

Marja Luukkonen



Sijoittajan tietämisvelvollisuus – osa I

Lakimies
2/2018
s. 200–226

HAKUSANAT: velvoiteoikeus, sijoitusneuvonta, tiedonantovelvollisuus, vakuutus, rahoitusväline

*“Risk comes from not knowing
what you’re doing.”
Warren Buffett*

1. Aluksi

Sijoittajansuoja on Euroopassa noussut yhdeksi avaintemaksi ja tavoitteeksi rahoitusmarkkinoilla. Osa tätä suojaa ovat sijoitustuotteiden tarjoajille asetettavat menettelytapasäännökset, kuten tiedonantovelvollisuutta koskevat normit. Oletuksena on, että sijoittajaksi mielivä tutustuu annettuun materiaaliin ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Monesti näin on, mutta aina ei. Annettuun materiaaliin tutustumisvelvollisuutta voidaan kutsua sijoittajan selonottovelvollisuudeksi. Toinen, asiaan kiinteästi liittyvä kysymys on, pitäisikö sijoittajan tietää jotakin sijoittamiseen liittyvää jo ennen kuin hän saa informaatiota sijoitustuotteesta, ja jos pitää, mitä ja millaisissa tilanteissa.

Tässä artikkelissa tarkastellaan sijoittajan tietämisvelvollisuutta. Artikkelissa tutkitaan, mitä sijoittajan pitäisi tietää ilman sijoitustuotteen tarjoajan antamaa informaatiota (*tietämisvelvollisuus*) samoin kuin kysymystä siitä, pitäisikö sijoittajan joissain tilanteissa ymmärtää, että hänelle annettu tieto on harhaanjohtavaa tai virheellistä (*ymmärrysvelvollisuus*). Sekä tietämis- että ymmärrysvelvollisuutta tarkastellaan suhteessa sijoittajan sijoittajaprofiiliin, joka muotoutuu muun muassa sijoittajan aiemman sijoituskokemuksen ja muiden subjektiivisten ominaisuuksien perusteella. Artikkelissa hyödynnetään pääasiassa kahta korkeimman oikeuden tapausta, joissa on ollut kyse sijoitustuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden ja markkinoinnin asianmukaisuudesta, vaikkakin myös muita KKO:n ratkaisuja sivutaan. Artikkelissa käsitellään myös Arvopaperilautakunnan (APL) ja Vakuutuslautakunnan (VKL) ratkaisuja tutkimuksen aihepiiriin liittyen.

Artikkeli on kaksiosainen. Ensimmäisessä osassa tarkastellaan aluksi tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuutta. Tässä yhteydessä pohditaan myös sitä, onko pääasiassa EU-lainsäädäntöön pohjautuva tuotteentarjoajan menettelytapasääntely, johon myös tiedonantovelvollisuus kuuluu, luonteeltaan sopimus-

* Marja Luukkonen, OTM, KTM, tohtorikoulutettava, Helsingin yliopisto.

vai elinkeino-oikeudellista. Sääntelyn luonne vaikuttaa siihen, miten sijoittajan tietämisvelvollisuutta voidaan arvioida suhteessa tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen. Lisäksi artikkelin ensimmäisessä osassa käsitellään sijoittajan yleistä laintuntemisvelvollisuutta painottaen erityisesti verotukseen liittyvää tietämistä sekä sitä, miten sijoittajan subjektiiviset ominaisuudet, kuten koulutus ja ammatti, vaikuttavat siihen, mitä sijoittajan pitäisi tietää tai ymmärtää sijoitustuotteesta. Artikkelin toinen osa koskee sijoittajan sijoituskokemuksen vaikutusta sijoittajan tietämiseen ja ymmärtämiseen.

Artikkeli on kirjoitettu vastikään uudistetun ja pian uudistuvan lainsäädännön mukaisesti. Uudistukset perustuvat EU-lainsäädäntöön, MiFID II -direktiivin (2014/65/EU, MiFID II)¹ ja IDD-direktiivin (2016/97/EU, IDD)² implementointeihin. MiFID II:n myötä sijoituspalvelulain (747/2012, SPL) muutokset tulivat voimaan 3.1.2018, ja IDD:n aiheuttamat muutokset vakuutussovelmuslaissa (543/1994, VSL) sekä uusi vakuutusten tarjoamisesta annettu laki (LVT) tulevat näillä näkymin voimaan 1.10.2018. Vakuutusten osalta uudistuksista on annettu hallituksen esitys, joka on eduskunnan käsittelyssä tätä kirjoitettaessa. Huomionarvoinen aiheen kannalta on myös MiFID II -direktiiviin perustuva komission asetus (2017/565/EU³). Sijoitustuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen vaikuttaa lisäksi EU:n asetus (1286/2014, PRIIPs-asetus) paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita koskevasta avaintietoasiakirjasta⁴, joka tuli voimaan 1.1.2018.

2. Lähtökohtana tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus

2.1. Sijoituspalvelulain mukainen tiedonantovelvollisuus

Sekä arvopaperi- että vakuutustuotteen tarjoajaa koskee lähtökohtaisesti laaja lain mukainen tiedonantovelvollisuus sijoittajalle ennen sijoitustuotteen osta-

1. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta.
2. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2016/97/EU, annettu 20 päivänä tammikuuta 2016, vakuutusten tarjoamisesta.
3. Komission delegoitu asetus (EU) 2017/565, annettu 25 päivänä huhtikuuta 2016, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU täydentämisestä sijoituspalveluyritysten toiminnan järjestämistä koskevien vaatimusten, toiminnan harjoittamisen edellytysten ja kyseisessä direktiivissä määriteltujen käsitteiden osalta.
4. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1286/2014, annettu 26 päivänä marraskuuta 2014, vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista.

mista. Arvopaperimuotoisia sijoitustuotteita ja muita rahoitusvälineitä tarjotaan monesti sijoittajille sijoituspalveluiden, kuten sijoitusneuvonnan, kautta. Sijoitusneuvonnalla viitataan sijoituspalveluyrityksen yksilöllisen suosituksen antamiseen asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi (SPL 1:15). Tässä artikkelissa keskitytään sijoitusneuvontatilanteisiin.⁵

Sijoituspalvelun asiakas on ensin luokiteltava ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi, ammattimaiseksi asiakkaaksi tai hyväksyttäväksi vastapuoleksi. Luokittelu vaikuttaa siihen, miten sijoittajan katsotaan rahoitusmarkkinalainsäädännön valossa ymmärtävän sijoitustoimintaan liittyvät lainalaisuudet, kuten tuotteeseen liittyvän riskin. Ammattimaisen asiakkaan statuksen saavat tahot on luokiteltu SPL:ssa (SPL 1:23). Muut kuin ammattimaiset asiakkaat ovat lähtökohtaisesti ei-ammattimaisia asiakkaita. Ammattimaisia asiakkaita ovat esimerkiksi luottolaitokset, vakuutusyhtiöt ja suuryritykset, joiden katsotaan ymmärtävän ja tietävän rahoitusmarkkinoiden toiminnasta ja rahoitusvälineiden ominaisuuksista enemmän kuin ei-ammattimaisten sijoittajien. Hyväksyttävällä vastapuolella puolestaan tarkoitetaan SPL 1:23.1:n 1, 3 ja 4 kohdissa määriteltyä ammattimaista asiakasta. Lisäksi tietyt edellytykset täyttävä SPL 1:23.1:n 2 kohdan mukainen suuryritys voi suostumuksellaan tulla kohdelluksi hyväksyttävänä vastapuolena.

Ei-ammattimaisten asiakkaiden joukko on hyvin heterogeeninen: statuksen voi saada sekä ensimmäistä rahastosijoitustaan tekevä että vuosikautia johdannaisiin sijoittanut henkilö.⁶ Tiettyjen edellytysten täytyessä myös ei-ammattimainen asiakas voi saada ammattimaisen asiakkaan statuksen. Vastaavasti ammattimainen asiakas voi pyytää, että tätä kohdeltaisiin ei-ammattimaisena asiakkaana.⁷

On huomattava, että MiFID II:n myötä uudistettuun SPL:iin on otettu myös niin sanottu kevyemmän toimiluvan mahdollisuus, jolla esimerkiksi si-

5. Myös omaisuudenhoitopalvelujen tarkasteleminen olisi perusteltua aiheen kannalta, mutta niihin liittyvien erityispiirteiden ja toisaalta artikkelin rajoitetun tilan vuoksi kyseiset tilanteet on jouduttu rajaamaan tämän tutkimuksen ulkopuolelle.
6. Ks. luokittelusta esim. Kari Hoppu, Omaisuudenhoitosopimuksista, s. 117–133 teoksessa Heikki Halila – Mika Hemmo – Lena Sisula-Tulokas (toim.), Juhlajulkaisu Esko Hoppu 1935–15/1–2005. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2005, s. 120–121.
7. Sijoituspalveluyritys voi kohdella SPL 1:23.1:n 1–5 kohdassa tarkoitettua ammattimaista asiakasta ei-ammattimaisena asiakkaana joko omasta aloitteestaan tai asiakkaan pyynnöstä (SPL 10:1 §). Sijoituspalveluyritys voi lisäksi kohdella muuta kuin SPL 1:23.1:n 1–5 kohdassa lueteltuja tahoja ammattimaisena asiakkaana, jos se arvioi, että asiakkaalla on valmiudet tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää niihin liittyvät riskit ja jos asiakas lisäksi täyttää vähintään kaksi seuraavista vaatimuksista: 1) asiakas on toteuttanut huomattavan suuria liiketoimia kyseisillä markkinoilla keskimäärin kymmenen kertaa neljännesvuodessa neljän viimeksi kuluneen vuosineljänneksen aikana, 2) asiakkaan sijoitusvarallisuuden arvo on yli 500 000 euroa ja 3) asiakas työskentelee tai on työskennellyt rahoitusosalalla ammattimaisesti vähintään vuoden tehtävässä, joka edellyttää tietämystä suunnitelluista liiketoimista ja palveluista. Täten myös vähittäissijoittajan tai kuluttajan asemassa oleva henkilö voidaan tiettyissä, ehdot täyttävissä tilanteissa luokitella ammattimaiseksi sijoittajaksi.

joitusneuvontaa voidaan tarjota ilman, että täytyy noudattaa SPL:n säännöksiä täysimääräisesti. Tällaisella osatoimiluvalla toimivan tahon ei tarvitse luokitella asiakasta edellä mainituin tavoin.⁸ SPL:n mukainen tiedonantovelvollisuus koskee kuitenkin myös osatoimiluvalla toimivaa sijoitusneuvojaa.

Lähtökohtana SPL:n menettelytapasäännöissä on, että sijoituspalvelua ja oheispalvelua ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa (SPL 10:2.2). Aiemmin sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuuden laajuus riippui asiakkaan luokittelusta, mutta MiFID II:n myötä uudistetussa SPL 10 luvussa lähtökohtana on, että sijoitustuotetta koskevat tiedot on annettava kaikille asiakkaille luokittelusta riippumatta.⁹

SPL 10:5:n mukaan sijoituspalveluyrityksen on annettava asiakkaille hyvissä ajoin riittävät tiedot muun muassa rahoitusvälineistä ja ehdotetuista sijoitusstrategioista sekä kaikista kuluista ja liitännäisistä veloituksista. Lisäksi sijoitusneuvonta- ja omaisuudenhoitopalveluissa sijoituspalveluyrityksen on hankittava ennen sijoituspalvelun tarjoamista riittävät tiedot asiakkaan tietämyksestä ja kokemuksesta tarjotusta tuotteesta tai palvelusta, asiakkaan taloudellisesta tilanteesta (mukaan lukien tappionsietokyky) sekä sijoitustavoitteista (mukaan lukien riskiraja). Näin sijoituspalveluyritys voi suositella asiakkaalle soveltuvia, erityisesti tämän riskirajan ja tappionsietokyvyn mukaisia sijoituspalveluja ja rahoitusvälineitä (SPL 10:4.1). Jos kyse on muusta sijoituspalvelusta kuin neuvonnasta ja omaisuudenhoidosta, on asiakkaalle tehtävä tuotteen asianmukaisuusarviointi SPL 10:4.2:n mukaisesti.

Soveltuvuus- ja asianmukaisuusarvioinnit koskevat lähtökohtaisesti kaikkia asiakkaita,¹⁰ mutta osatoimiluvalla toimivan sijoitusneuvojan ei tarvitse tehdä

8. Ks. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi 151/2017 vp, s. 128–129, 246–247.
9. Vrt. MiFID I -direktiivin (2004/39/EY) 44 resitaali, jossa lähtökohtana oli tiedonantovelvollisuuden mitoittaminen asiakkaan ammattimaisuuden asteen mukaan. Tätä perusteltiin aiemmin sillä, että ammattimaisien asiakkaiden tulee itse pystyä harvoja poikkeustilanteita lukuun ottamatta selvittämään, mitä tietoja sijoitustuotteesta tarvitaan ja pyytämään kyseiset tiedot sijoitustuotteen tarjoajalta.
10. Kun kyse on ammattimaisien asiakkaiden soveltuvuusarvioinnista, sijoituspalvelun tarjoaja saa olettaa asetuksen 2017/565/EU 54 artiklan mukaan, että ammattimaisella asiakkaalla on tarvittava kokemus ja tietämys sellaisista tuotteista, liiketoimista ja palveluista, joiden osalta se on luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi. Lisäksi, jos kyseessä on sellainen ammattimainen asiakas, joka saa sijoittajastatuksensa suoraan lain nojalla (MiFID II -direktiivin liite II osa I; tällöin ulkopuolelle jäävät sellaiset ammattimaiset asiakkaat, joita kohdellaan pyynnöstä ammattimaisina asiakkaina), sijoituspalveluyritys voi olettaa, että kyseinen asiakas pystyy kantamaan taloudellisesti oman sijoitustavoitteensa mukaiset mahdolliset sijoitusriskit. Kaikissa tapauksissa on kuitenkin selvitettävä asiakkaan sijoitustavoite sekä riskiraja. Asianmukaisuusarvioinnin osalta asetuksen 2017/565/EU 56 artiklan mukaan sijoituspalveluyritys voi olettaa, että ammattimaisella asiakkaalla on riittävä kokemus ja tietämys sellaisiin sijoituspalveluihin, liiketoimiin tai liiketoimi- tai tuotelajeihin liittyvien riskien ymmärtämiseksi, joiden osalta se on luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi. Edellä mainittu ei kuitenkaan suoranaisesti tarkoita

sijoittajalle soveltuvuusarviointia, paitsi jos sijoituksen suuruus ylittää 2 000 euroa.¹¹ Jos asiakas on luokiteltu hyväksyttäväksi vastapuoleksi SPL 1:24:n mukaisesti, sijoituspalveluyritys, joka tarjoaa sijoituspalveluna toimeksiantojen vastaanottamista, välittämistä tai toteuttamista taikka käy kauppaan omaan lukuun, voi tehdä liiketoimia hyväksyttävän vastapuolen kanssa ilman, että liiketoimeen tai siihen suoraan liittyvään oheispalveluun on sovellettava esimerkiksi soveltuvuus- ja asianmukaisuusarviointeja koskevia säännöksiä (SPL 10:13).¹² ESMA tulee lisäksi antamaan tarkemmat ohjeet MiFID II -direktiivin mukaiseen soveltuvuusarviointiin.¹³

2.2. Vakuutuslainsäädännön mukainen tiedonantovelvollisuus

Sijoitusvakuutuksia ovat muun muassa sijoitussidonnaiset säästöhenkivakuutukset ja kapitalisaatiosopimukset, ja niiden osalta vakuutusentantoajan tiedonantovelvollisuutta vakuutuksen hakijalle ennen sopimuksen solmimista säännel-

- sitä, etteikö ammattimaisen asiakkaan kokemusta ja tietämystä olisi selvitettävä. Sijoituspalveluyrityksen selonnotovelvollisuus ei kuitenkaan liene yhtä laaja tässä tapauksessa.
11. Soveltuvuusarvioinnin rajaksi laitettu 2 000 euroa on sijoittajan suojan kannalta ongelmallinen. Ensinnäkin hallituksen esityksessä ei täsmennetä, mitä tällä summalla tarkoitetaan: tuleeko sijoittajan alkupääoman olla yli 2 000 euroa vai sijoittajan suunnitelmassa olevan sijoitussumman? Jos ensiksi mainittu on lähtökohtana, tuotteen tarjoaja voi kiertää säännöstä sopimalla asiakkaan kanssa, että sijoitettava alkupääoma on alle asetetun rajan. Toiseksi, sijoittaja, joka sijoittaa kertausmaksulla alle 2 000 euroa, on luultavasti piensijoittaja, ja erityisesti hän tarvitsisi SPL:n mukaista sijoittajansuojaa. Lisäksi ottaen huomioon sen, että osatoimiluvalla sijoitusneuvontaa tarjoavan tahon ei tarvitse täyttää MiFID II:n mukaista asiantuntemustasoa, voi sijoittajan suojan taso jäädä pahimmassa tapauksessa hyvin heikoksi. Vaikka osatoimiluvalla sijoitusneuvontaa tarjoavan tahon on kerrottava sijoittajalle, että kaikki SPL:n mukaiset menettelytapavaatimukset eivät koske tätä tilannetta, sijoittaja ei välttämättä ymmärrä sitäkään, mistä hän jää paitsi.
 12. Myöskään execution only -ostoissa asianmukaisuus- tai soveltuvuusarviointia ei tarvitse tehdä. Execution only -ostolla tarkoitetaan sellaista asiakkaan aloitteesta tapahtuvaa ostotoimeksiantoa, joka koskee yksinkertaista rahoitusvälinettä tai sijoitustuotetta, kuten pörssiosakkeita. Vaikka tuotteen tarjoajan ei tarvitse tehdä asiakkaalle tuotteen soveltuvuus- tai asianmukaisuusarviointia, tämän on kuitenkin täytettävä lain mukainen tiedonantovelvollisuutensa. Muista sijoitustuotteista poiketen sijoitusvakuutuksia ei voi ostaa execution only -menettelyllä: asiakkaalle on aina sijoitustilanteessa tehtävä vähintään asianmukaisuusarviointi, vaikka sinänsä IDD-direktiivi mahdollistaisi execution only -ostot.
 13. Ohjeluonnos on ollut lausuntokierroksella syksyllä 2017, ja ohjeet on tarkoitus antaa kevään 2018 aikana. Lisäksi Finanssivalvonta antaa uuden määräys- ja ohjekokoelman ”Sijoituspalvelujen toiminnan järjestäminen ja menettelytavat” vuoden 2018 aikana ja samalla kumotaan Finanssivalvonnan määräysten ja ohjeiden 16/2013 ”Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat” luku 6, joka on koskenut sijoituspalveluyrityksen menettelytapoja. Käytännössä luvun 6 määräykset ja ohjeet ovat jo pitkälti kumoutuneet komission delegoidun asetuksen 2017/565/EU myötä.

lään VSL:ssa.¹⁴ IDD:n implementoinnin johdosta vakuutuksenantajan on ensin arvioitava vakuutussijoittajan vakuutustarve ehdotetun VSL 4 b §:n¹⁵ mukaisesti ottaen huomioon vakuutuksen hakijan vakuutukseen liittyvää sijoitusalaan koskeva sijoituskokemus ja -tietämys¹⁶ sekä sijoittamisen tavoitteet.

VSL 5 § sisältää säännöksen vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuudesta, jonka mukaan vakuutuksenantajan on annettava vakuutuksen valitsemiseksi tarpeelliset tiedot sekä kiinnitettävä huomiota vakuutusturvan olennaisiin rajoituksiin.¹⁷ Lisäksi sijoitusvakuutusten myynnissä vakuutuksenantajan on kiinnitettävä huomiota erityyppisten sijoitusvakuutusten ja niihin liitettävien sijoituskohteiden valinnan kannalta olennaisiin seikkoihin ja otettava erityisesti huomioon vakuutuksen hakijan aikaisempi sijoituskokemus ja -tietämys ja sijoittamisen tavoitteet. Tietoa on myös annettava vakuutuksen kuluista¹⁸ sekä varoitettava riskeistä.

Kuten sijoituspalveluyritys voi antaa asiakkaalle sijoitusneuvontaa, voi myös vakuutuksenantaja antaa henkilökohtaisen suosituksen sijoitusvakuutuksesta vakuutuksen hakijalle (ehdotettu VSL 5 b §), jolloin sijoittajalle tulee tehdä soveltuvuusarviointi. Siinä on otettava huomioon vakuutuksen hakijan sijoituskokemuksen ja -tietämyksen sekä sijoittamisen tavoitteiden lisäksi tämän taloudellinen tilanne, mukaan lukien riskinsieto- ja tappionsietokyky. Mikäli henkilökohtaista suositusta ei anneta, on asiakkaalle joka tapauksessa tehtävä asianmukaisuusarviointi ehdotetun VSL 5 c §:n 1 momentin¹⁹ mukaisesti.

Jos vakuutuksen hakijana on ammattimainen sijoittaja, sijoittajaan ei sovelleta esimerkiksi sijoitusvakuutusta koskevaa VSL 5.2 §:n mukaista erityistä tie-

14. Lisäksi laissa vakuutusten tarjoamisesta säädetään yleisistä periaatteista vakuutusten tarjoamisessa, esimerkiksi hyvän vakuutustavan noudattamisesta. Laki sääntelee myös vakuutusmeklareiden ja asiamiesten toimintaa. Ks. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi vakuutusten tarjoamisesta sekä eräiksi siihen liittyviksi laeiksi 172/2017 vp, s. 222 ss.

15. Ks. ehdotuksista HE 172/2017 vp, s. 261–265.

16. Käytännössä tämä tarkoittanee sitä, että jos vakuutuksen hakija on sijoittamassa sijoitussidonnaiseen vakuutukseen tai kapitalisaatiosopimukseen, jonka vakuutussäästön arvo on sidottu esimerkiksi osakkeisiin, tulee vakuutuksenantajan tiedustella vakuutuksen hakijalta tämän sijoituskokemusta ja -tietämystä osakesijoittamisesta.

17. Ks. Hallituksen esitys eduskunnalle vakuutusoppimusta laiksi ja laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta 114/1993 vp, s. 27. Vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuudesta on kirjoitettu oikeuskirjallisuudessa varsin paljon, ks. esim. Esko Hoppu – Mika Hemmo, Vakuutus-oikeus. Talentum 2006 s. 36–62, Katriina Lehtipuro – Irene Luukkonen – Lea Mäntyniemi – Ville Raulos – Pia Santavirta, Vakuutuslainsäädäntö. 4. uud. p. Finva 2010, s. 136–156 ja Jaana Norio-Timonen, Kuluttajavakuutusten vertailtavuus ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus 1997, s. 107–151.

18. Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 10/2012: Pitkäaikaissäätämismuutosten ja vakuutusten kulujen ja tuottojen ilmoittaminen, jossa annetaan lisäksi määräyksiä ja ohjeita kulujen ja tuottojen ilmoittamisesta sijoitusvakuutusten tarjoamisessa.

19. HE 172/2017 vp, s. 204–205.

donantovelvollisuutta (ehdotettu VSL 5 d.2 §²⁰). Ammattimaiselta asiakkaalta ei tarvitse myöskään pyytää tietoa tämän sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sijoitusvakuutukseen liittyvästä sijoitusalaista. Asiakkaan vakuutustarve on kuitenkin selvittävää ehdotetun VSL 4 b §:n 1 momentin mukaisesti ja vakuutuksesta on annettava VSL 5.1 §:n mukaiset perustiedot, joiden tulisi sinänsä sisältää myös tiedot sijoitusvakuutukseen liittyvistä erityispiirteistä.²¹ Sijoitussidonnaisia vakuutuksia sääntelee lisäksi oikeusministeriön antama asetus henkivakuutuksesta annettavista tiedoista (177/2011), joka koskee kaikkia vakuutuksenottajia mukaan lukien ammattimaiset asiakkaat,²² sekä EU:n PRIIPs-asetus, joka koskee ainoastaan ei-ammattimaisia asiakkaita.

2.3. Tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden sopimusoikeudellinen ulottuvuus

Tarkasteltaessa tuotteen tarjoajan menettelytapavelvollisuuksia ja erityisesti tiedonantovelvollisuutta voidaan kysyä, mitä tavoitteita sijoitustuotteen tarjoajalle asetettavat menettelytapavaatimukset pyrkivät toteuttamaan.²³ Rahoitusmarkkinasääntelyn tavoitteina korostuvat esimerkiksi sijoittajansuoja²⁴ sekä rahoitus-

20. HE 172/2017 vp, s. 206.

21. VSL 5.1 § on ollut voimassa jo vuodesta 1994. Vuonna 2010 momenttiin lisättiin sijoitusvakuutuksia koskeva kohta, jonka mukaan vakuutuksenantajan on kiinnitettävä vakuutuksen hakijan huomiota vakuutuksen mahdollisesti liittyvien sijoituskohteiden valinnan kannalta olennaisiin seikkoihin ottaen erityisesti huomioon vakuutuksen hakijan aikaisempi sijoituskokemus ja sijoittamisen tavoitteet, Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi vakuutuslakia ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta 63/2009 vp, s. 10. VKL:n ratkaisukäytännössä on jo aiemminkin katsottu, että vakuutuksenantajan on tiedonantovelvollisuutensa nojalla pitänyt antaa tietoa vakuutukseen sidottavista sijoituskohteista (esim. VKL 12/2003 ja VKL 370/2005). Edelleen voidaan katsoa, että tämä vakuutuksenantajan ns. yleistä tiedonantovelvollisuutta koskeva momentti sisältää myös perustiedot sijoitusvakuutusta koskevista erityispiirteistä. Tiedonantovelvollisuus ei välttämättä ole kuitenkaan yhtä laaja kuin VSL 5.2 § edellyttää eikä tietoja tarvitse antaa tämän pykälän edellyttämässä muodossa.

22. OM:n henkivakuutusasetuksen mukaan vakuutuksenantajan on annettava hakijalle kirjallisesti tietoja ennen sopimuksen tekemistä. Olennainen juuri sijoitussidonnaisten vakuutusten kohdalla on asetuksen 3 §:n 7 kohta, jonka mukaan vakuutuksenantajan on annettava kirjallisesti tietoa sijoitussidonnaisiin vakuutuksiin liitettävissä olevista sijoituskohteista ja niiden luonteesta, Oikeusministeriön muistio: Ehdotus oikeusministeriön asetukseksi henkivakuutuksesta annettavista tiedoista, 3.2.2011 (OM:n henkivakuutusasetusehdotus 2011), s. 3.

23. Vastaavasta lähestymistavasta ks. Mads Andenas – Federico Della Negra, *Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law*. *European Business Law Review* 28(4) 2017, s. 499–521, 502, Stefan Grundmann, *The Banking Union Translated into (Private Law) Duties: Infrastructure and Rulebook*. *European Business Organisation Law Review* 2015, s. 357–382.

24. Sijoittajansuojaa painotetaan useiden direktiivien resitaaleissa. Ks. esim. MiFID II 4 resitaali, 7 resitaali, 54 resitaali, 133 resitaali, 156 resitaali ja 164 resitaali, PRIIPs-asetuksen 2 resitaali, 3 resitaali, 25 resitaali, 40 resitaali ja 16 artikla sekä IDD-direktiivin 56 resitaali ja 61 resitaali.

markkinoiden tehokkuus,²⁵ vakaus²⁶ ja sijoittajien luottamus²⁷ markkinoihin.²⁸ Siten lähtökohtaisesti voidaan sanoa, että tavoitteena on sekä makrotason rahoitusmarkkinajärjestelmän toimintaedellytysten turvaaminen että mikrotasolla yksittäisen sijoittajan suojaaminen ja tämän luottamuksen ylläpitäminen.

Voidaan kuitenkin kysyä, kohdistuvatko erityisesti menettelytapasäännökset yksittäisten sijoittajien suojaamiseen vai esimerkiksi markkinoiden tehokkuuden ja vakauden sekä sijoittajakollektiivin luottamuksen ylläpitämiseen? Sääntelyn tavoitteiden tarkastelua voidaan hyödyntää sen arvioimisessa, onko sääntelyn tarkoitus olla sopimusoikeudellista vai elinkeino-oikeudellista. Yksittäisten sijoittajien suojaaminen viittaisi siihen, että sijoitustuotteen tarjoajalle asetettavat menettelytapasäännökset (kuten tiedonantovelvollisuutta ja asiakkaan sijoittajaprofiilin selvittämistä koskeva sääntely) ovat ensi sijassa sopimusoikeudellista sääntelyä. Niillä pyrittäisiin vaikuttamaan sijoittajan ja tuotteen tarjoajan sopimusoikeudelliseen suhteeseen ottaen myös huomioon esimerkiksi tuotteen tarjoajan tiedonantovirheestä johtuva vahingonkorvausoikeudellinen tai sopimusoikeudellinen vastuu. Markkinoiden tehokkuuden ja sijoittajakollektiivin suojaaminen voisi puolestaan viitata siihen, että menettelytapasäännöksiä voitaisiin lähtökohtaisesti pitää elinkeino-oikeudellisina eivätkä ne tällöin varsinaisesti vaikuttaisi osapuolten väliseen sopimusoikeudelliseen suhteeseen tai vastuuseen. Tällöin sääntelyn laiminlyönnin seurauksena olevat hallinnolliset seuraamukset liittyvät kiinteämmin markkinoiden toiminnan ja sijoittajakollektiivin luottamuksen ylläpitämiseen ja vahvistamiseen.

Euroopan unionin tuomioistuin (EUTI) on epäsuorasti ottanut ratkaisusaan C-604/11²⁹ kantaa siihen, millaisia seurauksia MiFID-direktiivin menettelytapasääntelyn noudattamatta jättämisestä voi seurata. Tapauksessa oli kyse laiminlyönnistä tehdä MiFID I -direktiivin 19 artiklan mukainen soveltuvuusarviointi asiakkaalle. EUTI totesi ratkaisussaan, että koska MiFID-direktiivissä ei ole säännöksiä siitä, että jäsenvaltioiden olisi säädettävä sopimusoikeudellisia seuraamuksia direktiivin noudattamattajättämistilanteissa, kukin jäsenvaltio voi määrätä asiasta sisäisessä oikeusjärjestyksessään ottaen huomioon unionin vastaavuus- ja tehokkuusperiaatteet. Edellä mainitun ratkaisun ei ole katsottu suoraan merkitsevän, että jäsenvaltioilla tulisi olla sopimusoikeudellinen seuraa-

25. Ks. esim. MiFID II -direktiivin 164 resitaali ja PRIIPs-asetuksen 16 artikla.

26. Ks. esim. PRIIPs-asetuksen 25 resitaali ja 16 artikla.

27. Sijoittajien luottamuksen korostaminen ja palauttaminen on noussut teemaksi erityisesti finanssikriisin jälkeen, ks. esim. MiFID II -direktiivin 4 ja 133 resitaalit ja PRIIPs-asetuksen 2 resitaali. Ks. myös Euroopan komissio: Vihreä kirja finanssialan vähittäispalveluista – Parempia tuotteita sekä enemmän valinnanvaraa ja mahdollisuuksia kuluttajille ja yrityksille 2015, COM(2015) 630 final.

28. Ks. Rüdiger Veil (ed), *European Capital Markets Law*. 2nd ed. Hart Publishing 2017, s. 24–26.

29. C-604/11; Genil 48 SL ja Comercial Hostelería de Grandes Vinos SL vastaan Bankinter SA ja Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA; ECLI:EU:C:2013:344.

musjärjestelmä MiFID-direktiivin mukaisen sääntelyn noudattamattajättämistilanteissa, mutta toisaalta on nähty, että tällaisen seuraamusjärjestelmän puuttuminen lienee unionin tehokkuusperiaatteen vastaista.³⁰ On myös katsottu, että ratkaisun johdonmukaisin tulkinta olisi, että jäsenvaltioilla tulee olla sopimusoikeudellinen seurausjärjestelmä, jonka sisältö on päätettävissä jäsenvaltioissa.³¹ Koska ratkaisussa painotetaan sijoittajansuojaa, tämä puoltaisi myös sijoittajan henkilökohtaisen sopimusoikeudellisen suojan olemassaoloa.³²

Sekä MiFID II -direktiivi, IDD-direktiivi että PRIIPs-asetus sääntelevät hallinnollisia seuraamuksia sääntelyn laiminlyöntitilanteissa.³³ Sopimusoikeudellisia seurauksia ei vaadita säädettyään.³⁴ Toisaalta MiFID II -direktiivin 69 artiklassa edellytetään jäsenvaltioiden huolehtivan, että niiden käytössä on sellaiset järjestelmät, joilla varmistetaan kansallisen lainsäädännön mukaisesti korvauksen maksaminen tai muiden korjaustoimenpiteiden toteuttaminen sellaisten taloudellisten tappioiden tai muiden vahinkojen korvaamiseksi, joita sijoittajalle on aiheutunut kyseisen direktiivin tai MiFIR-asetuksen (2014/600/EU) rikkomisesta. Artiklan vaikutus sopimusoikeudellisiin seurauksiin on kuitenkin tulkinnallinen.³⁵

30. Federico Della Negra, The Effects of the ESMA's Powers on Domestic Contract Law, s. 139–166 teoksessa Mads Andenas – Gudula Deipenbrocks (eds), *Regulating and Supervising European Financial Markets: More Risks than Achievements*. Springer 2016, s. 153–154 ja Andenas – Della Negra 2017, s. 511–512. Sinänsä ei ole täysin poissuljettua, että sääntelyn tehokkuus varmennettaisiin myös muilla kuin sopimusoikeudellisilla seurauksilla. Andenas – Della Negra 2017, s. 512.

31. Stefan Grundmann, The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law. ERCL 9(3) 2013, s. 264–280, 278.

32. Grundmann 2013, s. 278.

33. MiFID II -direktiivin 70 artiklassa säädetään jäsenvaltioiden hallinnollisista seuraamuksista tapauksissa, joissa MiFID II -direktiiviä, MiFIR-asetusta tai näiden nojalla annettua sääntelyä on rikottu. Vastaavasti IDD-direktiivin 31 artiklassa ja PRIIPs-asetuksen 22 artiklassa säädetään hallinnollisista seuraamuksista ja muista toimenpiteistä.

34. EU-sääntelyn hallinnollisiin seuraamuksiin painottuvan linjan on sanottu perustuvan muun muassa siihen, että sopimusoikeuden harmonisointi jäsenvaltioissa olisi haasteellista unionin laajan kompetenssin puuttuessa ja finanssialan valvojat osaavat paremmin arvioida finanssialan toimijoiden sääntelyn vastaista toimintaa kuin yksittäiset sijoittajat. On myös esitetty, että hallinnollisilla seuraamuksilla haluttaisiin estää ammattimaisten asiakkaiden opportunistiset litigaatiot, jotka voivat vaikuttaa markkinoihin. Ian MacNeil, Enforcement and Sanctioning, s. 281–306 teoksessa Ellis Ferran – Niamh Moloney – Jennifer Payne (eds), *Oxford Handbook on Financial Regulation*. Oxford University Press 2015, s. 292–293, Norbert Reich, A European Contract Law, or an EU Contract Law Regulation for Consumers? *Journal of Consumer Policy* 28(4) 2005, s. 383–407, 383 ja Takis Tridimas, EU Financial Regulation: Federalization, Crisis Management and Law Reform, s. 783–804 teoksessa Paul Craig – Gráinne de Búrca (eds), *The Evolution of EU Law*. 2nd ed. Oxford University Press 2011, s. 794. Lisäksi voidaan katsoa, että ko. direktiivien tavoitteena on ennen kaikkea markkinoiden vakaus, Andenas – Della Negra 2017, s. 507.

35. Ks. keskustelusta Della Negra 2016, s. 155–156.

Huomionarvoinen on myös 75 artikla, jolla pyritään varmistamaan kuluttajille tehokas tuomioistuimen ulkopuolinen riidanratkaisujärjestelmä. Myös niin sanotun ADR-direktiivin (2013/11/EU) 53 resitaalissa painotetaan rahoitusalan vaihtoehtoisten riidanratkaisuelinten verkostoitumista. Edellä mainittujen seikkojen perusteella vaikuttaisi siltä, että ainakin kuluttajien osalta jäsenvaltioissa pitää olla myös yksityisoikeudellinen seuraamusjärjestelmä. PRIIPs-asetuksessa näytettäisiin otettavan selkeämpi askel sopimusoikeudelliseen suuntaan: asetuksen 22 resitaalin mukaan yksityissijoittajilla on oltava yhtäläinen oikeus hakea korvausta kaikesta vahingosta, joka on aiheutunut kyseisen asetuksen noudattamatta jättämisen johdosta, ja PRIIP-tuotteiden kehittäjien siviilioikeudellista vastuuta koskevat säännöt olisi sen vuoksi yhdenmukaistettava. Asetuksen 22 artiklan hallinnollisten seuraamusten lisäksi 11 artiklan mukaan yksityissijoittaja voi vaatia vahingonkorvausta kansallisen lainsäädännön mukaisesti.³⁶

Tarkasteltaessa tuotteen tarjoajan menettelytapavastuuta ja menettelytapojen laiminlyöntiä koskevia seurauksia voidaan huomata, että Suomessa selkein seurauksina ovat esimerkiksi sopimusrikkomukseen liittyvä vahingonkorvausvastuu (esimerkiksi SPL 16:1 ja ehdotettu LVT 75 §³⁷) tai vakuutuslainsäädännön 9 §:n mukainen vastuu. Toisaalta myös erilaiset direktiiveihin perustuvat hallinnolliset seuraamukset, kuten seuraamusmaksu tai julkinen varoitus tuotteen tarjoajalle, voivat tulla kyseeseen (SPL 15:2, ehdotettu LVT 71 §³⁸ ja finanssivalvonnasta annettu laki (878/2008) 39 ja 40 §).

Vaikka edellä mainitussa EUTI:n ratkaisussa kyse on ollut soveltuvuusarviointista, ratkaisua voidaan tarkastella laajemmin menettelytapasääntelyn ja erityisesti tiedonantovelvollisuussääntelyn valossa. Tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus on keskeinen sijoittajansuojan ja markkinoiden tehokkaan toimimisen kannalta.³⁹ Tiedonantovelvollisuus pyrkii korjaamaan asymmetrisen informaation aiheuttaman epätasapainon tuotteen tarjoajan ja sijoittajan välisessä tietotasossa ja edistämään tehokkuutta.⁴⁰ Toisaalta tiedonantovelvollisuutta voidaan pitää myös sopimusoikeudellisena peruseriaatteena heikomman osapuolen suojana.⁴¹

Markkinoiden tehokkuuden ja toimivuuden tavoite informaatioasymmetrian minimoimisen kautta ja sijoittajien suojaamisen tavoite heikomman suojan periaatteen mukaisesti eivät ole toisistaan irralliset. Koska sijoittajien luottamus

36. Sopimusoikeudelliset piirteet ovat nähtävissä myös eri kuluttajansuojasääntelyssä, Andenas – Della Negra 2017, s. 506–507.

37. HE 172/2017 vp, s. 251.

38. HE 172/2017 vp, s. 249.

39. Ks. esim. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi 43/2007 vp, s. 34.

40. Niamh Moloney, *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford University Press 2014, s. 770.

41. Mika Hemmo, *Sopimusoikeus I*. Talentum 2003, s. 19–24.

markkinoihin⁴² on tärkeä edellytys tehokkaiden markkinoiden toimimiselle, sijoittajien suojaamiseen pyrkivät menetelmät tukevat myös tehokkaiden ja toimivien markkinoiden tavoitetta.⁴³ Siten sijoittajan suojaamisella ja epäsymmetriseen informaatioon vaikuttamisella voidaan katsoa olevan yhtäläiset tavoitteet: saattaa tietämättömämmässä tilanteessa oleva sijoittaja informaatiotasoltaan samalle tasolle kuin tuotteen tarjoaja tiedonantovelvollisuuksien ja muiden menettelytapasäännösten kautta.

Vaikka ammattimaista sijoittajaa ei voida pitää heikompana osapuolena,⁴⁴ tämä ei tarkoita, etteikö sijoittajansuoja voisi tai sen pitäisi kohdistua myös ammattimaiseen asiakkaaseen. Esimerkiksi tehokkuuden näkökulmasta ammattimaisiin asiakkaisiin kohdistuvaa tiedonantovelvollisuutta voidaan perustella paitsi yhdenmukaisella sääntelyllä, asymmetrisellä informaatiolla, niin myös sijoittajalle säästyvien selonotokustannusten aiheuttamien transaktiokustannusten säästöllä.⁴⁵

Vaikka lähtökohtaisesti tuntuisi perustellulta, että ammattimaisen asiakkaan tietämisvelvollisuus voisi olla korkeampi kuin ei-ammattimaisen asiakkaan, ei tämä kuitenkaan tarkoita, etteikö ammattimainen asiakas voisi saada sopimusoikeudellista suojaa. Olisi erikoista, jos ammattimaiselle asiakkaalle kohdennetun laajan tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena ei olisi tosiasiaassa parantaa tämän tiedollista asemaa ja vähentää asymmetriaa informaatiotasoissa vaan esimerkiksi yleisesti edesauttaa hyvien tapojen noudattamista elinkeino-oikeudellisesti.

Jos tiedonantovelvollisuus katsotaan prekontraktuaaliseksi sopimusoikeudelliseksi velvollisuudeksi, tulee myös mahdollisia seurauksia arvioida sopimusoikeudellisesti. Yksittäisten sijoittajien luottamus voi vaikuttaa koko sijoittajakollektiivin luottamukseen ja markkinoiden toimintaan. Lisäksi on perusteltua kaikissa tilanteissa, että jokainen vahinkoa kärsinyt osapuoli saa korvausta karsimästään vahingosta ja että tämä suoja ulottuu kaikkiin sijoittajaluokkiin. Ammattimainen asiakas voi olla merkittävä sijoittaja markkinoilla, minkä vuoksi suojaaminen on tärkeää luottamuksen kannalta. Sopimusoikeudellisten seurauksien voidaan katsoa olevan tärkeässä osassa sijoittajan luottamuksen ylläpitämisessä⁴⁶ ja sijoittajansuojan toteuttamisessa.⁴⁷

Edellä huomioitu tarkastelu vaikuttaa siihen, miten sijoittajan tietämisvelvollisuutta tarkastellaan suhteessa tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen. Jos menettelytapanormisto mielletään sopimusoikeudelliseksi, voidaan katsoa, että tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus supistaa sijoittajan tietämisvelvol-

42. Sakari Wuolijoki, Pankin neuvontavastuu. Lakimiesliiton Kustannus 2009, s. 124.

43. Matti Rudanko, Is there Scope for the Protection of the Weaker on Financial Markets? JFT 3–4/2009, s. 532–544, 534.

44. Rudanko 2009, s. 540.

45. Veikko Vahtera, Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus 2011, s. 48–49.

46. Wuolijoki 2009, s. 124.

47. Andenas – Della Negra 2017, s. 521.

lisuutta sekä oma-aloitteista selonottovelvollisuutta.⁴⁸ Tällöin tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden laajuus kertoo myös siitä, mitä sijoittajan pitäisi itse lähtökohtaisesti tietää.⁴⁹ Toisaalta, jos sääntely katsotaan elinkeino-oikeudelliseksi, johtopäätös ei liene näin suoraviivainen. Kansallisen vahingonkorvaus- ja muun vastuunormiston perusteella voidaan kuitenkin lähteä vahvasti siitä, että EU:sta kumpuavia menettelytapanormeja pidetään Suomessa sopimusoikeudellisina.⁵⁰ Tästä näkökannasta ei ole syytä poiketa, ja tämän vuoksi näissä artikkeleissa sääntelyä tarkastellaan sopimusoikeudellisena.

2.4. Tiedonantovelvollisuuden täyttäminen suhteessa ammattimaiseen asiakkaaseen SPL:n ja VSL:n mukaan

Tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus on aina lähtökohtana sijoittajan tullessa ostamaan sijoitustuotetta. Lähtökohtaisesti sopimusoikeudellisesti voidaan siis todeta, että periaatteessa sijoittajan ei tarvitse ennen sijoittamista tietää juuri mitään vaan ainoastaan tutustua hänelle annettuun aineistoon. SPL 10 luvun menettelytapasääntelyn kokonaisuudistuksessa sijoituspalveluntarjoajan tiedonantovelvollisuus laajennettiin koskemaan kaikkia asiakasryhmiä, kun aiemmin laaja tiedonantovelvollisuus kattoi ainoastaan ei-ammattimaiset asiakkaat.⁵¹ Erikoista kuitenkin on, että toisin kuin uudistetussa SPL:ssa, uudistettavassa VSL:ssa lähtökohdaksi on jo edellä mainitusti otettu, ettei SPL 1:23:n mukaiselle ammattimaiselle asiakkaalle tarvitse antaa sijoitusvakuutukseen liittyviä erityistietoja VSL 5 d §:n nojalla. Ammattimaiselle asiakkaalle annettava tieto riippuu siis siitä, sijoittaako tämä vakuutusmuotoiseen tuotteeseen vai muuhun sijoitustuotteeseen. Tämä on ristiriitaista, vaikka jo yllä mainittu VSL 5.1 §:n mukainen yleinen tiedonantovelvollisuus sekä OM:n henkivakuutusasetus koskevat myös edelleen ammattimaisia asiakkaita.

VSL on pakottava⁵² kuluttajan sekä kuluttajaan rinnastettavissa olevan tahon hyväksi (VSL 3.2 §).⁵³ Ammattimainen asiakas on yleensä suuri institutionaalinen sijoittaja tai muu riittävän laajaa toimintaa harjoittava oikeushenkilö, mutta

48. Yleisesti vastuun jakautumisesta Hemmo 2003, s. 296–297.

49. Wuolijoki 2009, s. 333–334.

50. Näkemykseen voidaan päätyä myös muutoin, ks. Andenas – Della Negra 2017, s. 500, Grundmann 2013, s. 278–279 ja Danny Busch, *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*. ERCL 13(1) 2017, s. 70–93, 72.

51. HE 151/2017 vp, s. 164.

52. Pakottavuudesta ks. esim. Jaana Norio-Timonen, *Vakuutuksenantajan vastuu vakuutustapah- tumasta*. Talentum 2003, s. 107–116.

53. Kuluttajaan rinnastettavalla taholla tarkoitetaan sellaista luonnollista henkilöä taikka oikeushenkilöä, joka huomioon ottaen hänen elinkeinotoimintansa tai muun toimintansa laatu ja laajuus sekä olosuhteet muutoin on vakuutuksenantajan sopijapuolena rinnastettavissa kuluttajaan. Yrityksen koko ei ole välttämättä määrittävä tekijä, vaan myös yrityksen toimialalla ja

SPL 1:23:n nojalla myös ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi luokiteltava sijoittaja voi pyynnöstään ja sijoituspalveluyrityksen harkinnan jälkeen täyttäessään tietyt ehdot saada ammattimaisen sijoittajan statuksen. Tilanteesta, jossa ammattimainen asiakas haluaa ja saa ei-ammattimaisen asiakkaan statuksen, säädetään SPL 10:1.2:ssa. Tämä johtaa VSL:n soveltamisen osalta seuraavaan: koska sijoitusvakuutukseen sijoittava ammattimainen asiakas voi olla esimerkiksi SPL 1:23.1:n 1-kohdan g-alakohdan mukainen työeläkeyhtiö⁵⁴ tai VSL:n mukainen kuluttaja, joka on saanut SPL 1:23.2:n mukaisen ammattimaisen asiakkaan statuksen sijoitusvarallisuutensa ja ammattinsa perusteella, VSL:n pakottavuus näyttäytyy näille kahdelle sijoittajalle erilaisena.

On selvää, että VSL on pakottava kuluttajan asemassa olevaa – joskin kokeutunutta – sijoittajaa kohtaan. Tällöin häneen sovelletaan VSL 5 d §:n mukaisia yllä mainittuja poikkeuksia. Mutta miten tulee suhtautua esimerkinomaiseen työeläkeyhtiöön, jota kohtaan vakuutuslainsäädäntö ei ole VSL 3 §:n nojalla pakottava? Periaatteessa tässä tilanteessa vakuutusyhtiö voisi olla soveltamatta mitään tiedonantovelvollisuuksia koskevia pykäläiä eli olla antamatta minkäänlaista tietoa sijoittajalle, mikäli osapuolet näin sopivat. Tämä asettaa sijoitusvakuutukseen sijoittavan ammattimaisena sijoittajana toimivan oikeushenkilön eri asemaan kuin SPL:n menettelytapasäännösten mukaisesti sijoittavan ammattimaisen asiakkaan, jolle on annettava sijoitustuotteesta tietoa SPL:n mukaan. Sama pätee kaikkiin sellaisiin ammattimaisen sijoittajan statuksen saaviin oikeushenkilöihin, joita kohtaan VSL ei ole pakottava.

Koska VSL 3 §:n tarkoituksena on suojella sellaista sopimussuhteen osapuolta, joka on vakuutuksenantajaa heikommassa asemassa tiedoiltaan, taidoiltaan ja taloudellisilta edellytyksiltään,⁵⁵ ammattimaisen sijoittajan statuksen saava pieni yritys ei saane VSL:n pakottavuuden suojaa. Sen ei voitane katsoa olevan sijoittajana tiedoiltaan ja taloudellisilta edellytyksiltään heikommassa asemassa kuin vakuutuksenantaja on. Sen sijaan tilanteen ollessa – hyvin hypoteettisesti – sellainen, että SPL 1:23:n mukainen ammattimainen asiakas haluaa ja tulee kohdelluksi ei-ammattimaisena asiakkaana SPL 10:1:n mukaisesti SPL:n alaisissa myyntitilanteissa, ei tämä päde VSL:n alaisiin sijoitusvakuutusten myyntiin, sillä VSL 5 d §:n mukainen viittaus koskee vain SPL 1:23:ssä määriteltyjä ammattimaisia asiakkaita. Siten ammattimainen asiakas, joka on saanut

erityisasiantuntemuksella on merkitystä. Suuret ja keskisuuret yritykset eivät voi olla kuluttajan rinnastettavia VSL:n nojalla, HE 114/1993 vp, s. 24.

54. Yhtiöt ottavat sijoitussidonnaisia säästöhenkivakuutuksia ja kapitalisaatiosopimuksia kohtalaisesti. Säästöhenkivakuutukset ovat toki siinä mielessä poikkeavia verrattuna kapitalisaatiosopimuksiin, että niissä on aina vakuutettu. Erityisesti pienemmät yritykset saattavat vakuuttaa omistajansa tämän yllättävän kuoleman vuoksi, ja suuremmissakin yrityksissä voidaan ottaa avainjohtohenkilön kuoleman varalta henkivakuutus. Ks. esim. Jukka Rantala – Esko Kivisaari, Vakuutusoppi. 12. uud. p. Finva 2014, s. 471.

55. HE 114/1994 vp, s. 24.

ei-ammattimaisen asiakkaan statuksen, tulee VSL:n nojalla kohdelluksi ammattimaisena asiakkaana, mikä vaikuttaa luonnollisesti hänelle annettavaan tietoon sijoitusvakuutuksesta.

Kun vaikuttaisi siltä, että MiFID II on tiedonantovelvollisuutta laajentaessaan sopimusoikeudellisesti supistanut ammattimaisen asiakkaan tietämisvelvollisuutta, IDD:ssä lähtökohdaksi on edelleen otettu, että ammattimaisen asiakkaan tulee itse tietää tai ainakin kyetä ottamaan selvää sijoitusta koskevista asioista. Siten lainsäätäjän jonkinasteisena erikoisena lähtökohtana vaikuttaisi olevan se, että sijoitusvakuutukseen sijoittava ammattimainen asiakas on velvollinen tietämään enemmän kuin muihin rahoitusvälineisiin sijoittava taho. Käytännössä tilanne ei kuitenkaan välttämättä ole tämä, vaan myös muut seikat voivat vaikuttaa ammattimaisen asiakkaan tietämisvelvollisuuteen, kuten jäljempänä osoitetaan.

3. Sijoittajan yleinen laintuntemisvelvollisuus

Tarkasteltaessa sijoittajan tietämisvelvollisuutta yhdeksi kysymykseksi nousee yleinen laintuntemisvelvollisuus. Verotusta koskevat seikat ovat monesti olennaisia, ja sijoittaja voi olla päätyynyt tiettyyn sijoitustuotteeseen periaatteessa jopa sen verotuksellisen kohtelun perusteella. Sijoitustuotteiden osto, omistaminen tai myynti voi vaikuttaa joissakin tilanteissa myös sijoittajan sosiaalietuuksiin. Suomessa vallitsee lähtökohtaisesti yleinen laintuntemisvelvollisuus:⁵⁶ voimassa olevan lainsäädännön tulisi kuulua jokaisen yleisen tietämyksen tai ainakin selontottovelvollisuuden piiriin.⁵⁷ Tämä periaate on edelleen vahva,⁵⁸ vaikka sijoittaja

56. Ks. esim. T. M. Kivimäki – Matti Ylöstalo, Suomen siviilioikeuden oppikirja. 3. uud. p. WSOY 1973, s. 10 ja Heikki Halila, Oikeuserehdys ja tilanneherkkä sopimuslainoppi, s. 25–47 teoksessa Jarno Tepora – Lena Sisula-Tulokas – Mika Hemmo – Tapani Lohi – Esa Kolehmainen (toim.), Business Law Forum 2004. Edita 2004, s. 26–27. Vaikka siviilioikeudelliset tilanteet poikkeavat rikosoikeudesta merkittävästi, on syytä mainita, että periaate korostuu erityisesti rikosoikeudessa. Rikoksenteijä voi vedota vain poikkeuksellisissa tilanteissa siihen, ettei tuntenut voimassa olevaa lainsäädäntöä. Ks. esim. Dan Frände, Yleinen rikosoikeus. Edita 2007, s. 206–210 ja Jussi Tapani, Oikeustapauskommentti: Sattumaa vai ei – korkein oikeus, kieltoerehdys ja tahallisuuden kohde. Lakimies 3/2009, s. 470–481.

57. Ks. esim. Wuolijoki 2009, s. 352–253. Ks. myös ratkaisu KKO 2008:91, jossa oli kyse siitä, että A ja B olivat teettäneet asunnossaan tapetointityön, jonka suoritti kunnossapito- ja korjauspalveluita tarjonnut osakeyhtiö. Sopimusta tehtäessä kysymys kotitalousvähennyksestä ei ollut tullut esille eikä myöskään se, ettei yhtiötä ollut merkitty ennakkoperintärekisteriin, mikä oli vähennysoikeuden edellytys. Kysymys oli yhtiön vastuusta A:lle ja B:lle sen johdosta, että heidän kotitalousvähennysvaatimuksensa hylättiin verotuksessa; ks. tapauksesta lisää Wuolijoki 2009, s. 353–354.

58. Halila 2004, s. 42.

saattaa myös virheellisesti olettaa, että tuotteen tarjoaja tuo esille esimerkiksi tuotteeseen liittyvät verotukselliset seikat.⁵⁹ Sijoittaja voi myös erehtyä lainsäädännön sisällöstä⁶⁰ ja olla esimerkiksi siinä uskossa, että sijoituksen realisointiin ei liity veroseuraamuksia.

Lähtökohtaisesti tällä erehtymisellä ei ole merkitystä, mutta tapauskohtainen poikkeaminen on mahdollista,⁶¹ ja oikeuserehdystä koskeissa arvioinneissa ratkaisun kokonaisarvostelu on voinut johtaa *ignorantia juris nocet* -lähtökohdasta poikkeamiseen.⁶² Tämän luvun tarkastelu keskittyy ei-ammattimaisten ja kuluttaja-asiakkaiden yleiseen laintuntemisvelvollisuuteen.

Voidaan kysyä, pitäisikö tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden kattaa myös oikeusjärjestyksen sisältöä vai vain sopimuksen sisältöä koskevat seikat?⁶³ Tuotteen tarjoajalla ei SPL:n alaisissa sijoituspalvelutilanteissa ole velvollisuutta oma-aloitteisesti tuoda tuotteisiin liittyvää yksityiskohtaista verokohtelua esille. Komission delegoidun asetuksen 2017/565/EU 44 artiklan 7 kohdassa säädetään, että jos sijoituspalvelun tarjonnan yhteydessä asiakkaalle annetuissa tiedoissa viitataan tiettyyn verokohteluun, on samalla ilmoitettava selkeästi, että verokohtelu määräytyy kunkin asiakkaan yksilöllisten olosuhteiden mukaan. Lisäksi on ilmoitettava, että verokohtelu voi tulevaisuudessa muuttua.⁶⁴ Verojen yksilöintiä ei kuitenkaan edellytetä.⁶⁵

59. Mäkelän mukaan oikeuden sisältöä koskeva selonottovelvollisuus on lieventynyt ja asiantuntijoiden tiedonantovelvollisuus on paikoitellen ulotettu koskemaan jopa oikeuden sisältöä, Juha Mäkelä, Sopimus ja erehdys – Sopimusoikeudellinen tutkimus oikeuserehdyksestä valinnanvapauden teorian näkökulmasta. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2010, s. 183–184.

60. Sijoittaja voi olla joko täysin tietämätön lainsäädännön sisällöstä tai tietämätön oikeussäännön oikeasta tulkinnasta, ks. Olli Norros, Vahingonkorvausvelan vanhentuminen. Talentum 2015, s. 245.

61. Halilan mukaan arviointiin vaikuttaa erehtymisen henkilörelaatio, sopimusosapuolen tiedonantovelvollisuus sekä se, onko erehtyneellä ollut oikeus luottaa osapuolelta saamaansa tietoon. Halila 2004, s. 47.

62. Ks. Thomas Wilhelmsson, Om tro och heder i finsk avtalsrätt. Oikeustiede–Jurisprudentia 1978, s. 35–86, 68–70.

63. Ks. esim. Halila 2004, s. 42–43.

64. Tämä oli jo aiemmin Finanssivalvonnan käytännössä kumoutuneissa, mutta teknisesti vielä voimassa olevissa määräyksissä ja ohjeissa: Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 19, kohta 22.

65. Lisäksi asetuksen 2017/565/EU liitteessä II on määritelty sellaisia kuluja ja veroituksia, joita on kerrottava ja eriteltävä asiakkaille. Liitteeseen on esimerkinomaisesti kirjattu ”leimavero” ja ”liiketoiminnan vero” (eng. ”stamp duty” ja ”transactions tax”). Näillä viitattaneen lähinnä erilaisten transaktioiden yhteydessä perittäviin luonteeltaan kulunomaisiin veroihin, jotka veloitetaan asiakkaalta sijoituspalvelun tarjoajan kautta, eikä sellaisiin veroihin, joiden osalta maksuvelvollisuus perustuu esimerkiksi muodostuneen voiton tai tulon määrään. Tämä olisi sinänsä loogista, sillä kyseiset verot on mainittu osana sijoituspalvelun antamisesta veloitetuista kuluista. Näin on ollut myös aiemmin, ks. Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 16/2013, s. 24, kohta 52. Edellä olevassa kohdassa määrättiin myös, että asiakkaalle oli kerrottava, että tälle voi syntyä myös muita veroseuraamuksia, joita ei makseta sijoituspalvelun tarjoajan kautta.

ESMA on antanut MiFID II:n mukaisiin asiantuntemusvaatimuksiin liittyvät ohjeet, joiden mukaan sijoitusneuvoja antavan henkilöstön on ymmärrettävä yrityksen tarjoamien sijoitustuotteiden pääpiirteet, riskit ja ominaisuudet, kuten kaikki yleiset veroseuraamukset ja kulut, joita asiakkaalle aiheutuu liiketoimien yhteydessä.⁶⁶ Vastaavanlainen asiantuntemusvaatimus koskee myös vakuutusia.⁶⁷ PRIIPs-asetuksen mukaan yksityissijoittajille tulee avaintietoasiakirjassa mainita, että yksityissijoittajan kotijäsenvaltion verolainsäädäntö voi vaikuttaa sijoittajan lopulliseen tuottoon.

Sijoitussidonnaiset henkivakuutukset ovat tiedonannon osalta kuitenkin poikkeusasemassa. OM:n henkivakuutusasetuksen 3 §:n 9 kohdan mukaan henkivakuutussopimuksesta on *annettava* ennen sopimuksen solmimista *yleiset tiedot kyseisen vakuutuksen verokohtelusta*. Sitä, mitä yleisillä tiedoilla tarkoitetaan, ei erityisesti täsmennetä muutamia esimerkkejä lukuun ottamatta.⁶⁸ Koska asetuksessa painotetaan *kyseisen* vakuutuksen verokohtelua, voitaneen katsoa, että asiakkaalle on nimenomaan annettava perustiedot myös sijoitussidonnaisen vakuutuksen veroseuraamuksista. Tiedot on annettava ammattimaisellekin sijoittajalle. On kuitenkin huomattava, että edellä mainittu asetus ei koske kapitalisaatiosopimuksia, mikä supistaa sen soveltamisalaa varsin paljon sijoitusvakuutusten osalta.⁶⁹

Sekä vanhemmassa että uudemmassa lautakuntakäytännössä on otettu kantaa sijoitustuotteisiin liittyviin verotuksellisiin näkökohtiin ja katsottu, että tuotteen tarjoajan on kiinnitettävä asiakkaan huomio mahdollisiin veroseuraamuksiin, vaikka yksityiskohtaista tiedonantovelvollisuutta ei ole. Tapauskohtaisesti tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus voi kuitenkin myös korostua. APL on ratkaisuisaan APL 257/2009 ja APL 621/2002 katsonut, että tarjotessaan palveluja asiakkaalle sijoitusneuvojan on tuotava esille verotuksen merkitystä vähin-

66. Ohjeet tietämyksen ja pätevyuden arviointiin, 22/3/2016; ESMA/2015/1886, s. 7–8, kohdat V.II ja V.III.

67. Ehdotettu sosiaali- ja terveysministeriön asetus vakuutusten tarjoamista harjoittavien henkilöiden ammattipätevyyttä ja tietoja koskevista vähimmäisvaatimuksista sisältää pykälät henkivakuutuksia ja sijoitusvakuutuksia tarjoavien vakuutusedustajien ammattipätevyysvaatimuksista. Heidän on osoitettava hallitsevansa yleisesti henkivakuutusten osalta soveltuvin osin vero-, sosiaali- ja työlainsäädäntöä (2 §:n 3 kohta) ja sijoitusvakuutusten osalta tarvittavat vähimmäistiedot eläkejärjestelmän rakenteesta ja sen takaamista etuuksista sekä soveltuvin osin verolainsäädännöstä (3 §:n 5 ja 6 kohdat). Ks. HE 172/2017 vp, s. 320–321.

68. Tietoa on annettava erityisesti eläkevakuutusmaksujen verovähennysoikeudesta sekä eläkkeenä maksettavan vakuutuskorvauksen verottamisesta. Tietoa on annettava myös siitä, millä edellytyksillä ja missä määrin henkivakuutuskorvaus jää perintöverotuksen ulkopuolelle. OM:n henkivakuutusasetusehdotus 2011, s. 3.

69. OM:n henkivakuutusasetusehdotus 2011, s. 1.

tään siten, että asiakas ymmärtää itse halutessaan selvittää verotukseen liittyviä lisäkysymyksiä ja verotuksen vaikutusta omaan tilanteeseensa.⁷⁰

Jälkimmäisessä ratkaisusuosituksessaan lautakunta on edelleen kuitenkin todennut, että lähtökohtaisesti yleisen elämäkokemuksen perusteella voidaan katsoa, että yksityishenkilöiden tulee ymmärtää, että useimpien taloudellisten hyödykkeiden luovuttamisesta voi aiheutua erilaisia veroseuraamuksia. Kuitenkin jos sijoittajana on henkilö, joka ei ole harjoittanut aiemmin sijoitustoimintaa, arvopaperikaupankäynnin seurauksena syntyvät veroseuraamukset eivät ole välttämättä yhtä selkeästi ymmärrettävissä. Näin on etenkin, jos asiakas on esimerkiksi perinyt sijoitusomaisuutta. Lisäksi, jos aloite sijoittamiseen on tullut tuotteen tarjoajan puolelta ja tuotteen tarjoajan tiedossa on ollut, että asiakas ei ole ollut kokenut sijoittaja, voi tarve kertoa veroseuraamuksista asiakkaalle korostua.

Tapauksessa APL 2/2016 oli kyse siitä, oliko pankki laiminlyönyt tiedonantovelvollisuutensa liittyen osakkeiden myynnistä aiheutuneeseen verotukseen. Tapauksessa asiakas oli saanut osituksen yhteydessä huomattavan osakeomistuksen, minkä johdosta pankki oli kutsunut asiakkaan keskustelemaan sijoittamisesta. Asiakas oli keskustelujen jälkeen päättänyt realisoidaan osakkeita ja ostanut muita sijoitustuotteita tilalle. Asiakkaalle oli osakkeiden myynnistä aiheutunut veroseuraamuksia, joita pankki ei hänen mukaansa ollut tuonut ilmi. APL:n mukaan asiassa oli näytetty selvitettyksi, että asiakkaan huomiota oli kiinnitetty osakkeiden myynnistä aiheutuviin veroseuraamuksiin ensimmäisessä tapaamisessa ja ensimmäisen myynnin yhteydessä, mutta ei enää toisen myynnin yhteydessä, jonka ajankohtana myynnistä aiheutuneet veroseuraamukset eivät olleet vielä aktualisoituneet asiakkaalle. Koska osakkeiden myynti ja varojen siirtäminen muihin pankin omiin sijoitustuotteisiin oli johtanut asiakkaan kannalta kokonaisuutena arvioiden epäasianmukaiseen lopputulokseen, olisi pankin toimihenkilön tullut kiinnittää asiakkaan huomio toisenkin myynnin yhteydessä myynnistä aiheutuviin veroseuraamuksiin, sillä asiakas olisi voinut ne toisin toimien välttää.⁷¹

VKL on kuitenkin ratkaisussaan VKL 200/2007 katsonut, että arvioitaessa VSL 5 §:n mukaista tiedonantovelvollisuutta tietoa edunsaajille suoritettavan vakuutuskorvauksen verokohtelusta on pidettävä sellaisena vakuutussopimukseen liittyvänä seikkana, jolla on vakuutuksenottajalle ilmeistä merkitystä hänen valitessaan säästöhenkivakuutusta ja harkitessaan vakuutussopimuksen mielekkyyttä. Lautakunnan

70. Vastaavasti ratkaisussaan APL 1174/2002 lautakunta on todennut, että omaisuudenhoitajalla on lähtökohtaisesti yleinen informointivelvollisuus mahdollisista veroseuraamuksista. Jos on kuitenkin arvioitavissa, että asiakkaalla on jo riittävät tiedot esimerkiksi yleisen elämäkokemuksen perusteella, omaisuudenhoitajalla ei ole vastaavaa tiedonantovelvollisuutta. Mikäli tällaisen tiedonantovelvollisuuden voidaan silti katsoa vallitsevan, riittää verotusasioiden yleinen informointi asiakkaalle. Sen jälkeen asiakkaan tulee itse arvioida se, aikooko hän selvittää tarkemmat veroseuraamukset itse vai kääntäytyä edelleen veroasiantuntijan puoleen.
71. Asiaan on vaikuttanut lisäksi se, että asiakkaan osakkeiden myynnistä saamat rahat on suositeltu sijoitettavaksi pankin konsernin omiin tuotteisiin, joissa on ollut korkeammat hallinnointikulut kuin osakkeiden säilyttämisestä olisi aiheutunut. Tämä on korostanut sitä, ettei asiakkaan omaa etua ole otettu kokonaisuudessa riittävästi huomioon.

mukaan annettavien tietojen on oltava sellaiset, että vakuutuksen hakija voi niiden perusteella muodostaa itselleen oikean kuvan vakuutus sopimuksesta suoritettavan korvauksen sen hetkisestä verokohtelusta oman ja vakuutuksen edunsaajaksi kaa-vailemansa henkilön osalta. Siten lautakunnan mukaan tietynasteisten verotietojen antamisen voitaneen myös katsoa kuuluvan VSL 5 §:n tiedonantovelvollisuuteen.

Myös tiedonanto sijoittamisen vaikutuksesta opintotukeen on ollut sekä APL:n että VKL:n ratkaistavana. Yllä mainitussa lähinnä verotusta koskevassa tapauksessa APL 621/2002 oli kyse myös siitä, olisiko sijoitusneuvojan tullut kertoa asiakkaille osakkeiden myynnin vaikutuksesta näiden opintotukeen. Asiakkaat eivät olleet tuoneet opiskelijastatustaan esille eivätkä kysyneet myynnin vaikutuksesta opintotukeen, mutta heidän mukaansa sijoitusneuvoja oli tietoinen heidän statuksestaan. Sijoitusneuvoja ei kiistänyt tätä, mutta hänen mukaansa opiskelijoiden tulisi itse olla tietoisia opintotukeen vaikuttavista seikoista eikä sijoitusneuvojalla ole ollut minkäänlaista oma-aloitteista tiedonantovelvollisuutta opintotuesta. APL katsoi kuitenkin, ettei opintotuki ole niin harvinainen sosiaalinen etuus, että sen huomioon ottaminen tässä tapauksessa olisi ollut pankille kohtuutonta. Koska pankki oli itse ottanut alun perin asiakkaisiin yhteyttä, olisi huolelliseen ja ammattimaiseen menettelyyn kuulunut kertoa sijoitusten myynnin vaikutuksesta asiakkaiden opintotukeen.⁷²

Tapauksessa VKL 304/2006 oli kyse siitä, oliko vakuutusyhtiö ollut velvollinen antamaan tietoja säästöhenkivakuutuksen säästösumman nostamisen mahdollisista vaikutuksista vakuutuksen edunsaajana olleen A:n oikeuteen saada opintotukea. VKL totesi ratkaisussaan, että vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuus kohdistuu ensisijaisesti sen myymiin vakuutuksiin eikä esimerkiksi lain sisältöön. Myös kuluttajan asemassa olevan henkilön katsotaan yleensä olevan velvollinen tuntemaan häntä koskevien lakien sisältö. Lautakunnan mukaan vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuus voi kuitenkin koskea sellaisia vakuutus sopimuksen ulkoisia seikkoja, joilla on välitön liityntä vakuutuksen valintaan ja vakuutuksen tarkoituksenmukaisuuteen. Tällaisia tietoja ovat esimerkiksi tiedot vakuutuksen verokohtelusta. Sen sijaan VKL:n mukaan tiedot, jotka koskevat vakuutus sopimuksen vaikutuksia sosiaalisiin etuuksiin, eivät kuulu tiedonantovelvollisuuden piiriin siten, että vakuutuksenantajan tulisi oma-aloitteisesti antaa vaikutuksista tietoa. Mikäli vakuutuksenottaja kuitenkin

72. APL:n ratkaisu APL 621/2002 on jo iäkäs. Esimerkiksi Wuolijoki katsoo, ettei lautakunta välttämättä päätyisi enää vastaavaan ratkaisuun, sillä kyseisten tietojen antaminen ei sisälly tuotteen tarjoajien tiedonantovelvollisuuteen, Wuolijoki 2009, s. 194–195. Vastaavasti K. Hoppu, joka on ollut itse ratkaisemassa APL:n jäsenenä tapausta, on todennut, ettei ratkaisusta tule tehdä yleisiä johtopäätelmiä tuotteen tarjoajan velvollisuudesta informoida asiakasta opintotuki-asioista, Kari Hoppu, Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. WSOY Lakitieto 2004, s. 338. Toisaalta sijoitusneuvontatilanteissa on selvittävä sijoittajan sijoitustietämys, johon kuuluu esimerkiksi tämän ammatin kysyminen. Jos sijoittaja ilmoittaa olevansa opiskelija, vähintäänkin hyvään asiakaspalveluun kuuluisi huomauttaminen siitä, että sijoittamisella voi olla vaikutusta opintotukeen. Sen sijaan ei voida katsoa, että sijoittamisen vaikutusta opiskelijan opintotukeen tulisi käydä seikkaperäisesti lävitse.

antaa erityistä aihetta tarkastella edellä mainittuja kysymyksiä, huolellisesti toimivan vakuutusenantajan tulisi kiinnittää vakuutuksenottajan huomioita asiaa koskevien lisäselvitysten tarpeeseen. Koska tapauksessa lausunnonpyytäjät olivat nimenomaisesti kysyneet vakuutussäästön nostamisen vaikutuksesta A:n opintotukeen, olisi vakuutusenantajan edustajana toimineen pankkitoimihenkilön tullut varmistua neuvonsa paikkansa pitävydestä tai kehottaa A:ta selvittämään asia itse.

Sijoitustuotteen tarjoajan on siis tiedettävä nyt ja tulevaisuudessa perusasiat sijoitustuotteiden verokohtelusta. Oma-aloitteista yksityiskohtaista verotusta koskevaa tiedonantovelvollisuutta ei vaikuttaisi olevan, paitsi säästöhenkivakuutusten kohdalla. Tätä voidaan perustella sillä, että säästöhenki- (ja eläke)vakuutuksiin liittyy esimerkiksi perintöverotuksellisia erityisseikkoja, joita ei muihin sijoitustuotteisiin liity. Tällä voi olla merkitystä luonnollisten henkilöiden kannalta; sen sijaan yritysten ja etenkin ammattimaisten oikeushenkilömuotoisten sijoittajien kannalta merkitystä ei luonnollisestikaan ole.

Sijoitustuotteiden tarjoamista koskevien menettelytapojen yhdenmukaisuuden kannalta tämä ei ole kuitenkaan perusteltua. On erikoista, että yhden tuotteen osalta tuotteen tarjoajan täytyy antaa verotusta koskevat tiedot, mutta muiden tuotteiden osalta ei. Siten verotusta koskeva yleinen laintuntemis- tai selonottovelvollisuus koskee lähtökohtaisesti muita sijoittajia kuin säästöhenkivakuutuksen ottajaa. Tämä on omiaan myös sekoittamaan sijoittajaa. Jos sijoittaja on aiemmin esimerkiksi sijoittanut sijoitussidonnaiseen säästöhenkivakuutukseen ja saanut tuotteen verokohtelua koskevat tiedot, ja myöhemmin hän sijoittaa esimerkiksi kapitalisaatiosopimukseen tai rahastoon, sijoittajalle voi syntyä perusteltu odotus siitä, että hän saa myös tätä tuotetta koskevat verotiedot, vaikka näin ei olisikaan.

Koska verotuksellisten tietojen antaminen säästöhenkivakuutuksen osalta perustuu EU-direktiiviin,⁷³ kansallinen lainsäätäjä ei voi tästä velvollisuudesta poiketa. Toisaalta edellä mainitun VKL:n ratkaisun perusteella ei voida pitää poissuljettuna sitäkään, että myös kapitalisaatiosopimusten tiedonantovelvollisuuteen liittyy verotuksellisten seikkojen kertominen VSL:n nojalla. Sijoittajan huomion kiinnittäminen verotuksellisiin seikkoihin on kuitenkin aina perusteltua, kuten lautakunnat ovat katsoneet. Verotuksellisten tietojen antamista puoltaisivat myös lainsäädännön monimutkaisuus ja runsaus,⁷⁴ sijoitustuotteiden erilainen verokohtelu ja varsinkin se seikka, että sijoitustuotteiden verotus voi olla merkittävä tekijä sijoituspäätöksen tekemisessä.

Sinänsä mikään ei estä tuotteiden tarjoajia antamasta sijoittajille yksityiskohtaista informaatiota sijoitustuotteen verotuksesta. MiFID II:n ja IDD:n myötä si-

73. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/138/EY, annettu 25 päivänä marraskuuta 2009, vakuutus- ja jälleenvakuutus toiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta (Solvenssi II), 185 artikla.

74. Ks. esim. Mäkelä 2010, s. 225 ja Halila 2004, s. 27.

joitusneuvonnan kulut on eriteltävä asiakkaalle, mikä mahdollistaa sen, että tuotteen tarjoajan on helppo rätätelöidä neuvonta sijoittajan tarpeiden mukaiseksi ja tällöin on myös mahdollista antaa suurempaa korvausta vastaan veroneuvontaa. Yhdenmukaiset menettelytavat kaikkien sijoitustuotteiden myynissä olisivat toivottavia, vaikka tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden ulottaminen verotukseen ei sinällään välttämättä ole perusteltua.

Kuten todettu, vahvana lähtökohtana on edelleen sijoittajan laintuntemisvelvollisuus: jokaisella henkilöllä on lähtökohtaisesti vastuu tietää tai ottaa selvää itseään koskevasta sääntelystä.⁷⁵ Jos tuotteen tarjoaja kuitenkin antaa sijoittajalle virheellistä tietoa verotuksesta, sijoittajalla on oikeus luottaa tähän tietoon tuotteen tarjoajan asiantuntija-aseman perusteella.⁷⁶ Tällöin sijoitustuotteen tarjoajan virheellinen tiedonanto ei vapauta sijoittajaa veronmaksuvelvollisuudesta,⁷⁷ mutta voi johtaa siihen, että tuotteen tarjoaja on vahingonkorvausvastuussa aiheuttamastaan vahingosta.

Sijoittajan subjektiivisen tilanteen mukaan yleinen laintuntemisvelvollisuus voi tapauskohtaisesti supistua, jolloin tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus puolestaan korostuu.⁷⁸ Edellytyksenä on kuitenkin, että tuotteen tarjoaja on ollut

75. Samansuuntaisesti Wuolijoki, joka katsoo, että lähtökohtaisesti on syytä suhtautua pidättyvästi tiedonantovelvollisuuden laajentamiseen sijoitustoiminnan ydinalueen ulkopuolelle. Kuitenkin esimerkiksi yksityishenkilöiden kohdalla verotuksen pääpiirteistä informointi ei ole poissuljettua sen ollessa suhteellisen suoraviivaista, mutta yhteisöjen kohdalla asia on toisin. Sama koskee sosiaalitutkia. Wuolijoki 2009, s. 195.

76. Vastaavasti ks. esim. Norros 2015, s. 257 ja Wuolijoki 2009, s. 451.

77. Oikeuserehdystä koskevat siviilioikeudelliset tilanteet kohdistuvat yleensä yksityisten tahojen välisiin suhteisiin. Tällöin osapuolen oikeuserhdys on poikkeuksellisesti voinut jopa johtaa oikeustoimen pätemättömyyteen, etenkin jos osapuolta on johdettu harhaan (Halila 2004, s. 37–42). Nyt tarkasteltavissa tilanteissa osapuolten väliset suhteet ovat kuitenkin toisenlaiset: tilanteessa on kyse asiantuntija-asemassa olevan tuotteen tarjoajan tiedonannosta sijoittajalle koskien julkisen (valtio) ja yksityisen (sijoittaja) välistä velvollisuutta. Rikosoikeudellisessa tarkastelussa oikeuserhdys voi olla käsillä esimerkiksi silloin, jos viranomainen on antanut virheellistä informaatiota. Tällöin tiedonannon on täytynyt kohdistua sellaiseen seikkaan, jossa viranomaisella on asiantuntemus. Sen sijaan, jos virheellistä tietoa on antanut esimerkiksi asianajaja tai muu oikeudellinen neuvonantaja, erehtynyt taho ei voi vapautua rangaistusvastuusta tällä perusteella (Frände 2007, s. 209–210).

78. Tämä ei ole mitenkään poikkeuksellista, vaan asiantuntijan tiedonantovelvollisuus voi laajentua koskemaan etenkin asiakkaan kannalta haitallisia seuraamuksia. Veroseuraamus voi olla tyyppillisesti tällainen, Mäkelä 2010, s. 226. Ks. myös korkeimman oikeuden ratkaisu KKO 2001:128. Tapauksessa A oli sopinut puolisonsa kanssa, että A luovuttaa puolisolleen yhtiöosuutensa heidän puoliksi omistamassaan kommandiittiyhtiössä. A oli antanut luovutukseen liittyvien asiakirjojen laatimista koskevan toimeksiannon tilitoimistolle, joka oli ollut kommandiittiyhtiön pitkäaikaisessa muun muassa kirjanpito- ja verosuunnittelua käsittävissä sopimussuhteessa. Vaikka toimeksianto ei ollut käsittänyt luovutuksesta aiheutuvien veroseuraamusten selvittämistä, tilitoimistolla katsottiin korkeimman oikeuden tuomiossa lausutuilla perusteilla olleen velvollisuus varoittaa A:ta luovutuksesta aiheutuvista veroseuraamuksista. Eri mieltä olevan oikeusneuvoksen mukaan tilitoimisto ei ollut velvollinen kertomaan veroseuraamuksista, koska se ei kuulunut asiakkaan ja toimiston väliseen toimeksiantoon.

tietoinen niistä erityisesteistä, jotka sijoittajaa koskevat. Täysin kokemattoman sijoittajan yllättäen saama suuri sijoitusomaisuus voi olla esimerkiksi tällainen erityislaatuinen tilanne. Lisäksi, jos tällaisessa tilanteessa aloite sijoituspalvelun tarjoamiseen on tullut tuotteen tarjoajalta, on perusteltua katsoa, että tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus voi korostua. Sijoitustuotteen tarjoajan puolelta tullut aloitteellisuus sijoittamiseen ei yksinään liene riittävä peruste tiedonantovelvollisuuden korostumiseen. Jos kyseessä on täysin kokematon sijoittaja, aloitteellisuuden voidaan katsoa olevan korostamiseen vaikuttava seikka, sillä tällaisessa tilanteessa asiakkaalla ei välttämättä ole minkäänlaista tietoa sijoittamisen veroseuraamuksista.

Lähtökohtaisesti on perusteltua olettaa, että ammattimaisen asiakkaan statuksen saavia yhteisöjä koskee poikkeuksetta yleinen laintuntemisvelvollisuus.⁷⁹ Näkökantaa tukee se, että laintuntemisvelvollisuus on edelleen vahva periaate ei-ammattimaisten ja kuluttajien osalta, minkä vuoksi suhtautuminen on luonnollisesti tiukkaa myös ammattimaisten asiakkaiden osalta, joilla on paremmat resurssit voimassa olevan lain sisällön selvittämiseen. Lisäksi kynnys ammattimaisen asiakkaan laintuntemisvelvollisuuden supistumiseen tapauskohtaisesti lienee varsin korkea.⁸⁰

4. Sijoittajan subjektiiviset ominaisuudet tietämykseen vaikuttajina

Aiemman sijoituskokemuksen lisäksi sijoittajan tietämys sijoittamisesta ja rahoitusmarkkinoista voi perustua esimerkiksi tämän koulutukseen, ammattiin tai harrastukseen, joiden johdosta sijoittajan oletetaan tuntevan rahoitusmarkkinoiden toiminnan lainalaisuuksia ja ymmärtävän hänelle annettua tietoa sijoitustuotteesta.⁸¹ Sijoitustuotteen asianmukaisuus- ja soveltuvuusarvioinneissa

79. Samansuuntaisesti Wuolijoki 2009, s. 356 ja Norros 2015, s. 241.

80. Tilanne voisi esimerkiksi olla käsillä, jos veroviranomainen on antanut verotuksesta ammattimaiselle asiakkaalle virheellistä tietoa tai verotusta koskeva säännös on hyvin tulkinnanvarainen. Tilanne aktualisoitunee kuitenkin verrattain harvoin. Vertailun vuoksi esimerkiksi Rovaniemen hovioikeus katsoi tuomiossaan (16/114726, annettu 13.4.2016), että vetoaminen ilmoitusvelvollisuussääntelyn epäselvyyteen ja tietämättömyyteen yleishyödyllisen yhteisön arvonlisäverovelvollisuudesta ei vapauttanut hallituksen puheenjohtajaa ja varapuheenjohtajaa veropetostuomioilta, vaan A:lla ja B:llä oli ollut myös selonottovelvollisuus yhdistyksen verovelvollisuudesta.

81. Wuolijoki käyttää väitöskirjassaan esineoikeudessa käytettyä terminologiaa ”tietämis- ja selonottovelvollisuuksien subjektiivinen täsmentäminen”. Finanssipalvelukontekstissa se voidaan määritellä siten, että lähtökohtaisesti asiakasryhmä (ammattimainen/ei-ammattimainen asiakas) määrittelee asiakkaan tietämis- ja selonottovelvollisuuden tason, mutta asiakkaan

tuotteen tarjoajan on selvitettävä sijoittajan kokemuksen lisäksi tämän tietämys, minkä on komission asetuksen 2017/565/EU mukaan sisällettävä tiedot asiakkaan koulutustasosta ja ammatista sekä tarvittaessa tieto asiakkaan aiemmasta ammatista.⁸²

On selvää, että jos ei-ammattimainen sijoittaja on opiskellut esimerkiksi rahoitusta tai taloustiedettä tai hän työskentelee rahoitusmarkkinoihin liittyvässä työssä, kuten analyttikkona, hänen tietotasonsa sijoittamisesta oletetaan olevan korkeampi kuin sellaisen henkilön, jolla tällaista koulutusta tai ammattia ei ole. Mutta miten tulisi arvioida sijoittajan ammattia tai koulutusta muutoin? Lautakuntakäytännössä⁸³ on kiinnitetty huomiota siihen, että elinkeinotoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden edustajilla on yleensä katsottava olevan taloudellisen toiminnan lainalaisuuksista ja niihin liittyvistä riskeistä keskimääräistä paremmat tiedot ja käsitys. Lisäksi yritysten lukuun toimivilta henkilöiltä voidaan lautakunnan mukaan edellyttää kuluttajaa parempia valmiuksia perehtyä sopimukseen ja sopimusehtoihin sekä ymmärtää niiden merkitystä suunnitteilla olevien oikeustoimien kannalta.⁸⁴

Ratkaisussa APL 45/2007 sijoittaja oli sijoittanut lainarahalla obligaatioon eikä omien sanojensa mukaan ollut ymmärtänyt, miten yleinen korkotaso vaikuttaa obligaatoin arvoon. Sijoittajalla oli ollut ennestään laaja sijoituskokemus, johon kuului muun muassa sijoituksia indeksidonnaisiin joukkovelkakirjalainoihin. Lisäksi sijoittaja toimi pörssiyrityksen toimitusjohtajana, mikä on lautakunnan mukaan vaikuttanut siihen, että sijoittajan sijoitustietämys ja ymmärrys yritystoiminnasta on ollut tavanomaista laaja-alaisempaa ja merkittävämpää. Tämä on vaikuttanut tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen supistavasti.⁸⁵ Siksi lautakunta on katsonut, että kyseisen

subjektiiviset ominaisuudet voivat siirtää velvollisuuksien tasoa puoleen ja toiseen. On toki huomattava, että asiakkaan subjektiivisia ominaisuuksia otetaan jo huomioon myös asiakasluokittelussa, Wuolijoki 2009, s. 365. Subjektiivisten ominaisuuksien vaikutuksesta, ks. myös Kari Hoppu, Sijoituspalvelusopimukset. WSOYpro 2009, s. 256.

82. Vastaava määräys on ollut Finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa jo ennestään. Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 16/2013: Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat, s. 26, kohta 64.

83. Näin esimerkiksi ratkaisuissa VKL 407/2006 ja VKL 355/2009.

84. Vakuutuksen hakijan subjektiivisten ominaisuuksien, kuten ammatin ja koulutuksen, huomioon ottaminen ei ole vakuutusopimuksissa uutta. Huolimatta IDD:stä, vakuutusopimusta laista annetun hallituksen esityksen mukaan vakuutuksenantajan on jo aiemmin ollut kiinnitettävä huomiota hakijan yksilöllisiin olosuhteisiin silloin, kun vakuutuksen ottaminen perustuu vakuutuksen hakijan ja vakuutuksenantajan edustajan välisiin keskusteluihin vakuutuksenottajalle sopimuksen sisällöstä syntyneen käsityksen arvioinnissa. Jos toisaalta vakuutuksenottajalla on vakuutusalan erityistuntemusta, voidaan ottaa huomioon paitsi se, mitä hän tiesi, myös se, mitä hänen olisi asiantuntemuksensa perusteella pitänyt tietää. Voidaan esimerkiksi edellyttää, että vakuutusikäytäntöä hyvin tuntevan henkilön olisi pitänyt ymmärtää oikein vakuutuksen sisältö, vaikka vakuutuseseite objektiivisesti arvioiden antaisikin siitä harhaanjohtavan kuvan, HE 114/1993 vp, s. 29–30.

85. On huomattava, että ajankohtana, jolloin tuote on myyty, on voimassa ollut eri lainsäädäntö kuin nyt. MiFID II -säännösten myötä tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus on jokaista

asiakkaan on tullut ymmärtää obligaatioon sijoitustuotteena liittyvät tekijät ja riskit sijoituspalveluntarjoajan taholta annettujen tietojen perusteella. Lautakunta on kuitenkin ratkaisussaan todennut, että sijoittajalle annettu markkinointiesite ei ole riittävän selkeä ja kattava tuotetta kuvaavien riskien osalta. Lautakunnan näkemyksen mukaan markkinointiesitteessä olisi tullut tarkemmin yksilöidä muun muassa korkotekijän vaikutuksia obligaation jälkimarkkinahintaan sekä korkoriskin vaikutuksia sijoitustuotteeseen ylipäättään. Tästä huolimatta lautakunnan lopputulos oli se, että tuotteen tarjoaja ei ole markkinoinut tuotetta harhaanjohtavasti eikä ole vastuussa sijoittajalle aiheutuneesta tappiosta.

Ratkaisussa ei kuitenkaan suoraan kerrota, miten tähän lopputulemaan on päädytty. Oletettavasti lautakunta on katsonut, että sijoittajan on sijoituskokemuksensa ja asemansa perusteella täytynyt tietää yleisen korkotason muutosten vaikutukset obligaation arvoon, vaikka näitä tietoja ei hänelle ole annettu. Sinänsä vaikuttaisi perustellulta, että osakeyhtiön toimitusjohtaja tietää yleisen korkotason muutosten aiheuttamat seuraukset esimerkiksi rahoitusvälineiden, kuten velkakirjalainojen tai osakkeiden, arvoon. Sen sijaan, jos kyseessä olisi ollut kokematon ja tietämätön sijoittaja, ei tällaista vaatimusta voi edellyttää.⁸⁶ On kuitenkin huomattava, että KKO ei ole ratkaisussaan KKO 2015:93 ottanut kantaa siihen, että sijoittaja oli osakeyhtiön – joskin pienen sellaisen – toimitusjohtaja ja omistaja.

Tapauksessa KKO 2015:93 A oli sijoittanut 500 000 euroa suuren kansainvälisen rahoitusyhtiön liikkeelle laskemaan obligaatioon, jota oli B Oy:n järjestämässä tilaisuudessa markkinoitu pääomaturvattuna. Markkinointiesitteessä ei ollut mainintaa liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyyteen liittyvästä niin sanotusta liikkeeseenlaskijariskistä, mutta siinä todettiin, ettei obligaatioon tullut sijoittaa tutustumatta tuotteen arvopaperimarkkina-alueella tarkoitettuun esitteeseen, josta sanottu riski ilmeni. A ei ollut tutustunut esitteeseen. Liikkeeseenlaskija meni konkurssiin, ja A menetti osan sijoittamastaan pääomasta. KKO katsoi markkinoinnin totuudenvastaiseksi tai harhaanjohtavaksi ja velvoitti B Oy:n korvaamaan A:lle aiheutuneen vahingon.

Tapausta käsitellään tarkemmin artikkelin II osassa, mutta jo nyt voidaan todeta, että toisin kuin APL ja VKL ratkaisuisissaan, KKO ei ole pitänyt merkityksellisenä, että sijoittaja A toimi pienen osakeyhtiön toimitusjohtajana ja omistajana. KKO on arvioinut A:ta ainoastaan sijoittajana eikä ottanut kantaa muihin subjektiiv-

sijoittajaa kohtaan yhtä laaja, oli kyseessä sitten kokenut tai kokematon sijoittaja.

86. Se, miten yleisen korkotason muutokset vaikuttavat eri sijoitusinstrumenttien arvoon, ei ole aivan yksinkertainen tapahtumakulku, vaan vaatii ymmärrystä muiden sijoittajien käyttäytymisestä markkinoilla. Esimerkiksi Kalmin ja Ruuskanen teettämässä tutkimuksessa vastaajista vain 24 % tunnisti vääräksi väitteen, jonka mukaan yleisen korkotason noustessa joukkovelkakirjalainojen arvo nousee, Panu Kalmi – Olli-Pekka Ruuskanen, *Suomalaiset pärjäävät taloudellisessa tietämyksessä ja käyttäytymisessä hyvin suhteessa muihin maihin*, Kansantaloudellinen aikakauskirja 1/2016, s. 6–21, 10–11.

siin ominaisuuksiin. KKO kuitenkin painottaa ratkaisussaan sitä, että sijoittajan voidaan yleisesti olettaa ymmärtävän, että velallisen maksukyvyttömyystilanteissa on riski menettää sijoitettu pääoma. Lähtökohtaisesti voitaisiin ajatella, että yritystoiminnan johdossa oleva henkilö ymmärtäisi tämän vieraan pääoman ehtoiseen sijoitukseen liittyvän riskin paremmin kuin niin sanottu maallikko, mutta KKO:n ratkaisuun lienee vaikuttanut se, että obligaatio oli strukturoitu sijoitusobligaatioksi, mikä on hämärtänyt tuotteen ydinpiirteitä. Asiaan vaikuttaa lisäksi luonnollisesti se, missä tosiasiallisissa käytännön työtehtävissä henkilö on toiminut. Jos henkilö on esimerkiksi osakeyhtiön toimitusjohtaja tai vastaavassa korkeassa asemassa yhtiön palveluksessa oleva henkilö, voidaan hänen olettaa tuntevan taloudellisen toiminnan lainalaisuudet peruslähtökohdiltaan, kuten edellä mainitussa lautakuntatapauksessa on ollut. Toisaalta tilanne voi olla myös sellainen, että vaikka näyttäisi näennäisesti siltä, että henkilöllä tulisi olla esimerkiksi työtehtäviensä puolesta tietty tietämystaso, ei näin kuitenkaan aina ole.⁸⁷

Ammatin lisäksi sijoittajan tietämys voi perustua esimerkiksi tämän koulutukseen. Tapauksen APL 391/2009 perusteluissa lautakunta katsoi, että sijoittajalla oli sijoituskokemuksensa – joka tosin koski vain yksityistä osakesijoittamista – ja koulutuksensa vuoksi ollut mahdollisuus ymmärtää hänelle CDO-lainasta⁸⁸ annetut tiedot. Tapauksessa sijoittaja oli koulutukseltaan ekonomi, joka ei tosin ollut työskennellyt lainkaan rahoitusallalla. Tästä huolimatta APL katsoi, että kauppatieteellinen korkeakoulututkinto on sellainen, joka antaa perustiedot rahoitusmarkkinoiden toiminnasta.⁸⁹

Myös muilla subjektiivisilla ominaisuuksilla kuin sijoittajan ammatilla ja koulutuksella voi olla merkitystä. Arviointi on aina tapauskohtaista. Sijoittajan ymmärryskykyyn on voinut vaikuttaa esimerkiksi jokin terveydentilaan vaikuttava tekijä. Sijoittajan korkeampi ikä ei ole varma osoitus siitä, että sijoittajan ymmärryskyky olisi heikompi kuin nuoremman sijoittajan, mikä on tullut ilmi

87. Näin esim. tapauksessa VKL 462/2009, jossa vakuutuksenottaja on ollut entiseltä ammatiltaan lähes 25 vuoden ajan pankkitoimihenkilö. Koska tapauksessa ei ollut kuitenkaan selvitystä siitä, oliko kyseinen henkilö työskennellyt vakuutus- ja sijoitussopimusten parissa, lautakunnan mukaan ei voitu katsoa, että henkilön olisi pitänyt olla selvillä juuri sijoitussidonnaisen vakuutukseen liittyvistä riskeistä aikaisemman ammattinsa perusteella.

88. CDO-laina (collateralized debt obligation) on vaihtuvakorkoinen joukkovelkakirjalaina, jossa sijoittaja ottaa liikkeeseenlaskijariskin lisäksi kannettavakseen tuotteen viitesalkussa olevien yhtiöiden luottoriskiä. Tuotteessa on eri tuotto- ja riskitasoja, joita sijoittaja voi merkitä. CDO-lainoja myytiin yksityisille sijoittajille 2000-luvun puolivälin jälkeen varsin runsaasti.

89. Ks. myös Ahvenanmaan käräjäoikeuden ratkaisu 29.6.2010 10/625, jossa käräjäoikeus kiinnitti huomiota sijoittajan ammattiin ja koulutukseen (ekonomi ja KHT-tilintarkastaja) arvioidessaan sijoittajan kykyä ymmärtää sijoitustuotteen ominaisuuksia.

sekä APL:n⁹⁰ että VKL:n⁹¹ ratkaisuisissa. Tällaisten ymmärryskykyyn mahdollisesti vaikuttavien seikkojen on oltava sellaisia, jotka ovat joko olleet sijoitustuotteen tarjoajan tiedossa jo etukäteen, tämän havaittavissa tai jotka sijoittaja itse tuo esille. Tuotteen tarjoaja voi myös tietyissä tilanteissa joutua korostamaan jotakin ehtoa tai seikkaa asiakkaan subjektiivisten ominaisuuksien vuoksi. Siten tämän kaltaiset subjektiiviset ominaisuudet voivat ennen kaikkea toimia tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuutta tai tiedonantotapaa korostavasti.⁹²

SPL:n mukaisen ammattimaisen asiakkaan arvioinnissa tilanteissa, joissa ei-ammattimainen asiakas haluaa tulla kohdelluksi ammattimaisena, lähtökohdiana on sijoituspalveluyrityksen arvioinnin lisäksi se, onko asiakkaalla laajahko sijoituskokemus ja/tai työkokemusta rahoitusallalla. Lisäksi ammattimaisten asiakkaiden kohdalla soveltuvuusarvioinnin osalta asetuksen 2017/565/EU 54 artiklan mukaan sijoituspalvelun tarjoaja voi olettaa, että ammattimaisella asiakkaalla on *tarvittava kokemus* ja tietämys *riskien ymmärtämiseksi* sellaisista tuotteista, liiketoimista ja palveluista, joiden osalta se on luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi.

Vastaavasti asianmukaisuusarvioinnin osalta asetuksen 2017/565/EU 56 artiklan mukaan sijoituspalveluyritys voi olettaa, että ammattimaisella asiakkaalla on *riittävä* kokemus ja *tietämys* sellaisiin sijoituspalveluihin, liiketoimiin tai liiketoimi- tai tuotelajeihin liittyvien riskien ymmärtämiseksi, joiden osalta se on luokiteltu ammattimaiseksi asiakkaaksi. Siten ammattimaisella asiakkaalla oletetaan olevan jo lähtökohtaisesti korkeampi ymmärrystaso riskien osalta kuin ei-ammattimaisella asiakkaalla. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö ammattimaiselle asiakkaalle tulisi antaa riskeistä tietoa, sillä sanottu kohta koskee vain riskien ymmärryskykyä. Lähtökohtaisesti kuitenkin ammattimaisen asiakkaan tietämys on subjektiivisten ominaisuuksien vuoksi korkeampi kuin ei-ammattimaisen.

90. APL:n ratkaisuisissa on otettu kantaa sijoittajan ikään ja iästä johtuvaan mahdolliseen ymmärryskyvyn heikkenemiseen. Korkorahastosijoituksia koskevassa ratkaisussa APL 79/2009 lautakunta on todennut, ettei ikä ole tae siitä, että asiakkaan ymmärryskyky olisi heikompi. Näin myös tapauksessa APL 197/2006.

91. Ks. esim. VKL 57/2009.

92. Wuolijoki katsoo, että asiakkaan subjektiiviset ominaisuudet eivät voi juurikaan lisätä (pankin) tiedonantovelvollisuutta, sillä tiedonantovelvoite on yleensä niin kattava jo itsessään, ettei sitä voine enää lisätä. Sen sijaan esimerkiksi yksilöllisissä neuvontatilanteissa informointivelvollisuus voi kuitenkin korostua. Wuolijoki 2009, s. 369. Vaikka tiedonantovelvollisuus on hyvin pitkälti standardisoitua, voi tuotteen tarjoajalle syntyä kuitenkin velvollisuus korostaa tiettyjä seikkoja. Näin oli esimerkiksi tapauksessa VKL 827/2009, jossa VKL on todennut, että ottaen huomioon vakuutuksenottajan iäkkyys olisi vakuutukseen liitettävän indeksilainan pääomaturvian puuttumista kuolemantapauksessa pitänyt korostaa. Lautakunnan mukaan kysymys on ollut seikasta, jonka vuoksi indeksilainan soveltuvuus yli 70-vuotiaalle vakuutuksenottajalle on ollut kyseenalainen ja hänen halukkuutensa liittää vakuutukseen juuri indeksilainana olisi tästä syystä tullut huolellisesti toimien erikseen varmistaa. Myös ESMA on ohjeissaan painottanut, että asiakkaan ikä on yleensä tärkeä tieto arvioitaessa sijoituksen soveltuvuutta, ks. Ohjeet MiFIDin soveltuvuusvaatimuksista eräiltä osin, ESMA/2012/387, s. 6.

timaisen asiakkaan, minkä vuoksi SPL:n ja VSL:n tiedonantoero ammattimaisille asiakkaille ei välttämättä näyttäytykään enää niin suurena, koska SPL:n mukaisella tiedonantovelvollisuudella ei välttämättä ole niin suurta merkitystä ammattimaisen asiakkaan osalta tämän lähtökohtaisen statuksen vuoksi.

5. Artikkelin I osan johtopäätökset

Sijoittajan tietämisvelvollisuutta voidaan arvioida useilla eri tasoilla. Tarkasteltaessa tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuutta sopimusoikeudellisena sääntelynä tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus supistaa lähtökohtaisesti sijoittajan omaa tietämisvelvollisuutta ja oma-aloitteista selontottovelvollisuutta. Tällöin tarkastelussa voidaan huomata, että ei-ammattimaisten asiakkaiden tietämisvelvollisuus on sekä sijoitusvakuutuksissa että rahoitusvälineissä lähtökohtaisesti samanlainen. Sen sijaan ammattimaisten asiakkaiden tietämisvelvollisuuden taso näyttäisi poikkeavan sijoitusvakuutusten ja rahoitusvälineiden välillä SPL:n ja VSL:n nojalla, sillä SPL:n mukainen tiedonantovelvollisuus on ammattimaiselle asiakkaalle laajempi.

Toiseksi voidaan tarkastella sitä, mitä sijoittajan tulee tietää yleisen laintuntemisvelvollisuuden nojalla. Tällöin huomio kiinnittyy sellaiseen tietoon, joka ei kuulu tiedonantovelvollisuuden piiriin. Laintuntemisvelvollisuus pätee sekä ammattimaisiin että ei-ammattimaisiin asiakkaisiin, mutta ei-ammattimaisen sijoittajan yleinen laintuntemisvelvollisuus voi tapauskohtaisesti supistua. Sen sijaan ammattimaisten asiakkaiden laintuntemisvelvollisuuden on katsottava olevan laaja ja väistyvän vain todella poikkeuksellisissa tilanteissa.

Kolmanneksi voidaan tarkastella sijoittajan subjektiivisia ominaisuuksia, joista tärkeimmät ovat sijoitustietämys ja -kokemus, joista tässä artikkelissa on tarkasteltu sijoittajan sijoitustietämystä. Jos ei-ammattimaisen sijoittajan tietämys on esimerkiksi ammatin tai koulutuksen vuoksi korkeampi, on sijoittajalle asetettava tietämisvelvollisuuskin tilannekohtaisesti myös korkeampi. Ammattimaisilla asiakkailla myös tämän osa-alueen voidaan katsoa olevan korkeampi kuin ei-ammattimaisten asiakkaiden. Tähän vaikuttaa se, että ammattimaisen asiakkaan statuksen saamiseksi oletuksena on, että sijoittajalla on sijoitustietämystä ja/tai -kokemusta. Edellä oleva tarkastelu tarkoittaa, että vaikka sijoituspalvelulain tiedonantovelvollisuussäntelyn nojalla ammattimainen ja ei-ammattimainen sijoittaja näyttäisivät olevan samalla lähtötasolla tietämisvelvollisuuden osalta, ne eivät välttämättä sitä ole.

Sijoittajan aiemmalla sijoituskokemuksella lienee lisäksi merkitystä arvioidessa, mitä sijoittajan pitäisi tietää tai ymmärtää sijoittamisesta. Toinen asiaan liittyvä kysymys on, pitääkö täysin kokemattoman sijoittajan tietää jotakin si-

joittamisesta? Kuuluuko jokaisen henkilön niin sanotun yleistietämyksen piiriin esimerkiksi se, että oman ja vieraan pääoman ehtoisissa sijoituksissa on vaara menettää sijoittamansa pääoma? Entäpä esimerkiksi riskin ja tuoton välinen yhteys? Tätä problematiikkaa käsitellään artikkelin seuraavassa osassa.

Investor's duty to know and understand – Part I

MARJA LUUKKONEN, LL.M., M.Sc. (Econ. & Bus. Adm.), Doctoral Candidate, University of Helsinki

The author discusses what an investor should know or understand about an investment product based on either the general obligation to know the law (*ignorantia juris nocet*), profession or education. According to the Act on Investment Services (747/2012) and the Act on Insurance Contracts (543/1994), an investment product provider has, among other things, extensive disclosure duties to the investor before the investor makes the investment decision and purchases the investment product. Thus, in principle, the investor should not have any inherent obligation to know anything about the investment product before receiving the information from the product provider. However, the extent of the obligation to provide information to the investor depends on whether the investor is defined as a retail or a professional customer. In respect to this, the legislation is inconsistent and even confusing: The disclosure duty according to the Act on Investment Services applies to all customers, whereas the disclosure duty regarding unit-linked insurance policies and capital redemption policies mainly applies to retail customers. Thus, it seems that a professional investor investing in a unit-linked insurance policy needs to know more than a professional investor investing in products governed by the Act on Investment Services. Moreover, the general obligation to know the law is still a strong principle in Finnish jurisprudence. For example, questions concerning the taxation of an investment product fall under this principle. Thus, as a starting point the investor should self know how an investment product is taxed. However, this principle does not apply to unit-linked life insurance policies; due to the Solvency II Directive, the product provider must provide tax information for both a retail and a professional customer. Regardless of the said principle, it is also a matter of interpretation whether providing tax information on an investment product is a part of the general disclosure duty of the product provider. The investor's general obligation to know or to acquire knowledge may also vary on a case-by-case basis depending on the investor's subjective situation.