun kohdemarkkinan asiakkaiden olosuhteet ja tarpeet, jotta varmistetaan, ettei asiakkaiden etu vaarannu. Menettelyssä yrityksen on myös yksilöitävä sellaiset kohderyhmät, joiden ominaisuuksien kanssa sijoitus ei ole yhteensopiva. Lisäksi sen on reagoitava tapahtumiin, jotka voivat vaikuttaa kohdemarkkinaan kohdistuvaan potentiaaliseen riskiin siten, ettei yhteensopivuus enää toteudu¹⁷⁶. Delegoidun direktiivin perusteella prosessia valvoo yrityksen ylin hallintoelin, jolle on annettava yrityksen tarjoamiin tuotteisiin liittyvä vaatimustenmukaisuuskertomus, joka on pyynnöstä toimitettava myös toimivaltaisille viranomaisille.

ESMAN ohjeistuksessa on käsitelty tekijöitä, jotka on otettava huomioon kohderyhmän määrittelyssä. Arviointi toteutetaan suhteessa viiteen oheisessa taulukossa esitettyyn kategoriaan, joiden arvioinnissa tarkasteltavista tekijöistä on taulukossa myös annettu esimerkkejä. On kuitenkin huomattava, että kohderyhmän määrittelemiseksi käytettävissä oleva tieto vaihtelee sen mukaan, millaisia sijoituspalveluita yritys tarjoaa. Ei ole esimerkiksi tarkoituksenmukaista katsoa, että yrityksellä, jonka tarjoama sijoituspalvelu liittyy yksittäisiin liiketoimiin rahoitusvälineillä sijoitusneuvonnan tai salkunhoidon sijaan, pitäisi olla käsitys esimerkiksi asiakkaan tavoitteesta tehdä ympäristön kannalta kestäviä sijoituksia tai saada jatkuvia tuottoja eläkepäivien rahoittamiseksi. ESMAN ohjeessa onkin esimerkiksi katsottu, että ainoastaan sähköisellä alustalla rahoitusvälineitä välittävä sijoituspalveluyritys kykenee arvioimaan ainoastaan asiakkaan tyyppiä sekä tietämystä ja kokemusta jäljempänä käsitellyn asianmukaisuusarvion perusteella. Tällöin

¹⁷⁵ Delegoidun direktiivin 10 artiklassa kuitenkin todetaan, että rahoitusvälineitä jakelevilla sijoituspalveluyrityksillä on oltava käytössään järjestelyt, joilla varmistetaan riittävän tiedon saanti myös sellaisilta rahoitusvälineiden kehittäjiltä, jotka eivät kuulu MiFID II:n soveltamisalaan. ESMAN ohjeiden mukaan tämä saattaa edellyttää etenkin monimutkaisten rahoitusvälineiden jakelijalta niiden kehittäjän kanssa tehtävää sopimusta tarvittavien tietojen saamiseksi, minkä jälkeen asianmukaisen kohderyhmän määrittely on sijoituspalveluyrityksen vastuulla. Yksinkertaisempia rahoitusvälineitä tarjottaessa sopimusta ei yleensä tule vaatia, ks. ESMA 35-43-620, s. 44.

¹⁷⁶ Delegoidun direktiivin 10 artiklassa todetaan, että esimerkiksi tuotteen muuttuminen hyvin epälikvidiksi tai markkinamuutosten perusteella epävakaaaksi voi aiheuttaa muutoksen suhteessa kohdemarkkinan olosuhteisiin.

se voi esimerkiksi varoittaa asiakkaitaan siitä, ettei perinpohjaista arviota näiden yhteensopivuudesta tarjotun rahoitusvälineen asianmukaisen kohdemarkkinan kanssa voida tehdä, ja kertoa, millainen tämä kohdemarkkina on.¹⁷⁷

Asiakkaan tyyppi	Ei-ammattimaiset asiakkaat, ammattimaiset asiakkaat, hyväksytyt vastapuolet
Asiakkaan tietämys ja kokemus	Kokemus kyseisen tyyppisistä rahoitusvälineistä; kyky ymmärtää rahoitusvälineen arvoon vaikuttavat tekijät ja keskeiset riskit
Asiakkaan taloudellinen tilanne	Valmius menettää tuotto tai pääoma osittain tai kokonaan
Asiakkaan riskitoleranssi	Suhtautuminen rahoitusvälineen tuoton ja riskin kombinaatioon (spekulatiivisuus) sekä volatilitettiin
Asiakkaan tavoitteet ja tarpeet	Sijoitushorisontti, sijoituksen käyttötarkoitus, eettiset periaatteet

Rahoitusvälineen asiakaskohderyhmän määrittelyssä huomioon otettavat tekijät.

Lähde: ESMA 35-43-620.

Listamattoman arvopaperin ollessa johdannossa todetulla tavalla monimutkainen rahoitusväline herää kysymys siitä, kuinka yksityiskohtaista menettelyä kohderyhmän määrittelyssä vaaditaan. Yleisesti monimutkaisia tuotteita koskevat velvollisuudet ovat sijoituspalveluyrityksen kannalta kaikkein vaativimmat, eivätkä tuotteet voi olla esimerkiksi jäljempänä käsitellyn *execution only* -menettelyn kohteena. ESMA:n ohjeen perusteella vaikuttaa kuitenkin siltä, että arvio tarvittavasta yksityiskohtaisuudesta tehdään tapauskohtaisesti eikä vastaavuutta määritelmän mukaisen monimutkaisuuden kanssa välttämättä ole. Huomioon otettavia arvopaperin ominaisuuksia ovat esimerkiksi kulu-rakenne, riski-tuotto -profiili, likviditeetti ja innovatiivisuuden aste¹⁷⁸, jolloin esimerkiksi tavallisten osakkeiden ja joukkovelkakirjojen voidaan katsoa mahdollistavan yksinkertaisemman menettelyn¹⁷⁹. Näin ollen voitaisiin tulkita, että esimerkiksi erillistä sopimusta

¹⁷⁷ ESMA 35-43-620, s. 22.

¹⁷⁸ ESMA 35-43-620, s. 35.

¹⁷⁹ ESMA 35-43-620, s. 18. Toisaalta mts. 37 av. 19 todetaan, että mahdollisuus hyödyntää yksinkertaisia menettelytapoja rinnastuu mahdollisuuteen hyödyntää *execution only* -menettelyä, jonka mukaiset rahoitusvälineet, kuten listatut osakkeet, ovat yleisesti yhteensopivia myös ei-ammattimaisista asiakkaista koostuvan kohdemarkkinan kanssa. Tällaisista arvopapereista katsotaan myös olevan saatavilla riittävästi julkista tietoa, jonka edellä on katsottu viittaavan lakisäätteisessä formaatissa, kuten esitedirektiivin sääntelemänä, annettuihin tietoihin. Näkemyksen perusteella olisi siten katsottava, ettei listamattomia arvopapereita pidä tulkita ainakaan kaikille ei-ammattimaisille asiakkaille asianmukaisiksi.

MiFID II:n soveltamisalaan kuulumattoman liikkeeseenlaskijan kanssa ei tarvittaisi. Esimerkiksi strukturoituun sijoitustuotteeseen verrattuna tällaisten arvopapereiden tuotto määräytyy kuitenkin verrattain helposti ymmärrettävästi. Joka tapauksessa tällaisiin arvopapereihin liittyy kuitenkin liikkeeseenlaskijariski, jolloin esimerkiksi pääomaturvaa hakevat sijoittajat on suoraan rajattava kohderyhmän ulkopuolelle.

4.1.2 Menettelyn suhde asianmukaisuuden arviointiin

Jo ennen MiFID II:ta sijoituspalvelulaissa edellytettiin asiakkaille tarjottavien tuotteiden ja palveluiden soveltuvuuden tai asianmukaisuuden arviointia, jota kuitenkin direktiivin 25 artiklassa säännellään entistä tarkemmin¹⁸⁰. Soveltuvuusarvion käsitettä käytetään silloin, kun asiakkaille tarjottu palvelu on sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, kun taas muissa sijoituspalveluissa puhutaan rahoitusvälinekohtaisen asianmukaisuuden arvioinnista¹⁸¹. SipaL 10:4 §:ssä on direktiivin seurauksena täsmennetty tietoja, jotka sijoituspalveluyrityksen on pyydettävä asiakkailtaan ennen sijoituspalvelun tarjoamista. Sijoitusneuvonnassa ja omaisuudenhoidossa uutena velvollisuutena on muun muassa selvittää asiakkaan riskiraja. Muita sijoituspalveluita tarjottaessa on selvitettävä asiakkaan sijoituskokemus ja -tietämys kyseessä olevista rahoitusvälineistä¹⁸². Tämän perusteella voidaan arvioida, ovatko ne asiakkaan kannalta asianmukaisia¹⁸³. Mikäli arvioissa päädytään kielteiseen vastaukseen, sijoituspalveluyrityksen on varoitettava tästä asiakasta,

¹⁸⁰ HE 151/2017 vp, s. 162.

¹⁸¹ Ks. myös *Wuolijoki* 2009, s. 206, jonka mukaan sijoitusneuvonnassa tarkoitetun soveltuvuuden arvioinnissa on otettava huomioon esimerkiksi asiakkaan muut sijoitukset, kun taas muissa sijoituspalveluissa arviointi tapahtuu lähinnä asiakkaan riskinymmärryskyvyn näkökulmasta. Huomautettakoon, että läheteessä käytetään vanhentunutta terminologiaa, jossa kumpaakin tilannetta kutsuttiin soveltuvuuden arvioinniksi.

¹⁸² Ks. esim. *Nousiainen – Sundberg* 2013, s. 107–109, jonka mukaan asiakkaalta on pyydettävä tiedot tämän tuntemista liiketoimista ja rahoitusvälineistä, rahoitusvälineitä koskevien liiketoimien luonne, volyymi ja yleisyys sekä koulutustaso ja ammatti. Mikäli asiakkaalla ei ole ennestään sijoituskokemusta kyseessä olevasta rahoitusvälineestä, tällä tulisi ennen sijoituspalvelun tarjoamista olla tietoa rahoitusvälineen ominaisuuksista ja siihen liittyvistä riskeistä.

¹⁸³ Ks. myös *Wuolijoki* 2009, s. 208, joka katsoo, että sijoituskokemusta ja -tietämystä lienee riittävä arvioida vain asiakassuhteen alussa, jolloin tulokset ovat käytettävissä tulevia toimeksiantoja vastaanotettaessa, vaikkakin aiemmat toimeksiannot voivat jo itsessään olla merkki tietämystyyppisten arvopapereiden asianmukaisuudesta.

kuten myös silloin, jos arviota ei voida tehdä asiakkaalta saatujen tietojen riittämättömyyden takia.

Asianmukaisuusarvion tekemisestä voidaan poiketa mainitun pykälän 3 momentin mukaisesti, jos asiakkaalle tarjottava sijoituspalvelu koostuu ainoastaan asiakkaan aloitteesta tehtävien toimeksiantojen toteuttamisesta. Poikkeus ei kuitenkaan ole relevantti kaupankäynnissä listaamattomilla osakkeilla ja joukkovelkakirjoilla, sillä sen soveltumiseksi osakkeilta ja joukkovelkakirjoilta edellytettäisiin kaupankäyntiä direktiivin mukaisella kauppapaikalla. Tällaista *execution only* -menettelyä koskeva sääntely perustuu direktiivin 25 artiklaan, jossa kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita käytetään esimerkkeinä yksinkertaisista rahoitusvälineistä. Kuten tutkimuksen johdannossa todettiin, direktiivin myötä menettelyn käyttökelpoisuus on myös joukkovelkakirjojen kaupankäynnissä rajattu kauppapaikalla oleviin arvopapereihin. Lisäksi menettelyn soveltamisalaa on aiempaan rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin verrattuna kavennettu esimerkiksi siten, että johdannaisia sisältävät rahamarkkinavälineet ja strukturoidut sijoitusrahastot jäävät sen ulkopuolelle¹⁸⁴.

MiFID II:n johdannon 71 kohdassa todetaan, että tuotehallintamenettelyä koskevaa velvoitetta määrittää asiakkaille tarjotun tuotteen yksilöity kohdemarkkina sovelletaan rajoittamatta asianmukaisuuden tai sopivuuden arviointia, jonka sijoituspalveluyritys tekee myöhemmin tarjotessaan sijoituspalveluita asiakkailleen. Kuten edellä on todettu, sijoituspalveluyrityksen on varoitettava asiakasta, mikäli se ei pidä tarjottavaa rahoitusvälinettä tälle asianmukaisena. Säännöksen sanamuoto ei kuitenkaan estä asiakasta ryhtymästä liiketoimeen omalla riskillään¹⁸⁵. Koska tuotehallintamenettelyn soveltamisala on asianmukaisuusarviota laajempi rajoittaen myös rahoitusvälineiden markkinointia,

¹⁸⁴ Ks. myös Finanssivalvonnan lausunto 9.6.2017, jonka s. 3 todetaan selkeä ristiriita execution only -palvelun soveltamisalan kaventumisen ja joukkorahoituksen välittäjiin sovellettavan kevyemmän sääntelyn välillä.

¹⁸⁵ Ks. myös ESMAn kysymys- ja vastausjulkaisun s. 29 esitetty toteamus, jonka mukaan asiakasta, joka haluaa tehdä sijoitusneuvonnassa hänelle soveltumattomaksi todettua rahoitusvälinettä koskevan liiketoimen, on varoitettava soveltumattomuudesta, minkä jälkeen hän voi kuitenkin edetä toimeksiannon kanssa asianmukaisuusarviointiin liittyvien menettelytapojen mukaisesti. ESMA: Questions and Answers – On MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics, s. 28. 3.10.2017 (ESMA 35-43-349).

voidaan katsoa, että sääntelyn tavoitteena on itse asiassa välttää sitä, että asiakas haluaisi sijoittaa hänelle soveltumattomiin arvopapereihin. ESMAn ohjeessa onkin todettu, että rahoitusvälineiden myynti määritellyn kohdemarkkinan ulkopuolella voisi olla mahdollinen silloin, kun asiakas tekee siitä aloitteen ilman aktiivista markkinointia tai muuta sijoituspalveluyrityksen myötävaikutusta¹⁸⁶. Toisaalta asiakkaan katsominen osaksi yhteensopivaa kohderyhmää ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita, että kyseinen rahoitusväline olisi tälle soveltuva¹⁸⁷.

4.1.3 Menettelyn suhde arvopapereiden markkinointiin

ESMAn ohjeistuksen perusteella voidaan katsoa, että sijoituspalveluyritysten sovellettavaksi tuleva tuotehallintamenettely ei vaikuta listaamattomiin arvopapereihin liittyvää sijoituspalvelua tarjoavan yrityksen velvollisuuksiin kerätä tietoa asiakkaistaan. Sen sijaan esimerkiksi asianmukaisuusarvion perusteella saadun tiedon katsotaan määrittävän informaatiota, jonka perusteella yritys voi määrittää arvopaperille asianmukaisen asiakaskohderyhmän. On kuitenkin keskeistä arvioida, miten MiFID II:n tuotehallintavaatimukset vaikuttavat arvopapereiden markkinointiin. Ohjeissa esimerkiksi todetaan, että arvopapereita aktiivisesti markkinoiva yritys joutuu tekemään perinpohjaisen arvioinnin kohdemarkkinasta silloinkin, kun sijoitusneuvontaa ei tarjota¹⁸⁸. Koska arvopapereiden markkinointi ei kuitenkaan ole sijoituspalveluiden tarjoamista, ei yrityksellä ole velvollisuutta hankkia tietoa markkinoinnin kohderyhmästä esimerkiksi asianmukaisuusarvioinnin perusteella, mikäli arvopapereita ei varsinaisesti tarjota. Voidaan kuitenkin katsoa, että listaamattomat yhtiöt ovat yleinen markkinointikohde myös potentiaalisille asiakkaille markkinoinnin kohdistuessa itse rahoitusvälineen sijaan lähinnä liikkeenlaskijayrityksen toiminnan markkinointiin.

Haettaessa tulkintaa tuotehallintamenettelyn soveltumisesta rahoitusvälineiden markkinointiin voidaan panna merkille, että markkinointi on MiFID II:ssa yleisesti hyvin vähän käsitelty aihe. SipaL 10:2 §:ään on implementoitu 24 artiklan säännös, jonka mukaan

¹⁸⁶ ESMA 35-43-620, s. 46.

¹⁸⁷ ESMA 35-43-620, s. 21.

¹⁸⁸ ESMA 35-43-620, s. 27.

asiakkaille tai potentiaalisille asiakkaille osoitetun markkinointiviestinnän on oltava tunnistettavaa ja tasapuolista, eikä se saa olla harhaanjohtavaa. Säännös kuitenkin koskee täsmällisesti ilmaistuna sijoituspalvelun markkinointia, kun taas rahoitusvälineiden markkinointia arvioidaan AML 1:3 §:n yleissäännöksen perusteella. Sen mukaan elinkeinotoiminnassa tapahtuvassa rahoitusvälineiden markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Markkinoinnin käsite on nimenomaisesti tarkoitettu rahoitusvälineiden tarjoamiseen verrattuna laajemmaksi kattaen kaikenlaisen toiminnan vaihdannan edistämiseksi, kuten sijoittajatilaisuudet ja sijoittajien kanssa käydyt yksittäiset neuvottelut, joissa ei tehdä suoranaista tarjousta arvopaperin ostamiseksi tai myymiseksi¹⁸⁹. Arvopapereiden tarjoamisen tunnusmerkkinä sen sijaan on AML 2:12 §:n mukaisesti pyrkimys antaa sijoittajalle riittävät tiedot sijoituspäätöksen tekemiseksi.

On kuitenkin huomattava, että rahoitusvälineiden markkinointia on käsitelty MiFIR-asetuksessa, jonka 39 artiklan mukaan sekä ESMA että kansalliset viranomaiset, Suomen tapauksessa Finanssivalvonta, valvovat myös rahoitusvälineiden markkinointia. Kokonaan uutta sääntelyä sisältyy asetuksen 42 artiklaan, joka antaa kansallisille viranomaisille mahdollisuuden asettaa kiellon tai rajoituksen tiettyjen tai tiettyntyyppisten rahoitusvälineiden markkinoinnille, jakelulle ja myynnille sekä finanssialan toimintatavoille tai käytännöille¹⁹⁰. Valtuudet eroavat esimerkiksi lakiin Finanssivalvonnasta nykyisellään sisältyvistä toimintamahdollisuuksista siten, että jälkimmäisten soveltumiseksi vaaditaan sijoituspalveluyrityksen rikkoneen nimenomaisia säännöksiä, kun taas asetuksen valtuudet määräytyvät sen omien edellytysten perusteella¹⁹¹.

¹⁸⁹ HE 32/2012 vp, s. 95. Ks. myös *Hoppu* 2009, s. 87, joka korostaa, että markkinoinnin olisi erotuttava muusta tietojen antamisesta sijoittajalle myös henkilökohtaisessa myyntityössä. Mts. 89–94 tuodaan esille myös ns. markkinointivastuun mahdollisuus, jonka mukaan kauppalakia (355/1987) analogisesti soveltamalla voitaisiin tulkita, että markkinoinnin yhteydessäkin annetut asiakkaan päätöksentekoon olennaisesti vaikuttavat tiedot voisivat tulla osaksi arvopapereiden välittäjän ja sijoittajan välistä sopimusta.

¹⁹⁰ 40 artiklassa vastaavanlainen interventiomahdollisuus on annettu ESMalle, mutta tällöin kielto tai rajoitus voi olla ainoastaan väliaikainen, ja sen edellytyksenä on kansallisten viranomaisten toimien riittävä määttömyys. Tutkimuksessa tarkasteltujen listaamattomien arvopapereiden osalta kansallisten viranomaisten toimintamahdollisuudet lienevät kuitenkin paremmin soveltuvia.

¹⁹¹ HE 151/2017 vp, s. 77.

Asetuksen edellytyksiin kuuluvat merkittävien sijoittajansuojaa tai markkinoiden toimintaa koskevien ongelmien aiheutuminen, muun sääntelyn riittämättömyys ongelman torjumisessa sekä oikeasuhtaisuus markkinaosapuolten kohtaamiin vaikutuksiin nähden. Kielto tai rajoitus voidaan asettaa varotoimena myös ennen markkinoinnin tai jakelun aloittamista asiakkaille. Lähtökohtaisesti kiellosta on informoitava ESMAa ja muita kansallisia viranomaisia kuukautta ennen toimenpiteen voimaantuloa, mutta mikäli viranomainen katsoo sen tarpeelliseksi, tilapäisiä toimia voidaan toteuttaa myös 24 tunnin varoitusaikalla.

Toimenpiteisiin ryhtyessään viranomaisten on otettava huomioon muun muassa rahoitusvälineen monimutkaisuuden ja innovaation aste, suhde asiakastyyppeihin, jolle sitä markkinoidaan tai myydään, rahoitusvälineen vipuvaikutus sekä liikkeeseenlaskun suuruus. Näiden seikkojen ollessa osin yhteneväisiä tuotehallintamenettelyssä huomioon otettavien seikkojen kanssa voitaneen katsoa, että monimutkaiset strukturoidut sijoitustuotteet ovat interventiovaltuuksien todennäköisintä soveltamisaluetta. Ei voida kuitenkaan pitää poissuljettuna, että Finanssivalvonnan toimet voisivat kohdistua myös listaamattomiin arvopapereihin, mikäli niiden markkinoinnissa havaittaisiin moitittavana pidettäviä menettelytapoja.

Markkinoinnin sääntelyn ollessa joka tapauksessa sijoituspalveluiden ja arvopapereiden tarjoamisen sääntelystä jokseenkin poikkeavaa voitaneen pitää perusteltuna katsoa, että selkeästi tunnistettavaa markkinointiviestintää, jossa ei edes pyritä antamaan sijoituspäätöksen tekemiseksi riittäviä tietoja, voitaisiin suunnata myös sijoituspalveluyrityksen potentiaalisille asiakkaille, joiden sijoituskokemusta ei ole vielä päästy arvioimaan. Toisaalta sijoituspalveluyrityksen oikeussuojaa voidaan tällöinkin parantaa informoimalla viestinnän vastaanottajia siitä, ettei arviota yhteensopivuudesta kyseisen arvopaperin kanssa ole tehty, ja kuvailemalla sille määritetyn kohdemarkkinan ominaisuuksia. Sen sijaan sellaisille asiakkaille, joille tietyn tyyppiset arvopaperit on jo todettu epäasianmukaisiksi, suunnattuun kyseisiä arvopapereita koskevaan markkinointiviestintään voidaan suhtautua torjumammin. Koska tällöinkin asiakkailta on mahdollisuus ryhtyä arvopaperia koskevaan liiketoimeen omalla riskillään, ei markkinointiviestinnän sallittavuutta kuitenkaan voida täysin poissulkea.

Varsinaisen asiakassopimuksen solmiminen on sijoituspalveluyritykselle luonnollinen hetki kerätä tietoa asiakkaan rahoitusvälineisiin liittyvästä kokemuksesta sen määrittämiseksi, millaisia arvopapereita tälle aletaan aktiivisesti tarjota esimerkiksi antamalla tälle sijoituspäätöksen tekemiseksi tarkoitettuja riittäviä tietoja¹⁹². Silloin, kun asiakas tekee markkinoinnin perusteella aloitteen tiettyyn rahoitusvälineeseen sijoittamisesta, sijoituspalveluyrityksellä on kuitenkin jo ennen tarkemman rahoitusvälinettä koskevan informaation antamista tilaisuus ilmoittaa mahdollisesta yhteensopimattomuudesta asiakkaan ja rahoitusvälineen välillä ottamalla selvää asiakkaan ominaisuuksista asiakassopimuksen yhteydessä. Tällöin tuotehallintamenettelyvaatimus parantaisi sijoittajansuojaa siten, että tilannetta, jossa asiakas haluaisi sijoittaa rahoitusvälineeseen, joka ei ole hänelle asianmukainen, ymmärrettyään sijoituspäätöksen tekemiseksi annetut tiedot väärin, voitaisiin välttää. Tuotehallintamenettely toimisi siten edellytyksenä arvopapereiden tarjoamisen aloittamiselle.

4.2 Viestinnän tallentaminen

Jo ennen MiFID II:ta SipaL 10:10 § sisälsi säännökset puheluiden tallentamisesta. Sääntelyn tarkoituksena oli varmistaa, että asiakastoimeksiantojen sisältö voitiin jälkikäteen todentaa, minkä lisäksi tallenne tarjosi tietoa myös sijoituspalveluyritystä koskevien menettelytapavollisuuksien ja markkinoiden väärinkäyttösääntelyn noudattamisesta¹⁹³. Säännöksen mukaan sijoituspalveluyrityksen oli tallennettava asiakkaiden toimeksiantoihin liittyvät puhelut niiden puhelinliittymien osalta, jotka oli tarkoitettu käytettäväksi toimeksiantojen vastaanottamiseen, informoitava tästä asiakasta ja säilytettävä tallenteet vähintään kaksi vuotta. Velvollisuus kohdistui puheluihin, joissa asiakas antoi rahoitusvälinettä koskevan toimeksiannon ja tietoja toimeksiantoa varten, jolloin tallentamisesta tietoisella asiakkaalla oli paremmat valmiudet ryhtyä selvittämään toimeksiannon sisältöä esimerkiksi reklamaatiotilanteessa¹⁹⁴.

¹⁹² Ks. myös *Hoppu* 2009, s. 86, jonka mukaan sijoituspalveluyritys kohdistaa tyyppillisesti markkinointitoimenpiteitä sijoittajaan jo ennen asiakassopimuksen laatimista.

¹⁹³ HE 43/2007 vp, s. 58–59.

¹⁹⁴ HE 43/2007 vp, s. 58–59.

Tallentamisvelvollisuus perustui aiemman rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin täytäntöönpanosäädökseen ja on MiFID II:n 16 artiklassa aiempaa yksityiskohtaisemman sääntelyn kohteena¹⁹⁵. Direktiivin toimeenpanon seurauksena sääntely sisältyy SipaL 10:12 §:ään, jossa säännellään puheluiden tallentamisen lisäksi myös sähköisen viestinnän tallentamista. Pykälän perusteella sijoituspalveluyrityksen on tallennettava ja säilytettävä myös sellaiset puhelut ja sähköinen viestintä, joiden tarkoitus on johtaa asiakastoimeksiantojen vastaanottamiseen, välittämiseen ja toteuttamiseen liittyvän sijoituspalvelun tarjoamiseen tai sijoituspalveluyrityksen kaupankäyntiin omaan lukuun.

Sijoituspalveluyrityksen on 10:12 §:n perusteella toteutettava kaikki kohtuulliset toimenpiteet pitääkseen kirjaa keskusteluista laitteilla, joiden käyttämiseen työntekijöillä on ollut yrityksen antama lupa. Lisäksi sen on toteutettava kaikki kohtuulliset toimenpiteet estääkseen yksityisomistuksessa olevien laitteiden käytön asiakasviestinnässä, mikäli niillä suoritetusta viestinnästä ei voida pitää kirjaa. Asiakkaille on ilmoitettava puhe-
linviestinnän tallentamisesta, minkä jälkeen sijoituspalveluyrityksellä on lupa tarjota sijoituspalvelua puhelimitse. Tallenteet on säilytettävä viiden vuoden ajan ja pyynnöstä toimitettava asiakkaille. Pykälän 4 momentissa vaaditaan lisäksi asiakkaan kanssa kasvokkain käytyjen keskustelujen sisältö kirjattavaksi tai muulla tavalla tallennettavaksi. Tällöin direktiivi vaatii jäsenvaltioita varmistamaan, etteivät asiakkaat jää häviölle keskustelun epätarkan kirjaamisen takia¹⁹⁶.

Tarkempaa viestinnän tallentamista koskevaa sääntelyä sisältyy komission delegoituun asetukseen 2017/565. Sen 76 artiklassa on esimerkiksi säädetty, että sijoituspalveluyrityksen hallintoelimen vastuulla on seurata yrityksessä käyttöön otettuja toimintaperiaatteita, joiden on oltava yrityksen kokoon ja liiketoiminnan luonteeseen nähden asianmukaiset. Henkilöistä, joilla on käytössään yrityksen laitteita, on pidettävä kirjaa, ja heitä on koulutettava ja perehdytettävä viestinnän tallentamisen vaatimuksia koskeviin menettelyihin. Kasvokkain asiakkaiden kanssa käydyistä keskusteluista artiklassa on to-

¹⁹⁵ HE 151/2017 vp, s. 168.

¹⁹⁶ HE 151/2017 vp, s. 168.

dettu, että tallennettavien tietojen on sisällettävä tapaamisen ajankohta ja paikka, läsnäolijat, koollekutsuja sekä asiakastoimeksiintoon liittyvät olennaiset tiedot, kuten hinta, volyyymi ja kaavailtu toteutusajankohta. Näin ollen toimeksiannon sisältö saataan jälkikäteen todennettavaan muotoon.

Sipal 10:12.4 §:ssä mainitulla tavalla asiakkaat voivat kuitenkin antaa toimeksiintoja myös esimerkiksi toimittamalla ne sijoituspalveluyritykselle kirjallisesti. MiFID II:n mukaan tallennusvelvollisuuden tarkoituksena onkin tuottaa todisteita asiakkaan antamien toimeksiintojen ehdoista ja niiden vastaamisesta sijoituspalveluyrityksen toteuttamia liiketoimia¹⁹⁷, mikä vastaa aiemman lainsäädännön yhteydessä esitettyjä perusteluja. Direktiivin toimeenpanoa koskevan hallituksen esityksen sanamuodossa kuitenkin todetaan tallennusvelvollisuuden koskevan sellaista viestintää, joka liittyy tarjottavaan sijoituspalveluun ja voi johtaa liiketoimiin, vaikkei viestintä johtaisikaan liiketoimen toteuttamiseen tai toimeksiintoja koskevien palveluiden tarjoamiseen¹⁹⁸. Tämän perusteella on siis jokseenkin kyseenalaista, millaista liityntää toimeksiintoon viestinnältä vaaditaan, jotta tallennusvelvollisuus tulee sovellettavaksi. Voi esimerkiksi olla, että sijoituspalveluyritys vastaanottaa asiakkaiden toimeksiannot kirjallisesti toimeksiintolomakkeita käyttäen tai sähköisten palveluiden avulla, jolloin esimerkiksi asiakkaan kanssa käydyt puhelinkeskustelut ovat lähinnä arvopapereiden markkinointia¹⁹⁹.

ESMAN kysymys- ja vastausjulkaisun mukaan tallennusvelvollisuus koskee viestintää, jossa yrityksen tavoitteena on hankkia asiakkaalta sijoituspalvelun tarjoamista koskeva sitoumus, vaikkei asiakas sellaista lopulta antaisikaan, millä voidaan tarkoittaa esimerkiksi osto- ja myyntitoimeksiintojen tiedustelua²⁰⁰. Tässä on puolestaan katsottu tehtävän rajanvetoa toimeksiintojen toteuttamisen ja vastaanottamisen välillä, sillä tallen-

¹⁹⁷ HE 151/2017 vp, s. 168.

¹⁹⁸ HE 151/2017 vp, s. 169.

¹⁹⁹ Täsmennettäköön, että sähköisen viestinnän on katsottu sisältävän myös esimerkiksi verkkosivuilla tai mobiilisovellusten kautta tehdyt toimeksiannot, ks. ESMA 35-43-349, s. 39.

²⁰⁰ ESMA 35-43-349, s. 41.

nusvelvollisuus tulee sovellettavaksi myös silloin, kun viestintä koskee ainoastaan toimeksiannon antamista ja se toteutetaan viestintätilanteen ulkopuolella²⁰¹. Tällöin varsinainen liiketoimi syntyy viestintätilanteen jälkeen, mutta asiakkaan sitoutuminen tapahtuu kuitenkin sen aikana. Viestinnän tallennusvelvollisuus voi lisäksi koskea myös sijoituspalveluyrityksen sisäistä viestintää, joka liittyy asiakkaan toimeksiannon käsittelyyn, mikäli esimerkiksi myynti- ja meklaritoimintojen väliseen kommunikointiin sisältyy tietoa esimerkiksi toimeksiantoon liittyvästä hinnanmuodostuksesta²⁰².

Edellä esitettyjen tavoitteiden ja tulkintojen pohjalta lienee perusteltua katsoa, että SipaL 10:12 §:n tallennusvelvollisuus koskee viestintää, jonka kautta asiakkaalla on mahdollisuus tehdä sitova toimeksianto. Näin ollen säännöksen tulkinnassa korostuu tavoite varmistaa, että toimeksiantojen sisällöstä on olemassa pysyviä todisteita. Hallituksen esityksen maininta siitä, että velvollisuus koskee myös viestintää, joka ei johda toimeksiantoja koskevien palveluiden tarjoamiseen, voi näin ollen tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, kun asiakas ei ole kiinnostunut liiketoimien tekemisestä, mutta tähän olisi silti esimerkiksi puhelun aikana mahdollisuus.

Sijoittajansuojan kannalta toimeksiantojen sisällön todentaminen on tärkeää, sillä arvopapereita koskeviin liiketoimiin ei usein voida soveltaa esimerkiksi kuluttajansuojalain (38/1978) mukaista peruuttamisoikeutta etämyynnissä²⁰³. Näin ollen viestinnän tallentaminen tarjoaa mahdollisuuden varmistua, että sijoituspalveluyritys on käsitellyt asiakkaalta saamaansa toimeksiantoa sen mukaisesti, mihin asiakas on sitoutunut. Asiakkaan kanssa kasvokkain käytyjen keskustelujen perusteella syntyneiden toimeksiantojen katsotaan vastaavan puhelimitse vastaanotettuja toimeksiantoja²⁰⁴, jolloin keskustelun kirjaaminen todentaa toimeksiannon ehdot siinäkin tapauksessa, ettei varsinaista toimeksiantolomaketta ole laadittu. Sijoituspalveluyritykseltä vaadittavien periaatteiden ol-

²⁰¹ ESMA 35-43-349, s. 40. Lisäksi on huomattava, että sijoituspalveluyrityksen käydessä asiakkaan kanssa kauppa omaa tasettaan käyttäen ei ole kyse toimeksiantojen toteuttamisesta, vaan kaupankäynnistä omaan lukuun.

²⁰² ESMA 35-43-349, s. 34.

²⁰³ Ks. esim. *Nousiainen – Sundberg 2013*, s. 187.

²⁰⁴ HE 151/2017 vp, s. 169.

lessa suhteessa sen liiketoiminnan luonteeseen voidaan näin ollen katsoa, ettei yrityksen, joka ei vastaanota sitovia toimeksiantoja muuten kuin paperilla, tarvitse ottaa viestinnän tallennussäätelyä toiminnassaan huomioon.

Tulkinnan mukaan sijoituspalveluyrityksen esimerkiksi puhelimitse tai sijoittajatapaamisessa suorittavan markkinoinnin ei katsota johtavan liiketoimeen tai toimeksiantoja koskevan palvelun tarjoamiseen, mikäli se ei sellaisenaan voi johtaa asiakkaan sitovaan toimeksiantoon. Tällöin kyse on ainoastaan sijoittajan kanssa käydystä neuvottelusta, jonka onkin katsottu kuuluvan arvopapereiden markkinoinnin soveltamisalaan²⁰⁵. Sijoituspalveluyrityksen olisi näin ollen katsottava, ettei tällainen kommunikaatio vaikuta asiakkaan antaman toimeksiannon sisältöön. Asiakkaan rahoitusvälinettä koskevan toimeksiannon olisi perustuttava AML 1:4 §:n mukaisesti riittäviin sijoittajan saatavilla pidettyihin tietoihin. Arvopapereiden markkinoinnissa sen sijaan tarkoituksena ei ole antaa tietoja, joiden perusteella asiakas sitoutuisi toimeksiantoon²⁰⁶. On kuitenkin muistettava, että AML 1:2–3 §:n kiellot menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti sekä antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja tulevat sovelletuiksi myös arvopapereiden markkinoinnissa²⁰⁷.

4.3 Kannustinsäätely

Sipal 10:6 §:ssä säädetään kannustimisista, joihin liittyvä säätely perustuu MiFID II:n 24 artiklaan ja suurelta osin myös komission delegoidun direktiiviin 2017/593. Finanssivalvonnalla on siten merkittävää määräystenantovaltaa sääntelyn toimeenpanemiseksi²⁰⁸. Kannustinsäätelyn ydinalueena voidaan pitää omaisuudenhoitoa ja sijoitusneuvontaa, sillä sen tarkoituksena on välttää sitä, että asiakkaille tarjotaan muita kuin heille parhaiten soveltuvia sijoitusratkaisuja. Koska pykälän sanamuodot eivät kuitenkaan sulje muidenkaan sijoituspalveluiden tarjoamista sen soveltamisalan ulkopuolelle,

²⁰⁵ HE 32/2012 vp, s. 95.

²⁰⁶ HE 32/2012 vp, s. 95.

²⁰⁷ Säännösten vastaisen markkinoinnin esimerkkitapauksista ks. esim. *Knuts – Parkkonen* 2014, s. 55–73.

²⁰⁸ HE 151/2017 vp, s. 144.

ei sääntelyä voida täysin sivuuttaa listaamattomien arvopapereiden kaupankäynnissä-kään²⁰⁹. Lisäksi on huomattava, että mainitussa delegoidussa direktiivissä 12 artikla koskee nimenomaisesti riippumatonta sijoitusneuvontaa ja salkunhoitopalveluita, kun taas 11 artiklan soveltamisalaa ei ole rajattu, jolloin sitä on tarkasteltava osana kaikenlaisia sijoituspalveluita.

Aiemmin Sipal 10:2.2 §:ssä oli säädetty, ettei sijoituspalveluyritys saa maksaa maksua tai antaa palkkiota tai muuta etua kolmannelle osapuolelle eikä ottaa sellaista vastaan, ellei edun tarkoituksena ole parantaa asiakkaalle tarjotun palvelun laatua, se ei ole asiakkaan edun vastaista ja siitä on annettu asiakkaalle kattavat ja selkeät tiedot ennen sijoituspalvelun tarjoamista. Samankaltainen säännös sisältyy MiFID II:n myötä 10:6.1 §:ään, jonka perusteella sijoituspalveluyritys ei saa sijoituspalvelun tarjoamisen yhteydessä ryhtyä välityspalkkiota, provisiota tai ei-rahallista etua koskevaan transaktioon, jonka toisena osapuolena on joku muu kuin asiakas tai asiakkaan lukuun toimiva henkilö. Hallituksen esityksessä on todettu säännöksen koskevan kaikkia muita sijoituspalveluita kuin omaisuudenhoitoa ja riippumatonta sijoitusneuvontaa sekä olevan aiempaa tiukempi kattaen myös ei-rahalliset edut²¹⁰.

Säännöksessä tarkoitetun edun oikeuttamisperusteeksi on asetettu osin aiempaa sääntelyä vastaavasti, että edulla voidaan parantaa asiakkaalle tarjotun palvelun laatua eikä se vaaranna sijoituspalveluyrityksen toimintaa rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan etujen mukaisesti. 2 momentissa on todettu palvelun laadun parantuvan silloin, kuin asiakkaan saama korkeatasoisempi palvelu tai lisäpalvelu on oikeassa suhteessa kannustimeen eikä se hyödytä vastaanottavaa yritystä tai sen sidosryhmiä ilman asiakkaalle koituvaa etua. Delegoidun direktiivin 11 artiklan perusteella asianmukainen palvelun laadun parantaminen voi tarkoittaa esimerkiksi laajemman rahoitusvälineiden valikoiman tarjoamista asiakkaalle kilpailukykyiseen hintaan, jolloin asiakkaalla

²⁰⁹ Ks. myös Finanssivalvonnan lausunto 9.6.2017, s. 12–13, jossa tuodaan esille uuden kannustinsäätelyn aiheuttama sekaannuksen vaara sen suhteen, miltä osin sääntely koskee omaisuudenhoitoa sekä sijoitusneuvontaa ja miltä osin myös muiden sijoituspalveluiden tarjoamista.

²¹⁰ HE 151/2017 vp, s. 165. Ei-rahallisena etuna voidaan pitää esimerkiksi rahoitusvälineen valmistajan sijoituspalveluyrityksen henkilöstölle järjestämää koulutusta, ks. CESR 07-228b, s. 14.

on paremmat mahdollisuudet tehdä sijoituspäätöksiä sekä seurata ja tarvittaessa muuttaa sijoitusportfoliotaan.

Listaamattomia arvopapereita asiakkailleen ilman sijoitusneuvontaa tarjoavan sijoituspalveluyrityksen toimintaa koskevia kannustimia tarkasteltaessa on olennaista arvioida hajauttamisen merkitystä. Kyseisten arvopapereiden liikkeeseenlaskijat voivat olla esimerkiksi kasvuyhtiöitä, jolloin sijoitukseen liittyy julkisen kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä korkeampi riski. Tällöin voidaan pitää asiakkaan edun mukaisena, että tällä on laajat mahdollisuudet hajauttaa sijoituksiaan myös omaisuusluokan sisällä. Näin ollen esimerkiksi liikkeeseenlaskijan sijoituspalveluyrityksille maksamia välityspalkkioita voidaan suurella todennäköisyydellä pitää asianmukaisina, kun niiden tarkoituksena on lisätä sijoituspalveluyrityksen tarjoamien sijoituskohteiden lukumäärää²¹¹. Lisäksi sijoituspalveluyrityksen on toki huolehdittava, että se toimii säännöksessä tarkoitettulla tavalla muutenkin asianmukaisesti, jotta kaikki kannustimien oikeuttamisperusteet täyttyvät edellytetysti.

Kun sijoitusneuvontaa ei anneta, sijoituspalveluyrityksen velvollisuudet rajoittuvat asianmukaisuusarvion tekemiseen arvopaperin yksilöllisen soveltuvuuden arvioinnin sijaan. Näin ollen asiakkaalle itselleen jää vastuu parhaaksi katsomiensa arvopapereiden valinnasta saamiensa vaihtoehtojen joukosta. Sen sijaan silloin, kun sijoituspäätöksiin vaikuttavat merkittävästi sijoitusneuvonnassa esitettävät suositukset, korostuu sijoituspalveluyrityksen vastuu varmistaa, etteivät edut johda epäasianmukaisiin menettelytapoihin sivuuttamalla asiakkaan yksilöllisten olosuhteiden merkitystä. Sijoituspalveluyrityksen on kuitenkin joka tapauksessa tiedotettava asiakkaalle SipaL 10:6.1 §:ssä tarkoitetun edun olemassaolosta, vaikka se olisikin sääntelyyn sisältyvien oikeuttamisperusteiden mukainen ja siten täysin sallittu.

²¹¹ Näin myös ESMAn edeltäjän CESR:n ohjeistuksessa 07-228b toukokuulta 2007, jonka s. 14 mainitaan esimerkkinä sijoituspalveluyrityksen ja tuotteen kehittäjän välinen jakelusopimus, joka sisältää jälkimmäisen maksavan komission. Tulokinnan mukaan ilman kyseistä etua tuotteita koskevaa sijoituspalvelua ei todennäköisesti tarjottaisi, jolloin sen on katsottava olevan suunniteltu parantamaan asiakkaalle tarjottavan palvelun laatua.

Säännös tiedottamisvelvollisuudesta sisältyy SipaL 10:6.3 §:ään, jonka perusteella asiakkaalle on ennen sijoituspalvelun tarjoamista annettava kattavat, oikeat ja ymmärrettävät tiedot mahdollisten maksujen ja etujen olemassaolosta, luonteesta ja määrästä tai sen laskentamenetelmästä. Mikäli täsmällinen määrä ei ole tiedossa, se on ilmoitettava asiakkaalle jälkikäteen, minkä lisäksi asiakkaille on ilmoitettava vuosittain saatujen tai maksettujen etujen todellinen määrä. Lisäksi on ilmoitettava, miten sijoituspalvelun tarjoamisen yhteydessä vastaanotetut välityspalkkiot, provisiot tai muut edut mahdollisesti siirretään asiakkaalle. Etujen ilmoitusvelvollisuus ei koske sellaisia transaktioita, jotka mahdollistavat sijoituspalvelun tarjoamisen, kuten säilytyskulut, toimitus- ja vaihtopalkkiot sekä sääntelyyn perustuvat verot ja maksut. Velvollisuuden täyttämiseksi delegoidussa direktiivissä vaaditaan muun muassa sisäisen luettelon ylläpitämistä kaikista kolmannelta osapuolelta saaduista välityspalkkioista, provisioista ja ei-rahallisista eduista sekä sen kirjaamista, miten ne ovat parantaneet asiakkaille tarjottua palvelua ja miten sijoituspalveluyrityksen asianmukaisen toiminnan vaarantumattomuus on varmistettu.

Sijoituspalveluyrityksen on SipaL 10:6.8 §:n mukaan myös varmistettava, ettei sen henkilöstön palkitsemista tai arviointia toteuteta tavalla, joka on ristiriidassa yrityksen velvollisuuteen toimia asiakkaiden edun mukaisesti. Esimerkiksi käytössä olevat myyntitaivoitteet eivät saa kannustaa suosittelemaan asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä, mikäli tämän tarpeita paremmin vastaava vaihtoehtokin olisi olemassa. Säännöksellä on yhteys myös SipaL 7:9 §:n eturistiriitoja koskevaan sääntelyyn, jota MiFID II onkin muuttanut lähinnä mainitsemalla myös kannustin- ja palkkiojärjestelmistä johtuvat eturistiriidat²¹². Eturistiriitoja käsittelevän komission delegoidun asetuksen 2017/565 27 artiklan mukaan sijoituspalveluyritysten on määritettävä käyttämänsä palkkioperiaatteet ja -käytännöt siten, että asiakkaita kohdellaan tasapuolisesti eikä näiden etu vaarannu henkilöstön suosiessa omaa tai yrityksen etua. Palkkiot tai vastaavat kannustimet eivät saa

²¹² HE 151/2017 vp, s. 153. Eturistiriitasääntelyn tulkinnaissa noudatetaan aiemminkin voimassa ollutta lähtökohtaa, jonka mukaan eturistiriitojen välttäminen kaikin käytettävissä olevin keinoin on sijoituspalveluyritykselle aina ensisijainen toimenpide ja vasta viimesijaisena keinona on turvauduttava tiedonantovelvollisuuteen asiakkaalle.

perustua pääasiassa määrällisiin kaupallisiin perusteisiin, vaan niiden määrittämisessä on otettava huomioon myös asiakkaille tarjottavan palvelun laatu.

Myös sijoituspalveluyrityksen käyttämien palkkiokäytäntöjen sääntelyn arvioinnissa on pidettävä mielessä tarjottavan sijoituspalvelun laatu. Sijoituspalveluyrityksellä ei ole sijoitusneuvonnan ja omaisuudenhoidon ulkopuolella velvollisuutta tutkia asiakkaan yksilöllisiä olosuhteita esimerkiksi sijoitushorisontin suhteen. Palkkiosääntelynkään ei ole perusteltua katsoa asettavan pidemmälle vietyjä velvoitteita, jolloin edellä mainitun kiellon voitaneen esimerkiksi myyntitavoitteiden osalta tulkita soveltuvan heikosti silloin, kun sijoituspalveluyritys tarjoaa asiakkaalle asianmukaiseksi katsottavia arvopapereita. Asiakkaan ymmärtäessä kyseessä olevan rahoitusvälineen ja siihen liittyvät riskit vaatisi hänelle parhaiten soveltuvan rahoitusvälineen valinta yksilöllisten olosuhteiden selvittämistä, jota ei ole yksittäisiä toimeksiantoja koskevien sijoituspalveluiden yhteydessä tarkoitus tehdä.

4.4 Asiakkaan omaisuuden säilyttäminen

Sipal 9 luvussa käsitellään asiakasvarojen säilyttämistä, jolla tarkoitetaan sekä asiakkaan rahavarojen että tämän omistamien rahoitusvälineiden säilyttämistä. Sääntelyn tarkoituksena on suojata asiakkaan varallisuutta sijoituspalveluyrityksen maksukyvyttömyyden varalta ja estää sen käyttö sijoituspalveluyrityksen omaan tai sen toisen asiakkaan lukuun²¹³. Tällainen mahdollisuus on 9:1 §:n perusteella ainoastaan luottolaitoksilla. Sääntely muuttuu MiFID II:n seurauksena monelta osin lähinnä teknisluontoisesti. 9:2 §:ssä määritellään direktiivin myötä ulkopuolinen säilyttäjä, jolla tarkoitetaan asiakkaan rahoitusvälineitä sijoituspalveluyrityksen lukuun säilyttävää yhteisöä, joka on sijoituspalveluyrityksen kanssa sopimussuhteessa. Mikäli asiakkaan rahoitusvälineitä säilytetään ulkopuolisen säilyttäjän hallussa, on säilyttävän tahon oltava Finanssivalvonnan tai ulkomaisen vastaavan valvontaviranomaisen valvonnassa, minkä lisäksi sijoituspalveluyrityksen on itse arvioitava, täyttyvätkö asiakkaiden rahoitusvälineiden säilyttämiseen liittyvät vaatimukset.

²¹³ HE 151/2017 vp, s. 157.

On kuitenkin huomattava, että rahoitusvälineiden ollessa arvo-osuusmuotoisia niiden säilyttäminen on myös muun Suomessa voimassa olevan sääntelyn kohteena. Rahoitusvälineiden säilyttämistä rajoittavaa sääntelyä sisältyy lakiin arvo-osuustileistä (827/1991) sekä arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annettuun lakiin (348/2017)²¹⁴. MiFID II:n toimeenpanemiseksi laaditun hallituksen esityksen pohjalta hyväksyttiin myös sinänsä direktiiviin liittymätön säännös, jolla kiellettiin suomalaisen listaamattoman osakeyhtiön osakkeiden liittäminen ulkomaiseen arvo-osuusjärjestelmään²¹⁵. Säännös vastaa tutkimuksen terminologiaa siten, että listaamattomalla yhtiöllä tarkoitetaan yhtiötä, jonka osakkeilla ei käydä kauppaa direktiivin tarkoittamalla kaupapaikalla. Näin ollen listaamattomien yhtiöiden osakkeiden säilyttäminen tapahtuu jatkossakin suoran omistuksen periaatteen mukaisesti, jolloin säilytys tapahtuu suomalaisessa arvopaperikeskuksessa asiakkaiden nimissä olevilla arvo-osuustileillä²¹⁶. Sen sijaan arvopapereiden ollessa fyysisiä on SipaL:n ulkopuolista säilyttäjää koskeva sääntely merkityksellistä, mikäli säilyttäminen on annettu sijoituspalveluyrityksen järjestettäväksi.

Asiakkaan rahavarojen säilyttämisen on SipaL 9:3 §:n perusteella tapahduttava keskuspankissa, talletuspankissa tai muussa valtiossa toimiluvan saaneessa luottolaitoksessa, jolla on oikeus vastaanottaa talletuksia. Asiakkaan nimenomaisesta suostumuksesta rahavarat voidaan sijoittaa myös sijoitusrahastodirektiivin tai vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun direktiivin mukaisen rahamarkkinarahaston osuuksiin. Aiemmin pykälässä puhuttiin asiakkaan rahavarojen sijoittamisesta ja sallittiin mainittujen rahamarkkinarahastojen käyttäminen, mikäli asiakas ei ollut sitä erikseen kieltänyt. MiFID II:n valtuuttamana annetun komission delegoidun direktiivin 2017/593 perus-

²¹⁴ HE 151/2017 vp, s. 157.

²¹⁵ HE 151/2017 vp, s. 230. Ks. myös Finanssiala ry:n lausunto 18.8.2017, jossa kritisoidaan esitettyä säännöstä. Säännös katsottiin laajalti ongelmalliseksi yhtiöiden rahoituksen saatavuuden kannalta myös lakiesityksen valiokuntakäsittelyn aikana, mutta esityksen perustuessa eduskunnan nimenomaiseen pontteen (EV 44/2017 vp) ei sen vaikutuksia otettu lainkaan arvioinnin kohteeksi, ks. valtiovarainministeriön muistio 30.11.2017, s. 11.

²¹⁶ HE 28/2016 vp, s. 1.

teella tällaiseen toimintaan vaaditaan kuitenkin nimenomainen suostumus, minkä lisäksi säännöksen sanamuodon muuttaminen sijoittamisesta säilyttämiseksi vastaa paremmin sen tarkoitusta²¹⁷.

Delegoitu direktiivi asettaa sijoituspalveluyritykselle myös korostuneita huolellisuusvelvollisuuksia silloin, kun rahavaroja ei ole sijoitettu keskuspankkiin. Siinä missä mainitun pykälän 2 momentti aiemmin vaati siltä ainoastaan huolellisuutta luottolaitoksen tai rahamarkkinarahaston valinnassa, on sen nyt arvioitava myös rahavarojen hajauttamistarvetta ja arvioitava säilyttämiseen liittyvien vaatimusten täyttymistä säännöllisesti. Sijoituspalveluyrityksen kanssa samaan konserniin kuuluvissa yhteisöissä voidaan säilyttää ainoastaan 20 prosenttia yrityksen hallussa olevista rahavaroista, ellei se pysty perustelemaan Finanssivalvonnalle, ettei vaatimus ole oikeassa suhteessa sen harjoittaman toiminnan luonteeseen tai laajuuteen tai asiakasvarojen pieneen määrään nähden. Näin ollen yksittäisiin listaamattomia arvopapereita koskeviin toimeksiantoihin liittyviä sijoituspalveluita tarjottaessa rajoitus ei tule kovin todennäköisesti sovellettavaksi, sillä asiakkaan rahavaroja vastaanotetaan tällöin ainoastaan vastikkeeksi tämän hankkimista arvopapereista. SipaL 9:5 §:ssä on kuitenkin annettu Finanssivalvonnalle valtuudet antaa tarkempia määräyksiä delegoituun direktiiviin sisältyvän sääntelyn toimeenpanemiseksi. Säilyttämisrajoitus ei koske sijoituspalveluyritystä, joka on samalla myös talletuspankki.

Asiakkaan rahavarojen säilyttämisen valvonnan ja avoimuuden varmistamiseksi on SipaL 9:6 §:n perusteella sijoituspalveluyrityksen tilintarkastajan vähintään kerran vuodessa toimitettava Finanssivalvonnalle raportti, jossa arvioidaan asiakasvarojen säilyttämistä ja käsittelyä koskevien järjestelyjen lainmukaisuutta. 10 §:n perusteella sijoituspalveluyrityksen on myös annettava pyynnöstä Finanssivalvonnalle tai muulle pykälässä mainitulle viranomaiselle tiedot asiakkaan rahavarojen säilyttämisessä käytettävistä järjestelyistä, kuten tehdyistä sopimuksista ja säilyttämiseen käytettävistä tileistä. 11 § puolestaan velvoittaa sijoituspalveluyritystä nimeämään henkilön, jolla on riittävät taidot ja valtuudet huolehtia varojen säilyttämiseen liittyvien velvoitteiden noudattamisesta, ja

²¹⁷ HE 151/2017 vp, s. 158.

ilmoittamaan hänen tietonsa viranomaisille. Pykälät 10 ja 11 eivät sisältyneet aiempaan sääntelyyn.

Laajalti muokatussa SipaL 9:4 §:ssä sekä kokonaan uudessa 4a §:ssä säädetään asiakkaiden rahoitusvälineistä ja asiakasvaroihin kohdistuneista oikeuksista määräämisestä sekä omistusoikeuden siirtävistä järjestelyistä. Sääntelyn sisältöä on MiFID II:n sijoittajansuojatarkoituksen nimissä laajennettu, sillä rahoitusmarkkinoilla käytettävien oikeustoi-
mien kirjo on omiaan laajentumaan nopeasti, eikä aiemman sääntelyn suppea sanamuoto ottanut tätä huomioon²¹⁸. Aiemmin asiakkaan nimenomainen suostumus tarvittiin vain tälle kuuluvan rahoitusvälineen panttaamiseen tai luovuttamiseen, mutta uuden sääntelyn myötä myös muunlainen oikeudellinen määrääminen on sisällytetty sääntöön. Toisin kuin aiemmassa sääntelyssä, sekä ammattimaisten että ei-ammattimaisten asiakkaiden on annettava 9:4 §:ssä tarkoitettu suostumus kirjallisena. 9:4.3 §:ssä säädetään lisäksi, etteivät sellaiset vakuus-, pantti- tai kuittausoikeudet, jotka antavat kolmannelle osapuolelle oikeuden määrätä asiakasvaroista eivätkä liity asiakkaaseen tai tarjottuihin sijoituspalveluihin, ole sallittuja, ellei asiakasvoja säilytetä sellaisessa kolmannessa maassa, jossa tällaisista järjestelyistä säädetään laissa.

Uudessa omistusoikeuden siirtäviä rahoitusvakuusjärjestelyjä koskevassa 9:4a §:ssä todetaan, että sijoituspalveluyrityksen on varmistuttava, että järjestelyt ovat perusteltuja eikä minkään muun asiakkaan tarjoaman vakuuden avulla voida varmistaa yritykseen kohdistuvan velvoitteen täyttämistä. Tätä edellä mainittuun komission delegeoituun direktiiviin perustuvaa rajoitusta on perusteltu sillä, että vakuusjärjestelyt, joissa omistusoikeus siirtyy, heikentävät asiakkaansuojaa²¹⁹. Näin ollen asiakkaalle olisi tarjottava ensisijaisesti muita vakuusvaihtoehtoja. Mikäli järjestely kuitenkin päätetään toteuttaa, ei siirrettävien asiakasvarojen määrä saa olla rajoittamaton tai huomattavasti suurempi kuin asiakkaan velvoite sijoituspalveluyritystä kohtaan. Velvoitteen ja vakuuden välillä

²¹⁸ HE 151/2017 vp, s. 158.

²¹⁹ HE 151/2017 vp, s. 159.

on siten oltava riittävä yhteys, eikä muita kuin kyseessä olevan sijoituspalvelun tarjoamiseen liittyviä asiakkaan velvoitteita voida ottaa huomioon²²⁰.

Omistusoikeuden siirtäviä vakuusjärjestelyjä voidaan tehdä ainoastaan ammattimaisten asiakkaiden kanssa, ja heille on kerrottava järjestelyihin liittyvistä riskeistä sekä vaikutuksista asiakkaansuojaan. Luonnolliset henkilöt, jotka on heidän omasta pyynnöstään luokiteltu ammattimaisiksi asiakkaiksi, ovat kuitenkin järjestelyyn ryhtyessään sijoittajansuojan kannalta ongelmallisessa asemassa, sillä heihin ei sovelleta rahoitusvakuuslakia, joka sisältää sääntelyä omistusoikeuden siirtoon perustuvista vakuuksista²²¹. Näin ollen luonnollisten henkilöiden kanssa tehtyjen järjestelyiden oikeusvaikutukset ratkaistaan yleisten siviilioikeudellisten periaatteiden mukaan, jolloin niiden pätevyyteen voi liittyä epävarmuutta. Luonnollisten henkilöiden asema on ongelmallinen myös sijoituspalveluyrityksen joutuessa maksukyvyttömäksi, jolloin kyseiset varat muuttuvat asiakasvaroista normaaleiksi saataviksi.²²²

4.5 Muu asiakkaalle annettava informaatio

Sipal 10:5 §:ssä säädetään sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuudesta ja 7 §:ssä tietojen antamisesta asiakkaalle. Tiedonantovelvollisuutta on MiFID II:n myötä tarkennettu siten, että siinä ei ole aiemman sääntelyn mukaisesti erotettu ei-ammattimaiselle ja ammattimaiselle asiakkaalle annettavia tietoja toisistaan, vaan sääntely koskee yhtäläisesti kaikkia yrityksen asiakkaita²²³. Lisäksi annettavat tiedot on 5.3 §:n perusteella annettava ymmärrettävässä muodossa, jotta niiden perusteella voidaan tehdä perustelut sijoituspäätöksiä. Näin ollen direktiivin mukaisesti sekä asiakkaiden että potentiaa-

²²⁰ HE 151/2017 vp, s. 159.

²²¹ HE 151/2017 vp, s. 160.

²²² HE 151/2017 vp, s. 160. Alkuperäisessä luonnoksessa hallituksen esitykseksi tarkoituksena oli antaa kansallista lisäsääntelyä, joka olisi kieltänyt järjestelyt ammattimaistenkin asiakkaiden kanssa, mikäli rahoitusvakuuslaki ei olisi tullut sovelletuksi. Tällöin kuitenkin esimerkiksi ulkomaiset sijoittajat, jotka ovat rahoitusvakuuslain soveltamisalan ulkopuolella, olisivat automaattisesti jääneet kiellon piiriin, mikä ei olisi vastannut säännöksen tarkoitusta. Lisäsääntelyn kritiikistä ks. esim. Finanssiala ry:n lausunto 9.6.2017, s. 5.

²²³ HE 151/2017 vp, s. 164.

listen asiakkaiden on voitava ymmärtää pykälässä tarkoitetut, tarjottavia sijoituspalveluita ja rahoitusvälineitä koskevat tiedot²²⁴. 7 §:ään on sisällytetty säännökset menettelystä tietojen antamisessa. Tiedot on annettava asiakkaalle pysyvällä tavalla, ja niihin on sisällytettävä säännölliset ilmoitukset asiakkaille ottaen huomioon tarjottujen rahoitusvälineiden laji ja monimutkaisuus sekä tarjotun palvelun luonne.

5 §:ssä yksilöityjen annettavien tietojen sisältö on MiFID II:n myötä muuttunut erityisesti sijoitusneuvonnassa, jonka direktiivi on jakanut riippumattomaan ja ei-riippumattomaan. Kaikenlaisia sijoituspalveluita koskevia säännöksiä on kuitenkin monin paikoin tarkennettu. Esimerkiksi sijoituspalvelun tai rahoitusvälineen yhteydessä asiakkaalle syntyvät kulut on 2 momentin mukaan koottava ja asiakkaan pyynnöstä eriteltävä säännöllisesti siten, että tämä saa käsityksen kokonaiskuluista ja niiden kumulatiivisesta vaikutuksesta sijoituksen tuottoon. Lisäksi 5 momentissa on käsitelty sijoituspalvelun tarjoamista yhdistelmänä toisen palvelun tai tuotteen kanssa tai ehtona tietyn sopimuksen syntymiselle. Tällöin asiakkaalle on kerrottava, voidaanko kyseiset palvelut tai tuotteet ostaa erikseen ja miten tämä vaikuttaa niiden riskiin. Myös kunkin palvelun ja tuotteen kulut on tuotava nimenomaisesti esiin. Tämä koskee erityisesti vähittäisrahoituspalveluiden tarjoajia, joiden harjoittama palveluiden sitominen on omiaan vääristämään kilpailua ja vähentämään asiakkaan valintamahdollisuuksia²²⁵.

Yksi asiakkaalle annettavien tietojen osa-alue, jota ei ole tässä tutkimuksessa erikseen käsitelty, on asiakastoimeksiantojen huolellinen toteuttaminen. Tätä ns. *best execution*-velvollisuutta koskevaa sääntelyä on MiFID II:n myötä täsmennetty siten, että tekijät, jotka on otettava huomioon toimeksiantojen toteuttamiseksi asiakkaan kannalta mahdollisimman edullisin ehdoin, on kirjattu direktiivin perusteella lakiin²²⁶. Parhaan mahdollisen tuloksen katsotaan SipaL 10:8 §:n perusteella muodostuvan rahoitusvälineen hinnan ja kaikkien toimeksiannon toteuttamiseen liittyvien kustannusten perusteella tehdyn kokonaisarvion mukaisesti. Sijoituspalveluyrityksen on toteutettava riittävät toimenpiteet tällaisen tuloksen saavuttamiseksi. Sen on kuitenkin noudatettava asiakkaan

²²⁴ HE 151/2017 vp, s. 164.

²²⁵ HE 151/2017 vp, s. 164.

²²⁶ HE 151/2017 vp, s. 166.

mahdollisesti antamia ohjeita toimeksiannon hoitamisesta. Asiakkaalle on selitettävä riittävän yksityiskohtaisesti ja ymmärrettävästi, miten toimeksiannot toteutetaan, minkä lisäksi sijoituspalveluyrityksen on vuosittain julkaistava tiedot viidestä kaupankäyntivolyymltaan tärkeimmästä toteuttamispaikasta kussakin rahoitusvälineluo- kassa²²⁷.

On kuitenkin huomattava, ettei listaamattomilla arvopapereilla lähtökohtaisesti ole sel- laisia kaupankäyntipaikkoja, joita sijoituspalveluyritys voisi vertailla asiakastoimeksi- antojen toteuttamiseksi. Mikäli yrityksen tarjoama sijoituspalvelu ylipäättään koostuu toi- meksiäntojen toteuttamisesta eikä esimerkiksi kaupankäynnistä omaan lukuun, sen oma asema yhteensopivien osto- ja myyntitoimeksiäntojen kokoamisessa on korostu- nut. ESMA on todennut toimeksiäntojen toteuttamisesta, että ainoastaan yhden toteut- tamispaikan käyttäminen on sinänsä sallittua, mutta relevanttien toimijoiden kilpailu- kentän muutoksia on tarkkailtava asiakkaalle parhaan mahdollisuuden tarjoamiseksi²²⁸. Lienee kuitenkin todennäköistä, että sijoituspalveluyritys voi toimia kustannustehok- kaimmalla tavalla toteuttamalla listaamattomia arvopapereita koskevat toimeksiannot itse tai käyttämällä yksittäistä toteuttamiseen erikoistunutta toimijaa.

Toisaalta komission delegoidun asetuksen 2017/565 64 artiklassa todetaan, että sijoit- tuspalveluyrityksen toteuttaessa toimeksiäntoja tai käydessä kauppaa rahoitusväli- neillä, jotka eivät ole kaupankäynnin kohteena MiFID II:n mukaisella kauppapaikalla, sen on tarkistettava, että asiakkaalle ehdotettu hinta on käypä²²⁹. Tämä voidaan toteuttaa keräämällä kyseisen tuotteen hinnan arvioinnissa käytettyjä kaupankäyntitietoja sekä mahdollisuuksien mukaan tekemällä vertailua vertailukelpoisten tuotteiden välillä. Vel- vollisuuden sisältö kuitenkin vaihtelee rahoitusvälineiden ja yksittäisten liiketoimien

²²⁷ HE 151/2017 vp, s. 33.

²²⁸ ESMA 35–43–349, s. 17.

²²⁹ MiFID II:n tarkoituksena ylipäättään onkin laajentaa *best execution* -velvollisuutta koskemaan myös sel- laisia tuotteita, joilla ei käydä kauppaa kauppapaikalla. Tällaistenkin tuotteiden hinnoitteluun olisi siten löydettävä oikeuttamisperusteita ja sen olisi tapahduttava ottaen huomioon asiakkaan etu, ks. ESMA 35– 43–349, s. 16–17.

ominaispiirteiden mukaisesti²³⁰, jolloin sen voitaneen katsoa soveltuvan huonosti sellaisiin tuotteisiin, jotka eivät sisällä komponenttia, jolla olisi julkisilla markkinoilla määräytyvä markkinahinta. Voidaan kuitenkin arvioida, että sijoituspalveluyrityksen on toimeksiantojen toteuttamisperiaatteidensa yhteydessä mainittava säännöksen soveltamiskelvottomuus²³¹.

Sipal 10:8.4 §:n perusteella sijoituspalveluyrityksen on kuitenkin joka tapauksessa hankittava asiakkailtaan etukäteinen suostumus sen laatimille toimeksiantojen toteuttamisperiaatteille. Nimenomainen suostumus on saatava myös toimeksiantojen toteuttamiselle kauppapaikkojen ulkopuolella. Lisäksi sitä sitoo 10:9 §:n säännös toimeksiantojen käsittelystä, jonka mukaan asiakastoimeksiannot on toteutettava ilman aiheetonta viivästystä ilman toisen asiakkaan tai yrityksen oman edun vaikutusta, ja keskenään samankaltaiset toimeksiannot on toteutettava niiden saapumisjärjestyksessä täsmällisesti, tasapuolisesti ja nopeasti. Kuten johdantoluvussa on todettu, toimeksiantojen toteuttaminen koskee ns. välityskauppaa, eikä saa merkitystä liiketoimissa, jossa asiakkaan vastapuolena on sijoituspalveluyritys itse.

²³⁰ ESMA 35–43–349, s. 17.

²³¹ Näin esim. ESMA 35–43–349, s. 16, jonka mukaan sijoituspalveluyrityksellä on oltava dokumentaatio, joka osoittaa sen noudattavan toimeksiantojen huolellista toteuttamista koskevia normeja.

5 JOUKKORAHOITUKSEN VÄLITTÄMINEN

5.1 Joukkorahoituksen määritelmä

Joukkorahoituksella tarkoitetaan yleensä Internetissä toimivien palvelualustojen välityksellä toteutettua tapaa kerätä rahoitusta erinäisille hankkeille siten, että rahoitustavoitteen saavuttamiseksi suurelta joukolta ihmisiä kerätään lähtökohtaisesti pieniä rahamääriä²³². Käsite on alun perin liiketaloustieteellinen ja osa laajempaa new power -ilmiötä, jolla tarkoitetaan yksilöiden vaikutusmahdollisuuksien lisääntymistä ja yhä laajempaa riippumattomuutta esimerkiksi perinteisistä instituutioista²³³. Joukkorahoituksen keskeisiä tunnuspiirteitä ovat siten toimintamalli rahoituksen keräämiseksi sekä siihen liittyvä sosiaalinen ja yhteisöllinen elementti²³⁴ eikä esimerkiksi rahoittajan saama mahdollinen vastike.

Suomen lainsäädännössä joukkorahoituksen käsite on kuitenkin määritelty alkuperäisestä poikkeavasti ja on kritiikistä huolimatta rajattu tarkoittamaan nimenomaan laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitustoimintaa²³⁵. Näin ollen esimerkiksi vastikkeettomassa joukkorahoituksessa sovelletaan rahankeräystä koskevaa lainsäädäntöä, ja lainsäätäjät onkin nimenomaisesti todennut, ettei sitä tulisi ylipäätään käsitteellisesti sekoittaa joukkorahoitukseen, joka taas olisi nähtävä vastikkeellisena toimintana²³⁶. 1. syyskuuta 2016 tuli voimaan joukkorahoituslaki -niminen säädös (734/2016), jonka lain 1:1 §:ssä on määritelty sääntelevän laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen hankkimista, tarjoamista ja ammattimaista välittämistä elinkeinotoiminnan rahoittamiseksi.

²³² Ks. esim. HE 46/2016 vp, s. 5.

²³³ Ks. esim. *Heimans – Timms* 2014.

²³⁴ Ks. esim. Valtiovarainministeriön ja työ- ja elinkeinoministeriön raportti joukkorahoituskyselystä, s. 20.

²³⁵ Ks. esim. Finanssivalvonnan lausunto 26.6.2015, jossa se toteaa, ettei joukkorahoitus sovellu oikeudelliseksi määreeksi, sillä sitä voidaan toteuttaa monin eri toimintamallein ja sijoituskohteena voi olla moni eri tuote. Finanssivalvonnan ”Mitä on joukkorahoitus?” -sivuston mukaan (päivitetty 5.9.2016) joukkorahoituksella voidaan tarkoittaa joukkosponsorointia tai joukkosijoittamista, joista ensimmäisessä voi olla kyse myös lahjoittamisesta.

²³⁶ HE 6/2014 vp, s. 18.

Koska käsite on jo sisällytetty lainsäädäntöön, on tässäkin tutkimuksessa omaksuttu vastaava terminologia, ja jäljempänä joukkorahoituksella tarkoitetaan siten laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta²³⁷.

Lainamuotoisella joukkorahoituksella tarkoitetaan luoton hankkimista, tarjoamista tai luotonvälitystä, jossa velkasuhde syntyy joukkorahoituksen saajan ja joukkorahoituksen välittäjän asiakkaan välille. Sijoitusmuotoisella joukkorahoituksella puolestaan tarkoitetaan oman tai vieraan pääoman ehtoista sijoitusta joukkorahoituksen saajalle. Sijoitus voidaan toteuttaa joko arvopaperimarkkinalain tarkoittamaa arvopaperia tai muuta arvopaperia koskevana merkintä- tai sijoitussopimuksena.²³⁸ Näin ollen lainamuotoinen joukkorahoitus kohdistuu erityisesti velkakirjalain (622/1947) 3 luvussa käsiteltyihin tavallisiin velkakirjoihin, jotka asetetaan nimetylle henkilölle, kun taas sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa kohteena on arvopaperi, jonka hallinta on sen osoittaman oikeuden käyttämisen edellytys²³⁹.

Mainittu siviilioikeudellinen arvopaperin määritelmä eroaa AML 2:1 §:n mukaisesta arvopaperin määritelmästä, jossa arvopaperin ominaisuuksiksi katsotaan esimerkiksi vaihdantakelpoisuus ja saattaminen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopapereiden kanssa. AML:n määritelmä puolestaan vastaa MiFID II:n rahoii-

²³⁷ Vastikkeellisen joukkorahoituksen muodoista tyypillinen on myös menettely, jossa vastikkeeksi annetaan tuote, joka valmistetaan kerättävillä varoilla. Tällöin kyse on tosiasiallisesti tuotteen ennakkomyynnistä, ja sovellettavaksi voi tulla kuluttajansuoja- tai kauppalaki, ks. valtiovarainministeriö: Miksi tarvitaan joukkorahoituslaki? 12.4.2016. Lisäksi joukkorahoituslain soveltamisalan ulkopuolelle jää vertaislainatoiminta, jossa yksityiset henkilöt lainaavat palvelualustan välityksellä rahaa toisilleen. Luottosuhteen osapuolten ollessa toisiinsa nähden anonyymejä ja välittäjän päättäessä lainojen kohdentumisesta voidaan luotonvälittäjä katsoa tosiasialliseksi luotonantajaksi ja kuluttajansuojalaki siten soveltuvaksi lainsäädännöksi, ks. HE 46/2016, s. 17.

²³⁸ HE 151/2017 vp, s. 20.

²³⁹ Ks. esim. HE 46/2016 vp, s. 106. Lähteessä tavallista velkakirjaa pidetään esimerkkinä siirtokelvottomasta arvopaperista. Kuitenkaan esim. *Hoppu – Hoppu* 2011, s. 186, eivät pidä tavallista velkakirjaa arvopaperina, sillä sen osoittama velka voidaan periä myös ilman velkakirjaa. Heidän omaksumaansa terminologiaa voidaan pitää osuvampana, sillä se nimenomaisesti mahdollistaa erottelun laina- ja sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välillä. Kuten edellä on todettu, rajanvetoa ei tehdä sen perusteella, onko kyseessä oleva sijoitus oman vai vieraan pääoman ehtoinen. Tämän tutkimuksen näkökulman ollessa kaupankäynnissä arvopapereilla rajautuu tavallisten velkakirjojen, toisin sanoen lainamuotoisen joukkorahoituksen, tarkempi tarkastelu arvopaperin määritelmän perusteella tutkimusaiheen ulkopuolelle.

tusvälineen määritelmää. Sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen sääntely eroaakin merkittävästi sen perusteella, onko sen kohteena oleva arvopaperi direktiivin tarkoittama rahoitusväline vai ei.

Vaikka listaamattomilla osakkeilla ja joukkovelkakirjoilla ei käydäkään kauppaa direktiivissä tarkoitetulla kauppapaikalla eikä niillä välttämättä ole muutakaan jälkimarkkina- paikkaa, ovat ne kuitenkin lähtökohtaisesti rahoitusvälineitä, sillä muuten niiltä vaadit- taisiin lakiin tai erilliseen sopimusmääräykseen nimenomaisesti perustuvaa siirtokelvot- tomuutta²⁴⁰. On kuitenkin mahdollista, että arvopaperiin on sisällytetty luovutusrajoitus esimerkiksi siten, että niitä joukkorahoituksen yhteydessä merkitsevä sitoutuu ennako- lisesti osana merkintä- tai sijoitussopimusta olemaan luovuttamatta tai siirtämättä ar- vopaperia kolmannelle osapuolelle. Tässä tapauksessa kyseistä arvopaperia olisi kohdel- tava muuna kuin rahoitusvälineenä.²⁴¹ Tällöin siihen liittyvän toiminnan sääntely olisi MiFID II:n soveltamisalan ulkopuolella.

5.2 Joukkorahoituksen sääntely Suomessa

Joukkorahoituslain säätämisen tarkoituksena oli luoda markkinoiden olosuhteita entistä paremmin vastaavaa sääntelyä. Aiemmin joukkorahoitukseen soveltuva sääntely oli vaihdellut merkittävästi esimerkiksi Finanssivalvonnan tulkintakannanottojen myötä. Ennen vuotta 2014 Finanssivalvonta arvioi sijoitusmuotoisen joukkorahoituksen välittä- jän asemaa osana rahoitusjärjestelyn kokonaisuutta siten, että ainoastaan palvelu- alus- tan tarjoaminen itsenäisesti toimiville rahoitusta hakeville yrityksille ei ollut toimiluvan varaista sijoituspalveluiden tarjoamista²⁴². Tulkintalinja kuitenkin muuttui kesäkuussa 2014, jolloin Finanssivalvonta katsoi, että rahoitusvälineisiin liittyvä joukkorahoituksen välittäminen on sijoituspalvelulain mukaista toimintaa ja vaatii siten toimiluvan silloin- kin, kun tarkoituksena on ainoastaan saattaa liiketoimien osapuolia yhteen niin, että nämä voivat toteuttaa liiketoimen²⁴³.

²⁴⁰ Siirtokelvottomuudesta tarkemmin ks. esim. HE 46/2016 vp, s. 47–48.

²⁴¹ HE 46/2016 vp, s. 80.

²⁴² HE 46/2016 vp, s. 19.

²⁴³ HE 46/2016 vp, s. 20.

Finanssivalvonnan näkemyksen muuttumisen taustalla oli joukkorahoituksen nopea yleistyminen ja sitä varsinaisesti koskevan EU-sääntelyn puute, jolloin toimialan sääntely oli riippuvainen kansallisista ratkaisuista²⁴⁴. Joukkorahoituksen yleistyttyä myös hallitus otti sitä koskevan sääntelyn arvioinnin kohteeksi, ja aiheesta toteutettiin rahoitusmarkkinatoimijoille suunnattu kysely joulukuussa 2013²⁴⁵. Kyselyyn vastanneiden keskuudessa katsottiin, että joukkorahoituksen sääntelyn olisi toisaalta oltava riittävän kevyttä varmistamaan alan suotuinen kehitys, mutta toisaalta olisi estettävä väärinkäytökset sijoittajansuojan kannalta²⁴⁶.

Kyselyn seurauksena aloitettiin lainsäädäntöhanke, josta annettiin hallituksen esitys huhtikuussa 2016. Siinä katsottiin, että palvelualustan muodossa toteutetun toimeksiantojen välittämisen katsominen toimiluvanvaraiseksi toiminnaksi oli eurooppalaisessa vertailussa turhan ankara tulkinta ja ehkäisi rahoitusmuodon kehittymistä muodostaen liiallisen alalle tulon kynnyksen²⁴⁷. Toisaalta katsottiin tarpeelliseksi tuoda myös arvopaperilainsäädännön ulkopuolella oleviin muihin kuin rahoitusvälineisiin, kuten siirtokelvottomiin arvopapereihin, liittyvien toimeksiantojen välittäminen sääntelyn piiriin, jotta niidenkin suhteen voitaisiin huolehtia sijoittajansuojan toteutumisesta²⁴⁸.

Joukkorahoituslain myötä joukkorahoituksen välittäjille säädettiin toimilupavaatimuksen sijaan rekisteröitymisvelvollisuus. Sijoituspalvelulain estämättä Finanssivalvonnan rekisteröimä joukkorahoituksen välittäjä sai luvan tarjota toimeksiantojen välitystä ja vastaanottamista sekä toimintaan liittyvää sijoitusneuvontaa joukkorahoituslain säännösten mukaisesti²⁴⁹. Rekisteröinnin edellytyksiä koskeva sääntely perustui kyseisen lain 2 lukuun. Muusta lain sisällöstä 3 luku sisälsi asiakkaansuojaa koskevat säännökset, 4 luku valvontaa ja seuraamuksia koskevat säännökset ja 5 luku erinäisiä säännöksiä esimerkiksi itsesääntelystä ja salassapitovelvollisuudesta. Mikäli toiminnan kohteena olivat

²⁴⁴ Raportti joukkorahoituskyselystä, s. 5.

²⁴⁵ Raportti joukkorahoituskyselystä, s. 7.

²⁴⁶ Raportti joukkorahoituskyselystä, s. 13.

²⁴⁷ HE 46/2016, s. 62–63.

²⁴⁸ HE 46/2016, s. 62.

²⁴⁹ HE 151/2017 vp, s. 13.

rahoitusvälineet, eli lähinnä siirtokelpoiset arvopaperit, joukkorahoituksen välittäjän piti lain 2:9.3 §:n perusteella välittää toimeksiannot toimiluvalliselle rahoitusmarkkinatoimijalle eli luottolaitokselle, sijoituspalveluyritykselle, rahastoyhtiölle, vaihtoehtorahastojen hoitajalle tai vastaavalle ulkomaiselle toimijalle.

5.3 MiFID II:n aikaansaamat muutokset

MiFID II:n 3 artiklan poikkeussäännösten mukaan jäsenvaltiot voivat jättää soveltamatta direktiiviä tiettyihin toimijoihin edellyttäen, että nämä ovat saaneet toimiluvan ja ovat kansallisen sääntelyn kohteina. Tällaisten toimijoiden tarjoamat sijoituspalvelut saavat muodostua ainoastaan toimeksiantojen vastaanottamisesta ja välittämisestä sekä kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvän sijoitusneuvonnan tarjoamisesta. Toimijoita koskevan kansallisen sääntelyn on lisäksi vastattava tiettyjä direktiivin vaatimuksia toimiluvan myöntämiselle, toiminnan järjestämiselle, menettelytavoille sekä jatkuvalla valvonnalla.

Vähimmäisedellytykset kansalliselle sääntelylle ovat aiempaan rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin verrattuna uusia, sillä aiemmin edellytettiin ainoastaan, että yritysten, joihin jäsenvaltiot jättävät soveltamatta direktiiviä, toiminta on kansallisesti säänneltyä, mikä mahdollisti sijoituspalvelulain soveltamattomuuden joukkorahoituksen välittäjiin. Toisena MiFID II:n asettamana uutena velvollisuutena on toimijoiden kuulumisen sijoittajien korvausrahastoon tai näillä oleva vastaava asiakkaansuojan varmistava vastuukuutus. Kummassakin direktiivissä poikkeussäännösten soveltamisen edellytyksenä on, että siirtokelpoisiin arvopapereihin liittyviä toimeksiantoja voidaan välittää ainoastaan toimiluvallisille rahoitusmarkkinatoimijoille, minkä lisäksi välittäjä ei saa pitää hallussaan asiakasvaroja tai asiakkaan arvopapereita.

Muutosten seurauksena siirtokelpoisilla arvopapereilla toteutettavan joukkorahoitus-toiminnan on katsottu edellyttävän toimilupaa ja direktiivissä yksilöityjen vaatimusten soveltamista²⁵⁰, vaikkakin toimilupavaatimusta voidaan myös kritisoida. Esimerkiksi joukkorahoituslakia koskevassa hallituksen esityksessä todettiin, että vaatimus toimijoi-

²⁵⁰ HE 151/2017 vp, s. 84–85.

den rekisteröitymisestä vastaa analogisesti MiFID II:n 3 artiklassa mainittua luvanvaraisuutta²⁵¹. Näin ollen direktiivin toimeenpanemiseksi annetussa hallituksen esityksessä julki tuotu näkemys, jonka mukaan joukkorahoituksen sääntelymuutokset eivät sisältäisi kansallista lisäsääntelyä, olisi virheellinen²⁵², ja direktiivin säännösmuutosveloitteet rajautuisivat jäljempänä yksilöityjen sijoituspalvelulain säännösten ulottamiseen koskemaan myös rekisteröityjä joukkorahoituksen välittäjiä. Toisaalta on myös huomattava, että direktiivin kansalliselle sääntelylle asettamien vähimmäisvaatimusten takia joukkorahoituksen välittäjän sääntelyn olisi joka tapauksessa oltava jokseenkin yksityiskohdista sisältäen myös toimiluvan myöntämistä koskevat säännökset²⁵³. Näin ollen kriittisen tulkinnan mukainen rekisteröinti saattaisi erota toimiluvasta vain näennäisesti.

Joukkorahoituksen välittäjää koskevista osapoikkeuksista sijoituspalvelulain soveltamisalaan säädetään SipaL 1:3.1 §:ssä. Momentin 1 kohdan mukaan yritykseen, joka ainoastaan vastaanottaa ja välittää arvopapereita koskevia toimeksiantoja tai tarjoaa niihin liittyvää sijoitusneuvontaa edellyttäen, että toimeksiantoja välitetään ainoastaan luottolaitokselle, rahastoyhtiölle, sijoituspalveluyritykselle, vaihtoehtorahastojen hoitajalle tai kolmannen maan vastaavalle toimijalle, sovelletaan ainoastaan 2 momentissa mainittuja säännöksiä. Kolmannessa momentissa on säädetty lisäedellytyksiksi se, että tällaiset toimijat eivät saa pitää hallussa asiakasvaroja tai olla velkaa asiakkailleen, sekä vaatimus Finanssivalvonnan riittäväksi katsomasta vastuuvakuutuksesta, jonka on täytettävä pykälässä mainitut ehdot. 2 momentissa mainittuihin säännöksiin kuuluvat seuraavat SipaL:n säännökset:

- 2 luvun 1 § sijoituspalveluiden tarjoamisen luvanvaraisuudesta

²⁵¹ HE 46/2016 vp, s. 73. Ks. myös *Kallio 2017*, jossa joukkorahoituslain vastuuvastuun valmistelijä Aki Kallio perustelee näkemystä direktiivin alkuperäisellä sanamuodolla (s. 6). Sanamuodon mukaan 3 artiklan soveltamisen edellytys on, että *“activities of those persons are authorised”*. Kallion mukaan tämän kohdan kääntäminen toimilupavaatimukseksi on johtanut suomalaisen sanamuodon mukaiseen tulkintaan, joka ei ole direktiivin hengen mukainen. Hän on liittännyt lausuntoonsa myös komission arvopaperiyksikön kanssa käymäänsä kirjeenvaihtoa, jossa puolletaan joukkorahoituslain mukaisen rekisteröintivaatimuksen riittävyyttä myös toiminnassa direktiivin mukaisilla rahoitusvälineillä.

²⁵² Näin myös esim. Keskuskauppakamarin lausunto 9.6.2017, jossa esitetyn näkemyksen mukaan joukkorahoituslakiin omaksutun sääntelyn yhdenmukaisuus MiFID II:n kanssa on varmistettu.

²⁵³ HE 151/2017 vp, s. 119.

- 3 luvun säännökset toimiluvan myöntämisestä, peruuttamisesta ja merkittävien omistajien luotettavuudesta
- 6b luvun säännökset hallinto- ja ohjausjärjestelmistä
- 7 luvun 7.4 § rahoitusvälineiden jakelijan tuotehallintamenettelystä ja 9 § eturistiriitatilanteiden hallinnasta
- 10 luvun 2 § yleisistä periaatteista sijoituspalveluiden tarjoamisessa ja markkinoinnissa, 3 § sijoituspalvelusopimuksista, 4.1–2 § soveltuvuuden ja asianmukaisuuden arvioinnista (jälkimmäistä sovelletaan silloin, kun toimeksiannon koko ylittää 2000 euroa²⁵⁴), 5.1–3 § sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuudesta, 6.5–8 § kannustimista (sovelletaan, kun yritys tarjoaa sijoitusneuvontaa), 7 § tietojen antamisesta asiakkaalle, 11 § liiketoimista ja palveluista säilytettävistä tiedoista, 12 § asiakasviestinnän tallentamisesta ja 15 § asiakasvalitusten käsittelystä

Lisäksi sovellettaviksi tulevat 15 luvun säännökset hallinnollisista seuraamuksista, 16 luvun vahingonkorvaus- ja rangaistussäännökset sekä 16 a luvun säännökset Finanssivalvonnan valvontavaltuuksista. Näin ollen osapoikkeussäätelyn soveltumisalaan kuului yrityksiin ei sovelleta esimerkiksi valtioiden rajat ylittävää toimintaa, vähimmäispääomaa tai henkilöstön ammattitaitoa koskevaa sääntelyä. Tuotehallintamenettelyn sääntely jäänee soveltamatta, sillä toimeksiantojen välittäminen ei täyttäne rahoitusvälineiden jakelun tunnusmerkkejä²⁵⁵. Finanssivalvonnalla ei ole myöskään MiFIR-asetukseen perustuvia tuoteinterventiovaltuuksia, joilla se voisi kieltää osapoikkeussäätelykehikon sisällä harjoitetun rahoitusvälineen tarjoamisen²⁵⁶. SipaL 1:3.5 §:ssä on asetettu yritykselle, joka soveltaa poikkeussäätelyä, velvollisuus antaa asiakkailleen selkeät tiedot

²⁵⁴ Vaatimus asianmukaisuusarvion tekemisestä suuruudeltaan yli 2000 euron toimeksiantojen yhteydessä on kansallinen ja otettiin sijoituspalvelulakiin, jotta sijoittajansuoja ei heikentyisi joukkorahoituslakiin verrattuna, ks. HE 151/2017 vp, s. 85.

²⁵⁵ Näin esimerkiksi Finanssivalvonnan lausunto 9.6.2017, jonka sivuilla 3–4 vastustetaan osapoikkeusten käyttöönottoa vedoten negatiivisiin vaikutuksiin sijoittajansuojaan ja kilpailuneutraliteettiin. Lausunnon mukaan kevyemmän sijoittajansuojaa koskevan sääntelyn soveltaminen tarkoittaisi käytännössä ei-ammattimaisiin asiakkaisiin kohdistuvaa lainsäädännöllistä kokeilua.

²⁵⁶ Finanssivalvonnan lausunto 13.11.2017, s. 3.

siitä, ettei siihen sovelleta laissa asetettuja ammattipätevyys-, toiminnan järjestämis- ja menettelytapasäännöksiä.

MiFID II:n toimeenpanon seurauksena joukkorahoituksen sääntely Suomessa muodostaa kolmiportaisen järjestelmän. Rahoitusvälineisiin, eli erityisesti siirtokelpoisiin arvopapereihin, liittyvä toiminta on aina toimiluvanvaraista toimintaa, jossa on otettava huomioon direktiivi ja sen sääntelyn toimeenpaneva sijoituspalvelulaki. Jos lain mukaisesti toimiluvan saanut sijoituspalveluyritys kuitenkin ainoastaan välittää toimeksiantoja toimiluvalliselle rahoitusmarkkinatoimijalle eikä saa pitää hallussaan asiakasvaroja, sen on noudatettava yksinomaan SipaL 1:3.2 §:ssä yksilöityjä säännöksiä. Mikäli yrityksen toiminnan kohteena ovat sen sijaan muut kuin rahoitusvälineet, eli esimerkiksi tavalliset velkakirjat ja siirtokelvottomat osakkeet, sitä koskee toimilupavaatimuksen sijaan rekisteröitymisvelvollisuus ja joukkorahoituslain sääntely²⁵⁷. Tällaista joukkorahoitusta koskevat säännökset säilyvät jokseenkin muuttumattomina²⁵⁸, sillä kyseinen toiminta on direktiivin soveltamisalan ulkopuolella.

5.4 Sääntelyn merkitys

5.4.1 Vaikutus sijoituspalveluyritysten asemaan

Joukkorahoitus on toimiluvallisen sijoituspalveluyrityksen kannalta relevanttia, sillä sen mukanaolo rahoituskierrosprosessissa on omiaan parantamaan joukkorahoitusmarkkinoiden toimivuutta tuottamalla lisäarvoa niin sijoittajille kuin rahoitettavalle yritykselle. Sijoituspalveluyrityksen rahoitusmarkkinoita koskeva ammattitaito voi lisätä luottamusta esimerkiksi sen suhteen, että osakeannin järjestävän yrityksen arvo on määritetty oikein. Mikäli rahoituskierroksella ei ole mukana ammattimaista rahoitusmarkkinatoimijaa, sijoittajien voi olla vaikeaa ottaa kantaa rahoitusta hakevan yrityksen todelliseen

²⁵⁷ Joukkorahoituslain 2:3 §:n uuden mukaan ”muu kuin toimiluvallinen joukkorahoituksen välittäjä saa välittää joukkorahoitusta muilla kuin rahoitusvälineillä, jos se on rekisteröitynyt tämän luvun mukaisesti”, minkä perusteella rekisteröitymisvelvollisuus ei koske toimiluvallista sijoituspalveluyritystä. Lisäksi 1:1 §:ssä nimenomaisesti todetaan, ettei 3–8 §:n rekisteröitymistä koskevia säännöksiä sovelleta toimiluvalliseen rahoitusmarkkinatoimijaan. Näin ollen toimiluvallinen yritys saa välittää myös muihin kuin rahoitusvälineisiin liittyviä toimeksiantoja.

²⁵⁸ HE 151/2017 vp, s. 85.

arvoon. Tällöin epävarmuutta kompensoidaan tyypillisesti korkeammalla tuottovaatimuksella.

Mitä korkeampi joukkorahoituskierrokselle osallistuvien sijoittajien tuottovaatimus on, sitä epäedullisempaa kierroksen toteuttaminen on yrityksen vanhoille osakkeenomistajille. Tällöin esimerkiksi osakeannin yhteydessä tietynsuuruisen rahoitustarpeen täyttämisen aikaansaama liudentumisvaikutus näiden omistusosuuteen on voimakkaampi ja vieraan pääoman ehtoisen sijoituksen korkokustannukset muodostuvat epätarkoitukseenmukaisen suuriksi. Tämä puolestaan voi vähentää osakkaiden kiinnostusta rahoitusmuotoa kohtaan erityisesti laadukkaimmissa yrityksissä ja siten johtaa sijoituskohteiden haitalliseen valikoitumiseen²⁵⁹. Näin ollen voidaan katsoa, että joukkorahoituskampanjan toteuttaminen sijoituspalveluyrityksen välityksellä on rahoitusta markkinoilta hakevan yrityksen kannalta mielekästä.

Rahoitusvälineillä toteutettavassa joukkorahoituksessa keskeinen keino huolehtia sijoittajansuojasta on jo ennen MiFID II:n implementointia ollut vaatimus välittää asiakkaiden toimeksiannot toimiluvalliselle rahoitusmarkkinatoimijalle. Menettelyn sijoittajansuojaa parantava vaikutus ei kuitenkaan käytännössä ole kovin selkeä²⁶⁰. Esimerkiksi SipaL 10:10 §:n mukaan sijoituspalveluyritys, joka vastaanottaa asiakastoimeksiannon toiselta sijoituspalveluyritykseltä, saa luottaa tällaiselta välittäjältä saamiinsa asiakastietoihin²⁶¹. Kun myös joukkorahoituksen välittäjällä on mahdollisuus jättää asianmukaisuusarvio tekemättä alle 2000 euron suuruisissa toimeksiannoissa, on poikkeussääntely omiaan johdamaan siihen, että asiakasta koskevia tietoja, joiden perusteella arvopaperin asianmukaisuutta voitaisiin arvioida toimeksiantoa toteutettaessa, ei kerätä lainkaan²⁶². Näin ol-

²⁵⁹ Ks. esim. *Agrawal – Catalini – Goldfarb* 2013, s. 20.

²⁶⁰ Ks. esim. EK:n lausunto 2.6.2017, jossa pidetään epäselvänä, miten vastuu kahden sijoituspalveluita tarjoavan tahon välisessä suhteessa jakautuisi.

²⁶¹ Ks. myös *Nousiainen – Sundberg* 2013, s. 163, jonka mukaan sijoituspalveluyrityksen vastaanottaessa toimeksiannon toiselta sijoituspalvelun tarjoajalta ei niiden välille synny sopimussuhdetta, vaan toimeksiannon vastaanottaja voi toimia välittäjältä saamiensa asiakasta koskevien tietojen mukaisesti.

²⁶² On epäselvää, olisiko toimeksiannon toiselta sijoituspalveluyritykseltä vastaanottavalla taholla ylipääntään velvollisuus asianmukaisuuden arviointiin. HE 151/2017:n alkuperäisessä luonnoksessa tähän vastattiin myöntävästi, mitä esimerkiksi Finanssiala ry kritisoi lausunnossaan 9.6.2017 siitä, että se mainittiin ainoastaan lakiesitysten perusteluissa ehdotetun säädöstekstin sijaan. Lopullisessa hallituksen esityksessä

len on esitetty normisuosituksia myös sen puolesta, että kaikkien rahoitusvälineisiin liittyviä sijoituspalveluita tarjoavien olisi noudatettava sijoituspalvelulainsäädäntöä kokonaisuudessaan²⁶³.

Riippumatta siitä, välittääkö sijoituspalveluyritys joukkorahoitusta siirtokelpoisilla vai siirtokelvottomilla arvopapereilla, sen on rekisteröityneen joukkorahoituksen välittäjän tapaan noudatettava joukkorahoituslain 3:11–12 §:n säännöksiä tiedonantovelvollisuudesta ja asiakkaiden tuntemisesta. Näin ollen totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen käyttö kielletään myös siirtokelvottomien arvopapereiden markkinoinnissa ja vaaditaan joukkorahoituksen välittäjää huolehtimaan, että rahoituksen saaja julkistaa oikeat ja riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan vaikuttamaan yrityksen arvoon tai takaisinmaksukykyyn. AML:n soveltamisalaan kuuluvien arvopapereiden osalta vastaavat velvollisuudet sisältyvät sen 1 luvun yleisiin periaatteisiin. Tällaisiakin arvopapereita tarjottaessa merkityksellinen on myös joukkorahoituslain 3:11.5 §, joka antaa joukkorahoituksen saajalle mahdollisuuden hyödyntää AML:n yleistä esiterajaa korkeampaa, viiden miljoonan euron esiterajaa riippumatta siitä, onko välittäjänä toimiluvallinen sijoituspalveluyritys vai rekisteröity joukkorahoituksen välittäjä²⁶⁴. 12 §:ssä mainitut asiakkaan tuntemista koskevat periaatteet sisältyvät rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä annettuun lakiin (503/2008).

Mikäli toimiluvan saanut sijoituspalveluyritys aikoo hyödyntää MiFID II:n 3 artiklan osapoikkeuksia, on tärkeää varmistaa, että sen toiminta rajautuu artiklan mukaiseen toimemaksiantojen vastaanottamiseen ja välittämiseen sekä kyseisiin arvopapereihin liittyvään sijoitusneuvontaan. Näin ollen sijoituspalveluyritys ei saa toimia esimerkiksi arvopapereiden liikkeeseenlaskun järjestäjänä, jonka toiminta on sijoittajan sijaan ensisijaisesti arvopapereiden liikkeeseenlaskijalle tarjottua palvelua, jonka tunnusmerkkeihin

asiasta ei kuitenkaan ole mainintaa. Sipal 10:10 §:n perusteella vaikuttaa kuitenkin siltä, että asianmukaisuusarvio olisi joka tapauksessa tehtävä joukkorahoituksen välittäjältä saatujen asiakastietojen perusteella, eivätkä tiedot tällöin olisi välttämättä kattavat.

²⁶³ Ks. esim. Finanssiala ry:n lausunto 9.6.2017, jonka mukaan ei ole tarkoituksenmukaista, etteivät kaikki sijoittajansuojaa koskevat säännökset, kuten henkilöstön ammattitaitovaatimukset ja asianmukaisuusarvion tekeminen, koskisi joukkorahoituksen välittäjiä.

²⁶⁴ HE 151/2017 vp, s. 86. Toimiluvan saaneilla sijoituspalveluyrityksillä on ollut mahdollisuus hyötyä esiterajasta jo ennen MiFID II:n implementointia, ks. HE 46/2016, s. 81.

voidaan katsoa kuuluvaksi esimerkiksi sijoittajadokumentaation hallinta²⁶⁵. Välttyäkseen MiFID II:n mukanaan tuoman tuotehallintamenettelysääntelyn soveltumiselta yrityksen on myös oltava tarjoamatta tai suosittelematta rahoitusvälineitä, sillä menettelyä koskeva SipaL 7:7.4 § tulee muuten sovellettavaksi. Tällöin sijoitusneuvonta rajautuu pois yrityksen toimintamahdollisuuksista ja sen toiminnan on ylipäättään oltava asiakkaiden suhteen verrattain passiivista ja rajoitettava yleisluonteiseen arvopapereiden markkinointiin, jonka erottaa aiemmin todetulla tavalla arvopapereiden tarjoamisesta se, ettei tavoitteena ole antaa asiakkaalle riittäviä tietoja sijoituspäätöksen tekemiseksi.

Kuten jo ennen MiFID II:n toimeenpanoa, myös sijoituspalvelulainsäädäntöä kokonaisuudessaan soveltava sijoituspalveluyritys voi hyödyntää joukkorahoituksen välittäjän kevyempää sääntelyä esimerkiksi perustamalla tällaiseen toimintaan tytäryhtiön tai käyttämällä sidonnaisasiamiesjärjestelyjä²⁶⁶. Emo-yhtiön voidaan katsoa voivan esimerkiksi markkinoida sille toimeksiannot välittävän tytäryhtiön toimintaa ilman, että arvopapereiden tarjoamiseen liittyviä velvollisuuksia tarvitsee täyttää. Sääntelyn muutosten seurauksena tällaisella toimijallakin on kuitenkin oltava toimilupa, mikäli toiminnassa käytetään siirtokelpoisia arvopapereita²⁶⁷. Mikäli sijoituspalveluyritys sen sijaan haluaa kytkeä toimintaansa siirtokelvottomien arvopapereiden välitystä, ei tilanne direktiivin myötä muutu, sillä tällaisen joukkorahoituksen sääntely perustuu puhtaasti joukkorahoituslakiin.

On kuitenkin huomattava, että kevyempää sääntelyä soveltavaa toimijaa eivät direktiivin 3 artiklan mukaisesti koske säännökset oikeudesta tarjota sijoituspalveluita muihin ETA-alueen valtioihin tai perustaa sivuliikkeitä. Kuten luvussa 3.4 todettiin, palveluiden

²⁶⁵ HE 38/2005 vp, s. 28. Liikkeeseenlaskun järjestäminen on jäänyt lainsäädännössä tarkkarajaisesti määrittelemättä. Sen rajanvedosta toimeksiantojen välittämiseen ks. tarkemmin *Pirhonen* 2015 s. 51 ss. ja siinä mainitut lähteet. Joukkorahoituslain säätämisen taustalla olleessa ESMAn lausunnossa on katsottu merkintäpaikkana toimiminen erityisesti toimeksiantojen välittämiseksi, ks. asian käsittelystä HE 46/2016 vp, s. 62.

²⁶⁶ HE 46/2016 vp, s. 81.

²⁶⁷ Ks. myös Keskuskauppakamarin lausunto 9.6.2017, jonka mukaan hallituksen esityksen näkemys, jonka mukaan ehdotetuilla muutoksilla ei ole olennaista merkitystä joukkorahoituksen toimijoihin, on virheellinen.

tarjoamiseksi katsotaan myös esimerkiksi toisiin ETA-valtioihin suunnattu markkinointiviestintä, jolloin kevyempää sääntelyä soveltavan toimijan kansainväliset toimintamahdollisuudet ovat olennaisesti kaventuneet.

5.4.2 Sääntelyn tavoitteiden väliset ristiriidat

Joukkorahoituksen sääntely on pitkälti rajanvetoa uudenlaisten rahoitusmarkkinatoimijoiden joustavien toimintaedellytysten ja sijoittajansuojan välillä. Muiden sijoituspalveluiden tarjoamista kevyemmän sääntelyn on katsottu edistävän toimijoiden monipuolisuudesta ja sijoitusympäristön kehittymistä²⁶⁸. Toisaalta esimerkiksi asianmukaisuusarvioinnin ja henkilöstön ammattitaitovaatimusten soveltumattomuus siirtävät sijoittamisen riskiä merkittävästi sijoittajalle itselleen²⁶⁹. Rahoitusvälineillä toteutettavassa joukkorahoituksessa uuden toimilupavaatimuksen omaksuminen lainsäädäntöön sekä yksilöityjen sijoituspalvelulain säännösten ulottaminen välittäjien toimintaan siirtävät kuitenkin sääntelyn painopistettä joustavuudesta pois päin kohti sijoittajansuojaa. Tämä näkyy esimerkiksi toimiluvan hakemisen aiheuttamissa lisäkustannuksissa, joiden vastapainoksi on kuitenkin katsottu joukkorahoitusmarkkinan luotettavuuden paranemisen edistävän ulkomaistenkin sijoitusten ohjautumista Suomeen²⁷⁰.

Kun toimiluvan myöntämistä koskevien säännösten lisäksi esimerkiksi hallinto- ja ohjausjärjestelmiä käsittelevä SipaL 6b luku tulee sovellettavaksi kokonaisuudessaan sisältäen siten hallitustyöskentelyä koskevat luottolaitossääntelyn asettamat velvollisuudet, voidaan jopa kyseenalaistaa, kuinka paljon kevyempää poikkeussääntely oikeastaan on. Onkin jokseenkin epäselvää, millä perusteella juuri nämä säännökset on MiFID II:ssa ulo-

²⁶⁸ HE 151/2017 vp, s. 86. Ks. myös esim. Euroopan komission lehdistötiedote 8.6.2017, jossa todetaan uusien rahoitusmahdollisuuksien, kuten joukkorahoituksen, olevan erityisesti pk- ja startup-yritysten kannalta relevantteja, sekä EK:n lausunto 2.6.2017, jonka mukaan joukkorahoituksen kannalta on olennaista, että kaikenlaiset ja kaikenlaisissa kasvun vaiheissa olevat yritykset saavat kilpailukykyistä markkinaehtoista rahoitusta vaihtoehtoisista lähteistä.

²⁶⁹ Ks. myös esim. Finnish Business Angels Network ry:n lausunto, jossa huomautetaan, että joukkorahoituksen kohteena usein oleviin startup-yrityksiin sijoittavat tiedostavat, että kyseessä on riskinotto. Vrt. Pörssisäätiön lausunto 9.6.2017, jossa todetaan listaamattomien yhtiöiden osinkoverotuksen toimivan ylimääräisenä kannustimena sijoittaa tällaisiin yrityksiin, jolloin ei-ammattimaisten asiakkaiden sijoittajansuojaan olisi erityisesti kiinnitettävä huomiota.

²⁷⁰ HE 151/2017 vp, s. 105.

tettu myös osapoikkeussäätelyä soveltaviin toimijoihin, kun taas esimerkiksi asianmu-
kaisuusarvion tekemisestä voidaan poiketa. Kokonaisuudessaan kevennettyäkin säänte-
lyä on pidetty varsin vaativana esimerkiksi eduskunnan talousvaliokunnassa²⁷¹, jolloin
sitä sijoittajansuojan puutteellisuudesta kritisoitua lausuntopalaute on pitkälti sivuu-
tettu.

Kaiken kaikkiaan markkinatoimijoiden keskuudessa on pidetty epäselvänä, millaisiin toi-
mijoihin kevennettyä sääntelyä käytännössä sovellettaisiin²⁷². Vaikka sijoituspalvelulain
osittaisia poikkeuksia on sekä lainsäädäntöhankkeen materiaalissa että tässä tutkimuk-
sessa tarkasteltu suhteessa joukkorahoitukseen, on kuitenkin huomattava, että toimek-
siantoja voidaan vastaanottaa ja välittää hyvinkin erilaisilla rahoitusvälineillä²⁷³. Toisin
kuin joukkorahoituksessa, vaikeammin ymmärrettäviä rahoitusvälineitä välitettäessä
voidaan pitää hyvinkin kyseenalaisena, että esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen henki-
löstön ammattitaitovaatimusten sääntely jää soveltamatta. Näin ollen olisikin voinut pi-
tää perusteltuna rajoittaa kevyempi sääntely nimenomaisesti joukkorahoituksen välit-
tämiseen.

Erityisen hankalaksi kevennetyn sääntelyn valitun soveltamisalan tekee se, että poik-
keussäännösten soveltajalla on mahdollisuus tarjota myös rahoitusvälineisiin liittyvää
sijoitusneuvontaa, johon liittyvä sääntely on yleisesti muita sijoituspalveluita ankaram-
paa. Tällöin sijoittajansuojan nimissä on korostettava sellaisen sijoituspalveluyrityksen
velvollisuuksia, jota sijoituspalvelulaki koskee kokonaisuudessaan. Voisi esimerkiksi pi-
tää perusteltuna katsoa, että monimutkaisten sijoitusinstrumenttien kehittäjän olisi to-
teuttamansa tuotehallintamenettelyn yhteydessä todettava, ettei tuotteisiin liittyviä
toimeksiantoja voida välittää tavalla, jossa sijoittajansuojasäännösten soveltaminen on

²⁷¹ TaVM 22/2017 vp, s. 6.

²⁷² Näin esim. EK:n lausunto 2.6.2017 ja Finanssiala ry:n lausunto 9.6.2017.

²⁷³ Ks. esim. Finanssivalvonnan lausunto 9.6.2017, s. 5, jonka mukaan poikkeussäätelyä soveltava toimija
voisi tarjota asiakkailleen myös markkinoilla ongelmia aiheuttaneita monimutkaisia tuotteita. Hallituksen
esityksen valiokuntakäsittelyn aikana Finanssivalvonta ehdotti, että osittaispoikkeussäätely olisi ehdote-
tussa muodossaan rajoitettu koskemaan ainoastaan sijoitusmuotoista joukkorahoitusta, kun taas muun-
laisessa toiminnassa sovellettavien SipaL:n säännösten määrää olisi pitänyt lisätä, ks. valtiovarainministe-
riön muistio 30.11.2017, s. 1. Vaikka ehdotusta kannatettiin myös valtiovarainministeriössä, ei se kuiten-
kaan aiheuttanut muutoksia sovellettavaksi tulleeseen sääntelyyn.

puutteellista. Lisäksi on pidettävä mielessä, että asiakkaalle on joka tapauksessa tiedotettava siitä, että kaikkia sijoittajansuojasäännöksiä ei sovelleta.

Kuten edellä on tuotu esiin, MiFID II:n 3 artiklan mukaisten osapoikkeusten soveltamisessa konkretisoituvat ristiriidat sijoittajansuojan ja sääntelyn joustavuuden välillä, ja lainsäädäntöprosessin aikana annetuissa lausunnoissa on kritisoitu vuoroin kummankin tavoitteen puutteellista toteuttamista. Seurauksena hallituksen esityksessä onkin todettu, että markkinoiden kehitystä ja sääntelyn vaikutuksia on syytä tarkkailla, jotta voidaan arvioida, olisiko direktiivin vähimmäisvaatimukset ylittävää kansallista lisäsääntelyä annettava²⁷⁴. Tällaisessa arvioinnissa merkityksellistä on myös kansainvälinen vertailu, sillä voidaan pitää todennäköisenä, että direktiivin poikkeussääntöjen implementoinnissa esiintyy jäsenvaltiokohtaisia eroja²⁷⁵.

²⁷⁴ HE 151/2017 vp, s. 117.

²⁷⁵ Ks. myös alaviitteet 72 ja 73, joissa esitetyistä lähteistä erot direktiivin toimeenpanossa tiettyjen jäsenvaltioiden välillä käyvät ilmi.

6 JOHTOPÄÄTÖKSET

6.1 Sääntelyn lähtökohdat

Euroopan unionin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn tavoitteena on luoda läpinäkyvät ja tehokkaat markkinat, joilla sijoittajilla vallitsee korkeatasoinen suoja ja yrityksillä on joustavat mahdollisuudet hankkia rahoitusta. Vaikka tavoitteet kytkeytyvätkin osin toisiinsa, on niiden välillä myös vastakkaisuutta, mikä vaatii lainsäätäjältä tavoitteiden tasapainottamista. Näin ollen niihin pyritään pääsääntöisesti eri säädöksillä, joiden sääntely myös kohdistuu lähtökohtaisesti eri markkinatoimijoihin. Sääntelyssä näkyy kauttaaltaan myös tavoite helpottaa jäsenvaltioiden rajat ylittävää toimintaa, mikä puolestaan vaatii niissä sovellettavilta säännöksiltä ja sallituilta liiketoimintajärjestelyiltä entistä kattavampaa yhdenmukaisuutta.

Yritysrahoituksen helpottamisessa keskeisessä asemassa on esitesääntely, jolla pyritään helpottamaan etenkin pienten ja keskisuurten yritysten mahdollisuuksia järjestää rahoituskerroksia ja hakeutua kaupankäynnin kohteeksi säännellylle kauppapaikalle²⁷⁶. Markkinoiden luotettavaa toimintaa parantavat säännökset sisältyvät pääosin MiFIR-asetukseen ja markkinoiden väärinkäyttöä koskevaan sääntelyyn, joiden asettamien velvollisuuksien avulla pyritään saamaan kauppapaikalla kaupankäynnin kohteena oleville arvopapereille avoimesti muodostuva markkinahinta. Näin pyritään luomaan tasapuoliset markkinat, joilla yksittäiset sijoittajat eivät voi järjestelmällisin toimin hyötyä muiden sijoittajien kustannuksella. Sijoittamisen riskit kohdistuvat tällöin erityisesti muutoksiin arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden liiketoiminnassa, vaikkakin kaupankäyntiin sisältyy myös sijoittajien epärationaalisuuden aiheuttamia hintariskejä.

Tutkimuksessa tarkastelun kohteena ollut MiFID II on sen sijaan keskeinen sijoittajansuojaa parantava sääntelyväline. Direktiivin säätämiseen on merkittävästi vaikuttanut finanssikriisi, jonka jäljiltä sijoittajansuojaa katsottiin olevan tarve parantaa. Kun esimer-

²⁷⁶ MiFID II:ssa mainituista pk-yritysten kasvumarkkinoista voidaan todeta, että niiden määrittelyminen ei vielä varsinaisesti paranna yritysten rahoitusmahdollisuuksia, vaan niitä parannetaan tulevalla, esimerkiksi esitteitä koskevalla sääntelyllä, jota voidaan soveltaa eri tavoin eri markkinapaikoilla.

kiksi subprime-lainoja paketoitiin monimutkaisiksi sijoitustuotteiksi, eivät sijoittajat ymmärtäneet, mihin olivat sijoittamassa. Välttämättä sijoitustuotteiden myyjätkään eivät ymmärtäneet, mitä olivat asiakkailleen tarjoamassa²⁷⁷. Näin ollen direktiivin keskeisenä tavoitteena on rajoittaa erityisesti monimutkaisten rahoitusvälineiden tarjoamista sijoittajille. MiFID II on myös keskeisin säädös, joka on otettava huomioon käytäessä kauppaa tutkimusaiheena olleilla listaamattomilla arvopapereilla. Koska tällaisilla rahoitusvälineillä ei lähtökohtaisesti ole likvideitä markkinoita, korostuvat sijoittajansuojan toteuttamisessa arvopapereita tarjoavan sijoituspalveluyrityksen menettelytavat asiakkaaseen nähden.

Jotta rahoitusmarkkinoista saataisiin mahdollisimman integroituneet, on niitä koskevassa EU-sääntelyssä siirrytty kohti maksimiharmonisointia. Kun esimerkiksi puitesääntöksenä toimivan MiFID II:n valtuuttamana annettuja delegoituja säädöksiä on runsaasti ja ESMAn toimivaltaa on lisätty, kaventuvat jäsenvaltioiden mahdollisuudet luoda rahoitusmarkkinoita koskevaa kansallista sääntelyä. On kuitenkin huomattava, että vaikka Suomessa onkin pidättäytytty direktiivin vähimmäisvaatimukset ylittävän lisäsääntelyn antamisesta²⁷⁸, on Finanssivalvonnalla silti merkittävät valtuudet asettaa sijoituspalveluyrityksiä koskevia velvollisuuksia. Vaikka ESMAn asettamat normit sitovatkin sen tulokäytäntöjä, on sille esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen henkilöstön ammattitaitovaatimusten yhteydessä nimenomaisesti annettu itsenäistä määräystenantovaltaa. Näin ollen lopullista Suomessa MiFID II:n myötä omaksuttavaa oikeustilaa ei voida päätellä pelkkien säädöstekstien perusteella²⁷⁹.

²⁷⁷ Ks. esim. *Salo* 2017.

²⁷⁸ HE 151/2017 vp, s. 61. Ks. myös esim. Elinkeinoelämän keskusliiton lausunto 2.6.2017, s. 1, jonka mukaan tästä näkökulmasta direktiivin implementoinnissa on onnistuttu kohtuullisen hyvin.

²⁷⁹ Ks. myös esim. Finanssiala ry:n lausunto 9.6.2017, s. 1, jonka mukaan laissa tulisi selkeästi määrittää Finanssivalvonnan määräystenantovaltan rajat rajaamalla valtuudet EU-sääntelyn täytäntöönpanoon. Finanssivalvonnan rooli on korostunut MiFID II:n myötä myös siten, että sille on annettu direktiiviin perustuvat valtuudet määrätä myös yli miljoonan euron seuraamusmaksut, joista se on aiemmin tehnyt esityksen markkinaoikeudelle, ks. HE 151/2017 vp, s. 95. Tarkempi perehtyminen seuraamussääntelyyn on rajattu tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

6.2 Vaikutukset sijoituspalveluyrityksille

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä erinäisillä tiedonantovelvollisuuksilla, joilla on pyritty varmistamaan sijoituskohteiden ominaisuuksia koskeva tietämys, on perinteisesti ollut keskeinen asema²⁸⁰. On kuitenkin huomattava, että lisättäessä sen tiedon määrää, joka sijoituspalveluyritys velvoitetaan antamaan asiakkaalleen, vaikeutuvat tämän mahdollisuudet tunnistaa saamastaan informaatiosta päätöksenteon kannalta olennaiset seikat²⁸¹. Näin ollen MiFID II pyrkii parantamaan sijoittajansuojaa myös sääntelemällä yrityksen sisäisen toiminnan järjestämistä. Sitä koskevilla velvollisuuksilla korostetaan yrityksen asemaa rahoitusmarkkinoiden ammattilaisena ja asiakkaiden kanssa tehtyjen sijoituspalvelusopimusten asiantuntijaosapuolena.

Asettamalla esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen henkilöstölle ammattitaitoa koskevia vaatimuksia voidaan parantaa sen omia mahdollisuuksia ymmärtää sijoittajille tarjottujen rahoitusvälineiden ominaisuudet ja siten kommunikoida näille tehokkaammin relevanttia informaatiota. Yritys on sijoituspalvelulaissa velvoitettu myös nimenomaisesti huolehtimaan asiakkaiden edusta asettamalla se esimerkiksi kannustinjärjestelyiden sekä hallinto- ja ohjausjärjestelmien toteuttamistavan edellytykseksi. Tuotehallintamenettelyn avulla taas pyritään välttämään tilanteita, joissa sijoittajan harkittavaksi tulisi hänelle epäasianmukainen rahoitusväline, jolloin esimerkiksi riskiä siitä, että tämä tekee sijoituspäätöksen saamaansa materiaaliin liittyvän väärinymmärryksen perusteella, ennaltaehkäistään. Sijoituspalveluyrityksellä on myös laaja velvollisuus raportoida omaksumiensa järjestelyiden sääntelymukaisuudesta.

Sijoituspalveluyritysten uudet velvollisuudet ovat omiaan lisäämään myös niiden kustannuksia. Niitä aiheutuu sekä sääntelyn toimeenpanosta että sen vuosittaisesta noudattamisesta²⁸². Esimerkiksi tuotehallintamenettelyn käyttöönoton edellyttämien järjestelyiden on katsottu joissain yrityksissä edellyttävän jopa useiden työntekijöiden

²⁸⁰ Ks. esim. *Wuolijoki* 2009, s. 157.

²⁸¹ Ks. esim. *Salo* 2017.

²⁸² HE 151/2017 vp, s. 107.

palkkaamista²⁸³. Kustannuksiin vaikuttaa tosin merkittävästi se, millaisia sijoituspalveluita tarjotaan, eivätkä kustannukset sijoitusneuvonnan ulkopuolella välttämättä ole kaikkein raskaimmat. Toisaalta on huomattava, että kaikkiin sijoituspalveluyrityksiin sovellettavat sääntelyn noudattamista koskevat raportointivaatimukset vaativat joka tapauksessa entistä enemmän henkilöresursseja. Henkilöstön ammattitaitovaatimuksiin vastaaminen voi vaatia yritykseltä myös sisäisen koulutuksen toteuttamista. Lisäksi sijoituspalveluyrityksen hallitukselle asetetut lukuisat velvollisuudet lisäävät sen jäsenten ajankäyttötarvetta, joka yrityksen on suurella todennäköisyydellä kompensoitava.

Erityisesti joukkorahoituksen välittämiseen soveltuvan kevennetyn sääntelyn vaikutukset kohdistuvat erityisesti toimijoihin, joita ei aiemmin ole katsottu sijoituspalveluyrityksiksi, kun rekisteröitymisvaatimuksen sijaan edellytetään Finanssivalvonnalta haettavaa maksullista toimilupaa²⁸⁴. Vaikutukset toimiluvallisiin sijoituspalveluyrityksiin ovat sen sijaan jokseenkin tulkinnanvaraiset, mitä on myös runsaasti kritisoitu. Tällöin MiFID II:ssa tarkoitetuilla rahoitusvälineillä toteutettavassa joukkorahoituksessa on keskeisessä asemassa säännös, jonka mukaan toimeksiannot on aina välitettävä rahoitusmarkkinoimijalle, jolla on täysi toimilupa. Näin ollen sääntelyn kiristyminen vaikuttaa sijoituspalveluyrityksen mahdollisuuksiin kytkeä toimintaansa yhteistyökumppaneita, jotka hyödyntävät kevennettyä sääntelyä. Direktiivin myötä tällaisiltakin toimijoilta edellytetään toimilupaa, vaikka osa SipaL:n säädöksistä jääkin niihin soveltamatta. Sijoituspalveluyritys, jolla on täysi toimilupa, ei sen sijaan itse voi soveltaa joukkorahoituksen välitykseen kevennettyä sääntelyä, jos se samanaikaisesti tarjoaa myös muita sijoituspalveluita.

6.3 Sijoittaminen listaamattomiin arvopapereihin

Eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita yritysten kannalta on perinteisesti kuvannut pankkikeskeisyys. Listaamattomiin arvopapereihin kohdistuvia sijoituspalveluita ei ole juurikaan tarjottu etenkin ei-ammattimaisille sijoittajille, mikä näkyy myös MiFID II:n sään-

²⁸³ ESMA 35-43-620, s. 29–30.

²⁸⁴ HE 151/2017 vp, s. 105.

telyssä. Luottolaitosten kohtaama vakavaraisuussäätely on kuitenkin avannut merkittävän markkinaraon listaamattomien yhtiöiden rahoituksen hankinnassa, ja esimerkiksi joukkorahoituksen yleistymisen taustalla vaikuttavat teknologiset innovaatiot ovatkin tuoneet listaamattomia arvopapereita myös ei-ammattimaisten sijoittajien saataville yhä enenevässä määrin. Kuten esimerkiksi direktiivin toimeenpanosta annetusta lausuntopalautteesta voidaan havaita, listaamattomien yhtiöiden monimuotoistuvat rahoitusmahdollisuudet ovat markkinoilla keskeinen kysymys. On siis tärkeää arvioida listaamattomien arvopapereiden asemaa rahoitusmarkkinoiden sääntelykehikossa.

Listaaamattomat arvopaperit asettuvat melko huonosti yksinkertaisten ja monimutkaisten rahoitusvälineiden väliseen jaotteluun, jonka lähtökohtaisesti pitäisi ottaa huomioon sijoittajien kyky ymmärtää arvopapereiden ominaispiirteet. Näin ollen esimerkiksi johdannaiselementtejä sisältävät strukturoidut sijoitustuotteet ovat onnistuneita tyyppiesimerkkejä monimutkaisista rahoitusvälineistä. Yksi tekijä, jonka perusteella jaottelua on tehty, on likviditeetti. Esimerkiksi komission direktiivin 2006/73/EY mukaan yksinkertaisen rahoitusvälineen luovuttamiseen on oltava runsaasti tilaisuuksia julkisesti saatavilla oleviin hintoihin. Varsinaisesti direktiivin mukaista yksinkertaisen rahoitusvälineen määritelmää on sellaisenaan säädetty käytettävän määritettäessä, millaisia rahoitusvälineitä voidaan tarjota ns. *execution only* -menettelyssä ilman asianmukaisuusarviota, mutta sen soveltuvuus muuhun sääntelyyn on avoin tulkinnoille.

Likviditeetti on mainittu myös esimerkiksi tuotehallintamenettelyä koskevissa ESMAN ohjeissa esimerkkinä tekijöistä, jotka on otettava huomioon arvioitaessa, kuinka yksityiskohtaisesti rahoitusvälineen kohdemarkkina on määritettävä. Arvioinnissa on kuitenkin mainittu otettavan huomioon muitakin tekijöitä, kuten rahoitusvälineen innovatiivisuuden aste²⁸⁵. Näin ollen lienee perusteltua katsoa, että ilman suoranaista normiperusteista viittausta sijoituspalveluyrityksen velvollisuuksia kunkin rahoitusvälineen yhtey-

²⁸⁵ Lisäksi ohjeistuksessa mainitaan, että sijoittaja voi olla kykenevä kantamaan tappioita määrän, joka ylittää sijoitetun summan, ks. ESMA 35-43-620 s. 16. Tämän voidaan katsoa liittyvän esimerkiksi pitkäaikaisiin sijoitussitoumuksiin, joiden ennenaikainen purkaminen voi tulla sijoittajalle kalliiksi. Sijoitettaessa perinteisiin osakkeisiin ja joukkovelkakirjoihin tällainen seikka ei kuitenkaan ole olennainen, mikä korostaa pidättäytymistä katsomasta niitä tilanteesta riippumatta monimutkaisiksi.

dessä on tarkasteltava tapauskohtaisesti määritelmän mukaiseen yksinkertaisuuteen tukeutumisen sijaan. Perinteisen osakkeen tai joukkovelkakirjan riskit on kuitenkin huomattavasti helpompi kuvata kuin strukturoidun sijoitustuotteen, jota ei aina ole ymmärretty edes sijoituspalveluyrityksissä.

Yleistyvä kaupankäynti listaamattomilla arvopapereilla muuttaa olennaisesti rahoitusmarkkinoilla harjoitettavaa markkinointia, kun sijoittajien kiinnostus pyritään tyypillisesti herättämään esimerkiksi rahoitusta hakevan yrityksen tarinan avulla. Markkinointi on yleisesti jokseenkin erillään varsinaisesta arvopapereiden tarjoamisesta, johon liittyvät, lainmukaiset sijoituspäätöksen kannalta olennaiset tiedot annetaan sijoittajalle vasta myöhemmässä vaiheessa. Tämä tekee listaamattomiin arvopapereihin, joiden merkintään ensimarkkinoilla esimerkiksi joukkorahoitus osuvasti soveltuu, liittyviä sijoituspalveluita tarjoavan sijoituspalveluyrityksen toimintamahdollisuuksien arvioinnista hyvinkin tulkinnanvaraista. Esimerkiksi tuotehallintamenettelyn sääntelyssä asetetaan nimittäin yritykselle velvollisuuksia myös ennen rahoitusvälineen markkinointia. Sijoituspalveluyrityksellä lienee myös halu markkinoida yhteistyökumppaninaan mahdollisesti toimivaa joukkorahoitus-alustaa, jonka kautta sijoittaja voi puolestaan tehdä sijoituksia ilman kyseisten arvopapereiden asianmukaisuuden arviointia ja mahdollisesti myös tuotehallintamenettelyn soveltumista.

Selkeää vastausta siihen, millaista toimintaa sijoituspalveluyritys voi harjoittaa ilman MiFID II:n velvollisuuksien soveltumista, ei ole saatavilla. Tulkinnanvaraisuudet korostuvat juuri sijoitusneuvonnan ulkopuolella, jolloin yrityksellä on käytettävissään vähemmän tietoa asiakkaistaan esimerkiksi tarkoituksenmukaisen kohdemarkkinan määrittelemiseksi. Kun otetaan huomioon markkinoinnin ja arvopapereiden tarjoamisen erillisyyt rahoitusmarkkinoiden sääntelykokonaisuudessa, lienee kuitenkin perusteltua katsoa, ettei ainakaan yleisluontoinen arvopaperin liikkeeseenlaskijayrityksen toiminnan markkinointi kuulu direktiivin soveltamisalaan. Tällöin sijoituspalveluyrityksen sisäisen toiminnan sääntely on ratkaisevaa sijoittajansuojan muodostumisen kannalta.

Tulkintaa haettaessa voidaan esittää, että kun sijoituspalveluyritys ei tarjoa sijoitusneuvontaa, sijoittajalla itsellään on korostunut vastuu tekemistään sijoituspäätöksistä, eikä

voitane pitää tavoiteltavana rajata tämän mahdollisuutta riskinottoon. Kun sijoittajan hankkiman listaamattoman osakkeen tai joukkovelkakirjalainan riskit, vaikka ne ovatkin korkeat, voidaan kuitenkin esittää verrattain selkeästi, ei ilman erityisiä syitä ole perusteltua katsoa, etteikö sijoittaja voisi niitä ymmärtää. Näin ollen sijoituspalveluyritysten toimintamahdollisuuksia liialti rajoittava tulkinta olisi epätarkoituksenmukaisen raskas. Sijoituspalveluyrityksen harjoittamaa yleisluontoista markkinointia arvioitaisiin tällöin suhteessa AML:n 1 luvun yleisiin periaatteisiin²⁸⁶. Listaamattomien yhtiöiden rahoituksen hankinnan sääntelyssä ei ylipäätään pitäisi unohtaa joustavuutta, jotta ne yleensäkin saisivat rahoitusta. Esimerkiksi joukkorahoituksen kohteena olevat yritykset käyttävät rahansa usein tuotekehitykseen ja laajentumiseen uusille markkinoille, jolloin niiden saamalla rahoituksella on myös merkittäviä työllisyys- ja talouskasvuvaikutuksia²⁸⁷.

Kuten tutkimuksessa on tuotu esiin, MiFID II on säädetty pitkälti reaktiona finanssikriisin myötä ilmenneisiin sääntelytarpeisiin. Säädöksessä näkyvät siten merkittävässä määrin kriisin aikana ilmenneet ongelmat, jotka ovat liittyneet esimerkiksi vaikeaselkoiisiin strukturoituihin sijoitustuotteisiin. Kun näihin ongelmiin on reagoitu, EU:ssa voidaan ottaa suunta kohti uusia tavoitteita. Kuten komissio kesäkuussa 2017 tiedotti, pääpaino asetetaan nyt pääomamarkkinaunionin vahvistamiseen, mikä tarkoittaa esimerkiksi vaihtoehtoisten rahoituslähteiden tarjoamista etenkin pk- ja startup-yrityksille sekä kuluttajien ja yhteisösijoittajien mahdollisuuksien lisäämistä²⁸⁸. Tällöin on luonnollista arvioida myös listaamattomien yhtiöiden arvopapereihin kohdistuvia sijoituspalveluita, joiden joustavuus ei nykyisestä sääntelystä kovin hyvin ilmene.

Direktiivin heikko soveltuvuus kaupankäyntiin listaamattomilla arvopapereilla ja niillä toteutettavaan joukkorahoitukseen on ollut erityisesti Suomen markkinoille tunnusomaista. Esimerkiksi joukkorahoituslakia on pidetty eurooppalaisessa mittakaavassa

²⁸⁶ Lisäksi on huomattava, että elinkeinonharjoittajan markkinoidessa arvopapereita kuluttajille myös kuluttajansuojalaki voi tulla sovellettavaksi. Tällöin tarkastellaan markkinoinnin hyvän tavan mukaisuutta ja menettelyn mahdollista sopimattomuutta, ks. HE 32/2012 vp, s. 97.

²⁸⁷ Ks. esim. Kirby – Worner 2014, s. 21.

²⁸⁸ Euroopan komission lehdistötiedote 8.6.2017.

poikkeuksellisen edistyksellisenä ja säänneltyyn liiketoimintaan nähden oikeasuhtaisena²⁸⁹. MiFID II:n osittaispoikkeussäätelyä ei myöskään ole juurikaan tarkasteltu joukkorahoituksen kannalta muissa jäsenvaltioissa. Ongelmaa päästään todennäköisesti arvioimaan hyvinkin pian, sillä maaliskuussa 2018 on odotettavissa komission nimenomainen lainsäädäntöehdotus joukkorahoitustoiminnan sääntelystä²⁹⁰.

Odotettavissa olevassa sääntelyssä joukkorahoituksen välittäjän velvollisuuksia suurella todennäköisyydellä harmonisoidaan jäsenvaltioiden välillä, mikä tarjoaa mahdollisuuden vähentää nykyisiä tulkinnanvaraisuuksia ja epäselvyyksiä. Tietoisuus hankkeesta selittää myös pidättäytymistä kansallisesta sääntelystä, sillä sellainen olisi saattanut jäädä turhan lyhytaikaiseksi. Uutta sääntelyä implementoitaessa markkinoilta lienee saatu myös lisätietoa siitä, miten MiFID II:n myötä sovellettavaksi tullut sääntely toimii. Samalla voidaan myös arvioida, onko kevennetty sääntely tarkoituksenmukaista joukkorahoituksen ulkopuolisessa toiminnassa. Tällaisen arvioinnin puutteeseen on kiistatta vaikuttanut direktiivin toimeenpanon kiireellinen aikataulu, joka näkyy varsin rajoittuneena reagoitina toimeenpanohankkeesta annettuun kritiikkiin.

²⁸⁹ Ks. esim. Privanet Securities Oy:n lausunto 7.6.2017, s. 2.

²⁹⁰ TaVM 22/2017 vp, s. 5.