

Järkevän sijoittajan monet kasvot

HAKUSANAT: Arvopaperimarkkinaoikeus, järkevä sijoittaja, tiedonantovelvollisuus

1. Johdanto

Järkevä sijoittaja on keskeinen kansainvälinen arvopaperimarkkinaoikeudellinen käsite. Se on standardi, jonka avulla arvioidaan muun muassa sisäpiiritiedon julkistamistarvetta ja yrityksen tiedonantovelvollisuutta. Se toimii kriteerinä sille, millainen informaatio on olennaista. Julkistamisvelvollisuus on liitetty erityisesti seikkoihin, joita järkevä sijoittaja pitäisi merkityksellisinä. Epäolennaisten seikkojen julkistaminen voisi johtaa hallitsemattomaan informaatiotulvaan, joka estäisi rationaalisen päätöksenteon markkinoilla. Siksi on oltava ennakkonäkemys siitä, millaiselle sijoittajalle sääntely laaditaan.

Järkevän sijoittajan keskeisyydestä huolimatta sen ominaisuuksia ei ole lainsäädännössä määritelty tyhjentävästi. Oikeuskirjallisuudessaakaan ei ole päästy käsitteen merkityksestä yksimielisyyteen.¹ Juridiikan lisäksi määritelmän etsimisessä voidaan hyödyntää myös muita tieteenaloja, sillä esimerkiksi yksilön käyttäytyminen epävarmuutta sisältävissä valintatilanteissa ja sijoituskohteen tai yrityksen arvonmääritys eivät ole yksin juridisin välinein ratkaistavissa olevia ongelmia. Järkevän sijoittamisen lähtökohtia voidaan etsiä erityisesti rahoitusteorianta. Järkevän sijoittajan voidaan olettaa tietävän sijoittamisen peruslähtökohdat, kuten riskin ja tuoton suhteen. Mutta voidaanko järkevä sijoittaja määritellä esimerkiksi maltilliseksi riskinkaihtajaksi tai riskiä sietäväksi voitonmaksimoijaksi? Onko hän lyhyt- vai pitkäjänteinen?

Kontribuutiota ongelmanratkaisuun tarjoaa myös taloustiede. Oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa on jo pitkään hyödynnetty taloustiedettä ottamalla sen malleja, metodeja ja olettamuksia lainsäädännön tarkoituksenmukaisuuden

* Marika Salo, KTT, tutkijatohtori, Vaasan yliopisto; Jukka Oksaharju, KTM, tohtorikoulutettava, Vaasan yliopisto.

1. Ks. esim. Tom C. W. Lin, Reasonable Investor(s). Boston University Law Review Vol. 95 2015, s. 461–518, 466. Vrt. Mårten Knuts, Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Talentum 2011, s. 106–108 ja Kai Kotiranta, Sisäpiiritiedon syntyminen. Kontekstuaalinen tulkinta. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2014, s. 87.

arviointiin.² Taloustiedettä on hallinnut käsitys taloudellisten päätösten tekijöistä rationaalisina kaiken olennaisen informaation omaavina ja tehokkaasti omaa etuaan maksimoivina yksilöinä.³ Tällainen kuva yksilöstä on kuitenkin erityisesti 2000-luvun aikana haastettu johtuen sen puutteellisesta selityskyvystä riskiä sisältävissä valintatilanteissa. On esimerkiksi havaittu, että taloudellisia päätöksiä tekevät yksilöt ovat systemaattisten psykologisten virheiden tekijöitä ja heuristiikkojen uhreja.⁴ Näitä tekijöitä selittävien käyttäytymistaloustieteellisten tutkimusten soveltaminen oikeustieteellisten kysymysten ratkaisemiseksi on muodostanut metodin psykologiseen oikeustaloustieteseen.⁵

Arvopaperimarkkinoilla sijoitus pohjautuu sijoittajayksilön päätökseen. Sijoituspäätös on valinta. Se tehdään maailmassa, joka ilmenee yksilöiden ennakko-oletuksissa ja kokemuksissa eri tavoin. Sijoittava yksilö voidaan nähdä yhdistelmänä rationaalisuutta ja inhimillisyyttä.

Tässä artikkelissa eri tieteenalojen yhteinen rajapinta on yksilön taloudellinen päätöksentekoprosessi. Tutkimuskokonaisuus luo yhden tieteenalan piirissä tehtyä katsausta tarkoituksenmukaisemman kuvan järkevästä sijoittajasta. Monitieteisyydellä on osoitettavissa erilaisten taloudellisten päätöksentekijöiden jo toteutettu kategorisointi arvopaperimarkkinaoikeuden ulkopuolella. Tässä artikkelissa monitieteellisyyden hyödyntäminen rajautuu näiden erilaisten taloudellisten toimijoiden luokitteluiden tunnistamiseen. Tämän avulla konkretisoituu myös arvopaperimarkkinaoikeudellinen tarve sijoittajien luokittelulle. Luokittelua voidaan hyödyntää järkevän sijoittajan standardin soveltamisessa.

Lopulta riippuu sijoittajan preferensseistä, millainen informaatio on juuri hänen päätöksenteolleen merkityksellistä. Arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän sijoittajan käsitteellinen rooli eräänlaisena ”keskiarvosijoittajana” peittää taakseen sen, että erilaiset sijoitusstrategiat omaavat sijoittajat tarvitsevat päätöksensä perusteiksi käytännössä erityyppistä informaatiota. Monimuotoisen järkevän sijoittajan standardin sovellusala on arvopaperimarkkinaoikeudessa laaja aina tiedonantovelvollisuudesta ja sijoitusneuvonnasta sijoitustuotteiden suunnitteluun saakka. Tutkimustulosten merkittävyyttä kuvastaa se, että merkityksellisen informaation avulla lopulta kaikkien sijoittajien päätöksenteko muodostaa tasapainon – yrityksen tehokkaan hinnoittelun.

2. Jerzy Stelmach – Bartosz Brozek, *Economic Analysis of Law. Methods of Legal Reasoning*. Springer 2006, s. 92–105.

3. Eliot Roy Weintraub, *Neoclassical Economics*. The Concise Encyclopedia of Economics, 2002. Saatavilla osoitteessa <http://www.econlib.org/library/Enc1/NeoclassicalEconomics.html>.

4. Hersh Shefrin, *A behavioral approach to asset pricing*. Academic Press 2008, s. 551.

5. Psykologisen oikeustaloustieteen käsitteestä Kalle Määttä, *Oikeustaloustieteellinen näkökulma kotimaiseen lainvalmisteluun*. Oikeuspoliittisen tutkimuslaitoksen tutkimuksia 2009. Ks. metodista Avishalom Tor, *The Next Generation of Behavioral Law and Economics*. European Perspectives on Behavioural Law and Economics. Springer 2009, s. 20–21.

2. Järkevä sijoittaja arvopaperimarkkinoita läpileikkaavana standardina

2.1. Järkevän sijoittajan standardin rooli arvopaperimarkkinoilla

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely liittyy monelta osin sijoittajan aseman turvaamiseen ja sijoittajan näkökulman huomioimiseen. Sijoittajan käsitteelle on tällöin oletettu tietty sisältö. Järkevän sijoittajan standardia hyödynnetään erityisesti jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja sisäpiiritiedon arvioinnissa. Informaation julkaisuvelvollisuus on kytketty siihen, olisiko informaatiolla merkitystä järkevän sijoittajan päätöksenteossa. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (EU N:o 596/2014, MAR) 7 artiklan mukaan julkaisuvelvollisuutta voidaan arvioida sen pohjalta, käyttäisikö järkevästi toimiva sijoittaja informaatiota todennäköisesti yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.

Arvopaperimarkkinoiden yksi keskeinen tehtävä on informaatiovälitys. Informaatio mahdollistaa arvopapereiden oikean hinnoittelun. Eri markkinatoimijoille on siksi asetettu tiedonantovelvollisuuksia. Erityisesti nämä velvollisuudet koskevat arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita ja sijoituspalveluiden tarjoajia. Koska markkinoilla vallitsee luontaisesti informaation epäsymmetria, on arvopaperimarkkinasääntelyn tehtävänä tasata sitä ja estää enemmän tietävää osapuolta hyväksikäyttämästä tiedollista ylivoimaansa.⁶

Epäsymmetriaa ja sen mahdollistamaa informaation väärinkäyttöä ehkäistään sääntelyllä. Tämä sääntely siirtyi kesällä 2016 arvopaperimarkkina-asta (746/2012, AML) markkinoiden väärinkäyttöasetukseen, MAR:iin. Markkinoiden väärinkäyttö sisältää muun muassa sisäpiirikaupat, sisäpiiritiedon laittoman ilmaisemisen ja markkinoiden manipuloinnin.⁷

MAR 7 artiklassa sisäpiiritiedolla tarkoitetaan rahoitusvälineeseen tai liikkeeseenlaskijaan liittyvää, luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, jolla julkistettuna olisi todennäköisesti huomattava vaikutus kyseisen rahoitusvälineen hintaan. Markkinoiden manipulointi puolestaan voi ilmetä väärin tai harhaanjohtavien tietojen tai signaalien antamisena rahoitusvälineen hinnasta.

Arvopaperimarkkinaoikeudellisia tiedonantovelvollisuuksia on mahdollista tarkastella ensi- ja jälkimarkkinoiden näkökulmasta. Ensin mainitulla liikkeeseenlaskijat keräävät uutta pääomaa. Silloin sijoittajien tiedontarve on suurimmillaan, koska esimerkiksi listautuvasta yrityksestä ei ole markkinoilla välttämättä vielä dataa saatavilla. Tätä tiedontarvetta onkin turvattu esitesääntelyn avulla. Jälki-

6. Vesa Annola, Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja 2005, s. 27–31.

7. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 596/2014 (MAR), johdantolause 7.

markkinoilla sijoittajat puolestaan käyvät keskenään kauppaa, jolloin informaation tarvetta turvaavat yrityksen säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus.⁸

Keskeinen osa säännöllistä tiedonantovelvollisuutta on tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistaminen. Tilinpäätöksen tulee AML 7:6:n mukaan antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Toimintakertomuksessa on annettava oikea kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan kehitymisestä ja tuloksellisuudesta, taloudellisesta tilanteesta sekä siihen liittyvistä merkittävistä epävarmuustekijöistä. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluu myös puolivuotiskatsauksen julkistus⁹.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sääntely siirtyi sisäpiiritiedon ohella markkinoiden väärinkäyttöasetukseen. Aiemman AML:n mukaisen sääntelyn perusteella jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteina olivat liikkeeseenlaskijan päätökset sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat olennaiset seikat. MAR kytkee jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja sisäpiiritiedon kiinteämmin yhteen. MAR 17 artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava yleisölle mahdollisimman pian sisäpiiritiedosta, joka koskee suoraan kyseistä liikkeeseenlaskijaa. Julkistamisvelvollisuus ulottuu valmisteilla oleviin päätöksiin.¹⁰

Liikkeeseenlaskijoilla on lisäksi muita tiedonantovelvollisuuksia, jotka liittyvät muun muassa omistajan asemaan. Liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava omilla osakkeillaan tekemänsä kaupat (AML 8:2) ja osakkeenomistajien on ilmoitettava huomattavista omistus- ja ääniosuuksista (AML 9:5). Oma tiedottamismenettelynsä liittyy myös julkista ostotarjousta koskevaan menettelyyn (AML 11 luku). Esitesääntelyn osalta AML:ssa on avattu olennaisten ja riittävien tietojen sisältöä. Esitteessä on AML 4:6:n mukaan annettava tiedot liikkeeseenlaskijan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuuden näkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista *arvoon olennaisesti vaikuttavista* seikoista. Jatkuva tiedonantovelvollisuus turvaa näiden tietojen ajantasaisuutta.¹¹

8. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopapereita koskevaksi lainsäädännöksi 32/2012 vp, s. 52.
9. Puolivuotiskatsaus laaditaan noudattaen tilinpäätösperiaatteita. AML:n osavuositarkastusta koskeva sääntely on kumottu. Q1- ja Q3-osavuositarkastusten julkistamiseen ei ole velvollisuutta. Silti ne *voidaan* julkaista. Ks. Finanssivalvonta, <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Saannollinen/Pages/Default.aspx>.
10. Ks. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi 65/2016 vp, s. 20. Sisäpiiritiedon julkistamista voidaan kuitenkin yhä lykätä asianmukaisten edellytysten täyttyessä.
11. Esitesääntely on parhaillaan uudistumassa. EU on antanut uuden esiteasetuksen (2017/1129) ja uusi AML 3 luku tulee voimaan 22.7.2019. Esiteasetuksen tarkoituksena on varmistaa ymmärrettävän ja helposti analysoitavan informaation antaminen sijoittajille. Esitteet ovat tyypillisesti olleet pitkiä, jolloin tärkeä informaatio saattaa hukkuu informaatiotulvaan. Esiteasetus pyrkii korjaamaan tätä epäkohtaa. Samalla esitteen laatimisvaatimuksia kevennetään. Myös markkinoille pääsyä helpotetaan. Ks. erityisesti johdantolauseet 13, 27, 43 ja 51.

Sijoittajan päätöksenteossaan tarvitsemat tiedot ovat siis esitesääntelyä koskevan pykälän mukaan seikkoja, jotka vaikuttavat yrityksen arvoon.

Arvopaperimarkkina-laissa on täsmällisempien tiedonantovelvollisuuksien lisäksi säädetty yleisistä informaatioperiaatteista, jotka vaikuttavat markkinaosapuolten toimintaan. AML 1:2 kieltää hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn. AML 1:3:ssä säädetään kiellosta antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja. AML 1:4 velvoittaa riittävien tietojen tasapuoliseen saatavilla pitämiseen arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista asioista. Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sääntelyssä veloitetaan tiedonantoon liikkeeseenlaskijoiden ohella myös muita toimijoita. Esimerkiksi sijoitusneuvojen tiedonantovelvollisuudesta säädetään sijoituspalvelulaissa (747/2012, SipaL). Sijoitusneuvojan on SipaL 10:5:n mukaan annettava asiakkaalle hyvissä ajoin tiedot sijoituspalveluyrityksestä ja sen tarjoamista palveluista, rahoitusvälineistä, ehdotetuista sijoitusstrategioista, toteuttamispaikoista sekä kaikista kuluista ja veloituksista.

Silti tiedonantovelvollisuuksiin liittyy tulkinnanvaraisia seikkoja. Mikä tieto on niin olennaista, että sen voidaan katsoa vaikuttavan arvopaperin arvoon? Miten ja mihin suuntaan tämä informaatio vaikuttaa? Millainen tai kuka on järkevä sijoittaja, jonka oletettuun päätöksentekoon tiedonantovelvollisuuksia peilataan? On huomioitava sekin, että päätöksentekoon vaikuttavat monet eri seikat, kuten sijoittajien ominaisuudet ja heidän päätöksenteossa käyttämät kriteerit. Järkevän sijoittajan standardin tulisi mahdollistaa niiden huomioiminen informaation julkaisutarpeen arvioinnissa.

2.2. Järkevä sijoittaja ja päätöksenteko

2.2.1. Järkevä sijoittaja arvopaperimarkkinainformaation arvioinnissa

Järkevän sijoittajan standardi esiintyy arvopaperimarkkinaoikeudessa universaalisti. Yhdysvalloissa *reasonable investor* -standardi on kehittynyt oikeuskäytännössä. Australiassa se on kirjattu yhtiölakiin (Corporations Act, s. 674–675), jonka mukaan informaatio tulee jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistaa, mikäli *reasonable person* olettaisi informaatiolla olevan vaikutusta arvopaperin hintaan.¹² MAR 7 artiklan mukaan tulee arvioida sitä, millaisella tiedolla olisi todennäköisesti huomattava vaikutus hintaan: mittapuuna on tieto, jota

12. Australian yhtiölaissa (s. 677) täsmennetään vielä, että järkevä henkilö voi olettaa informaation vaikuttavan hintaan, mikäli se vaikuttaisi tai olisi omiaan vaikuttamaan sellaisten henkilöiden päätöksentekoon, jotka yleensä sijoittavat arvopapereihin. Päätöksentekoa ei siis arvioitane aivan kokemattoman sijoittajan näkökulmasta. Ks. myös Marika Salo, Sijoittamisen ohjaaminen. Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa. Alma Talent 2016, s. 116.

järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.

Järkevän sijoittajan standardia arvioidaan siis sijoittajan päätöksenteon näkökulmasta. Tiedonantovelvollisten on tapauskohtaisesti arvioitava, mitä järkevä sijoittaja olisi kulloisessakin tilanteessa pitänyt olennaisena. MAR:n mukaan järkevät sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä *ennen* päätöksentekoa käytettävissään olevien tietojen pohjalta¹³. Tiedon olennaisuuden edellytys muistuttaa yhdysvaltalaista *materiality*-arviointia, jonka mukaan tiedon tulee olla järkevän sijoittajan päätöksenteossa hyödyllistä.¹⁴ Suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa olennaisuusarviointia on kutsuttu järkevän sijoittajan testiksi.¹⁵ Järkevän sijoittajan standardia on hyödynnetty samalla tavoin sekä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden että sisäpiiritiedon osalta.

Ratkaisussa KKO 2013:53 todettiin, että arvopaperimarkkinaoikeudessa esiintyvä edellytys ”on omiaan vaikuttamaan olennaisesti sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan” on asiallisesti samansisältöinen riippumatta siitä, punnitaanko sitä sisäpiiritiedon väärinkäytön, kurssin vääristämisen tai tiedottamisrikosten näkökulmasta. Korkeimman oikeuden ratkaisussa pohdittiin järkevän sijoittajan päätöksentekoa. Osakekohtaisen tuloksen kehittymisestä annettujen tietojen todettiin olevan luonteeltaan sellaista tietoa, jota järkevä sijoittaja käyttää ainakin yhtenä perusteena sijoituspäätöksiä tehdessään. Lisäksi sijoittajan päätöksentekoon voivat vaikuttaa muun muassayrityksen toimintaa, toimintaympäristöä ja markkinatilannetta koskevat tiedot. Tiedon olennaisuutta pohdittaessa onkin otettava huomioon kyseiseen arvopaperiin ja toimialaan sekä niiden hinnanmuodostukseen vaikuttavat seikat ja erityispiirteet.

Myös yrityksen aiempi *tiedottamiskäytäntö* vaikuttaa ratkaisun mukaan järkevän sijoittajan päätöksentekoon. Mikäli yritys on antanut luonteeltaan täsmällisiä numeerisia arvioita, siltä voidaan odottaa vastaavaa tiedottamista jatkossakin. Ennustetyypisten tietojen osalta korkein oikeus totesi kuitenkin, että järkevä sijoittaja huomioi epävarmuustekijät, jotka liittyvät tulevaisuuden arvioihin. Mitä lyhyemmälle ajanjaksolle ennuste ulottuu, sitä luotettavampana järkevä sijoittaja saattaa ennustetta pitää.

Ratkaisun perusteella järkevä sijoittaja osaa arvioida tiedonantovelvollisuuksien alaista informaatiota suhteuttaen sen kontekstiinsa. Kontekstiin on kiinnitetty huomiota myös yhdysvaltalaisessa ratkaisussa *Omnicare v. Laborers Dist. Council*

13. MAR, johdantolause 14.

14. Ks. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S: 438, 445, 1976. *“The question of materiality, it is universally agreed, is an objective one, involving the significance of an omitted or misrepresented fact to a reasonable investor.”*

15. Janne Häyrynen, Pörssiväärinkäytökset. Lakimiesliiton kustannus 2009, s. 128–129. Ks. myös Knuts 2011, s. 89. Knuts kutsuu testiä järkevän sijoittajan todennäköisyystestiksi, jolla hän korostaa testin merkitystä sen arvioinnissa, millä todennäköisyydellä saamatta jäänyt tieto olisi vaikuttanut järkevän sijoittajan päätöksentekoon.

Const. Industry Pension Fund (2015).¹⁶ Omnicare oli välittänyt listautumisannin yhteydessä lausumiensa kautta näkemyksen, jonka mukaan se noudatti toiminassaan asianmukaista lainsäädäntöä. Yritystä vastaan nostettiin kuitenkin syyte lahjusten vastaanottamisesta. Omnicare oli kantajien mukaan antanut harhaanjohtavia tietoja seikasta, jolla oli olennainen merkitys sijoittajien päätöksenteossa. Ratkaisussa todettiin tiedon harhaanjohtavuutta arvioitavan järkevän sijoittajan näkökulmasta. Järkevän sijoittajan katsottiin ymmärtävän näkemysten poikkeavan epävarmemmalla luonteellaan faktoista. Näkemysten harhaanjohtavuus riippui puolestaan kontekstista. Järkevä sijoittaja kykenikin korkeimman oikeuden tulkinnan mukaan arvioimaan listautumisesitteen tietoja suhteessa ympäröivään tekstiin, vastuuvapauslausekkeisiin ja tietojen ristiriitaisuuksiin.¹⁷

Euroopan unionin tuomioistuimen (EUT) ratkaisukäytännössä on viitattu yhtäläisyyksiin yhdysvaltalaisen ratkaisukäytännön kanssa. Tapauksessa *Geltl v Daimler* (2012) todetaan omaksutun Yhdysvalloissa kehittyneen *total mix* -kriteerin kaltaisen arviointi.¹⁸ Kriteeri viittaa tiedon arviointiin osana sijoittajan päätöksenteossaan käyttämän tiedon kokonaisuutta. Yhdysvaltalaisessa ratkaisussa *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.* (1976)¹⁹ todetaan *total mix* -kriteeriä mukailleen tiedon täyttävän sisäpiiritiedon tunnusmerkit ja olevan siten olennaista (*material*), mikäli tieto olisi huomattavalla todennäköisyydellä muuttanut merkittävästi käytettävissä olevien tietojen kokonaisuutta.

Tiedon olennaisuuden arviointiin liittyy myös tiedon harhaanjohtavuuden ja siitä seuraavan oikaisuvelvollisuuden arviointi. AML 1:3:n mukaan tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla *olennaista* merkitystä sijoittajalle, tulee oikaista tai täydentää riittävällä tavalla. Lain esitöiden mukaan olennaisuutta ja oikaisuvelvollisuutta arvioidaan huolellisesti toimivan sijoittajan näkökulmasta.²⁰

Vaikka järkevän sijoittajan standardin avulla arvioidaan erityisesti ennen päätöksentekoa saatavilla olleita tietoja, standardi ulottuu tiedon koko elinkaareen. Virheellisiä tietoja on siis jälkikäteen oikaistava. Edelleen MAR:ssa todetaan myös päätöksenteon jälkeen saatavilla olevilla tiedoilla olevan merkitystä järkevälle sijoittajalle. Näillä tiedoilla voidaan testata oletamaa, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan.²¹ Jälkikäteistiedoilla vahvistetaan alkuperäisarvio oikeaksi tai todetaan se vääräksi.²²

16. *Omnicare v. Laborers Dist. Council Const. Industry Pension Fund*, 575 U.S. (2015).

17. Ks. ratkaisusta myös Salo 2016, s. 116–117.

18. Julkisasiamies Mengozzin ratkaisuehdotus – asia C-19/11 *Geltl*, alaviite 15.

19. *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438, (1976).

20. HE 32/2012 vp, s. 98.

21. MAR, johdantolause 15.

22. Julkisasiamies Mengozzin ratkaisuehdotus, kohta 76.

2.2.2. Järkevän sijoittajan menettely

Järkevän sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavat kaikki hänen käytettävissään olevat tiedot – myös muutoin kuin tiedonantovelvollisuuksien pohjalta saadut tiedot. Ratkaisukäytännössä on arvioitu, mitä järkevän sijoittajan voidaan olettaa *tietävän*. Ratkaisussa KKO 2015:93 todettiin arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sijoittajansuojasääntelyssä keskeisenä lähtökohtana olevan ensinnäkin se, että sijoittajan edellytetään menettelevän asian vaatimalla huolellisuudella. Tätä mittapuuta käytetään ratkaisun mukaan muun muassa tiedonantovelvollisuuksille asetettavia vaatimuksia arvioitaessa. Sijoittajan oletetaan tutustuvan hänelle annettuun materiaaliin. Toisaalta sijoittajan oletetaan jo ennalta tietävän sijoittamisen lainalaisuuksista. Korkein oikeus totesi sijoittajalta voitavan lähtökohtaisesti edellyttää velkakirjaluonteiseen sijoittamiseen tyypillisesti liittyvän velallisen maksukyvyttömyyden riskin tuntemista. Sijoituskohteena olevan yrityksen maksukyvyttömyyden merkityksen todettiin olevan ”yleisesti tunnettua” myös suorassa osakesijoittamisessa. Epäselvää ei voinut olla sekään, että sijoittamiseen liittyy aina riskejä.

Jo Helsingin hovioikeuden ratkaisussa 29.4.1992 S 91/29 No 1346 oli todettu sijoittajan ottavan ”tietoisien riskin” osakkeita merkittäessään. Ahvenanmaan käräjäoikeuden Mermaid-joukkovelkakirjaa koskeneen ratkaisun 29.6.2010 10/625 mukaan tuoton ja riskin erottamaton suhde tulisi sekin olla sijoittajalle selvä.

Sijoittajille on myös oikeuskirjallisuudessa asetettu tietynlainen ymmärtämisvelvollisuus, joka on vahvimmillaan yksinkertaisten tuotteiden osalta. *Norros* on puoltanut melko vahvaa ymmärtämisvelvollisuutta perustuen muun muassa siihen, että yksinkertaisimpien rahoitusvälineiden arvonmuutoksista puhutaan tiedotusvälineissä jatkuvasti.²³ Sen lisäksi, että sijoittaja arvioi informaatiota *total mix* -kriteerin tyypisesti yrityksen kontekstissa, hän suhteuttaa tiedot myös aiempiin tietoihinsa. Tiedonantovelvollisuuksien alainen informaatio ei siis ole merkitykseltään identtistä eri sijoittajien kesken, eikä toisaalta myöskään eri yritysten kesken.

2.2.3. Järkevän sijoittajan yleiset kriteerit

Järkevän sijoittajan standardin mukainen arviointi on kontekstisidonnaista. Järkevästä sijoittajasta voidaankin perustellusti käyttää enemmän standardin kuin

23. Olli Norros, Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYPro 2009, s. 379. Ymmärtämisvelvollisuudesta ks. myös Salo 2016, s. 110–111, 143, 191 ja 216 sekä Marja Luukkonen, Sijoittajan tietämisvelvollisuus – osa I. Lakimies 2/2018, s. 200–226, 200 ja 225–226. Luukkosen käyttää tietämisvelvollisuuden termiä seikoista, joista sijoittajan tulisi olla tietoinen ilman sijoituspalveluntarjoajan antamaa tietoa. Ymmärrysvelvollisuudesta hän puhuu silloin, kun sijoittajan tulisi ymmärtää hänelle annetun tiedon olevan virheellistä tai harhaanjohtavaa.

säännön määritelmää.²⁴ Tarkkojen kriteerien etukäteismäärittely helpottaisi standardin ja sääntelyn soveltamista, mutta tarkat kriteerit olisivat todennäköisesti liian joustamattomia. Standardin käyttötilanteet johtavat siihen, että *käytännön päätöksentekijät* joutuvat pohtimaan järkevän sijoittajan potentiaalista päätöksentekoa arvioidessaan esimerkiksi sitä, onko jokin tieto julkistettava.

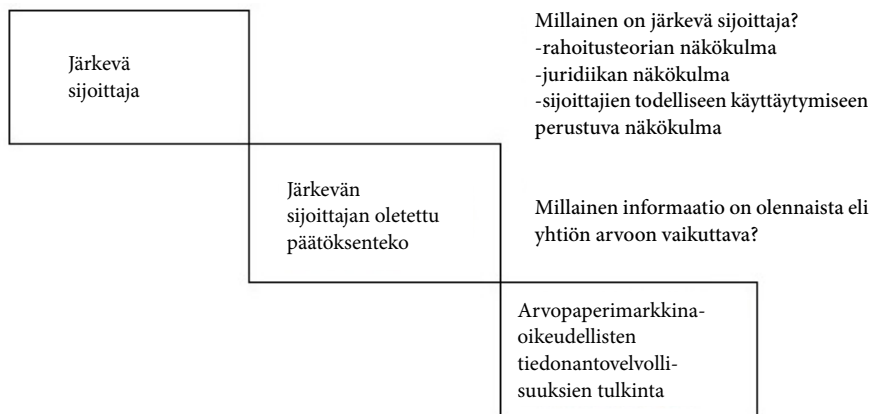
Lopulta järkevän sijoittajan hypoteettinen toiminta ratkaistaan tuomioistuimessa. Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisua *Geltl v Daimler* (2012) koskeneessa julkisasiamiehen ratkaisuehdotuksessa todettiin järkevän sijoittajan päätöksenteon arvioinnin olevan tapauskohtaista.²⁵ Yksityiskohtaisten tilastollisten kriteerien sijaan tarvitaan *jäsenneltyä ja monitahoista arviointia*.²⁶ Korkein oikeus argumentoi vastaavaan tapaan ratkaisussa *KKO 2013:53* toteamalla, ettei tiedon olennaisuutta voida arvioida vain prosenttimuutosten perusteella, vaan arvio on tehtävä tapauskohtaisesti hyödyntämällä muun muassa ”kokemusperäistä tietoa” ennustemuutosten vaikutuksista osakemarkkinoilla sekä tarkastelemalla yrityksen aiempaa tiedottamiskäytäntöä ja sen yksityiskohtaisuutta.

Järkevän sijoittajan yleisiä ominaisuuksia voidaan hahmottaa muun muassa ratkaisukäytännön avulla. Ominaisuuksia tunnistetaan on mahdollista luoda apuvälineitä tiedonantovelvollisuuksien tulkintaan. Kohteena on informaatio, jolla oletetaan olevan olennaista merkitystä järkevän sijoittajan päätöksenteolle. Tämän informaation oletetaan myös vaikuttavan yrityksen arvoon. Mikäli näkemys järkevästä sijoittajasta ei ole riittävän realistinen, tiedonantovelvollisuudet eivät palvele erityisen hyvin todellisia sijoittajia. Järkevän sijoittajan standardin merkitys ja sen tulkinnan olennaiset kysymykset tiivistyvät oheiseen kuvioon.

24. Ks. esim. Amanda M. Rose, The “Reasonable Investor” of Federal Securities Law: Insights from Tort Law’s “Reasonable Person” & Suggested Reforms. Vanderbilt University Law School, Public Law and Legal Theory 2016. Working Paper Number 16–41.

25. Julkisasiamies Mengozzin ratkaisuehdotus – asia C-19/11 *Geltl*.

26. Julkisasiamies Mengozzin ratkaisuehdotus, kohdat 77 ja 82. Ks. myös markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 2003/6/EY johdantolause 18, jossa todetaan, että toimivaltaisten viranomaisen on harkittava, mitä kussakin olosuhteissa järkävä sijoittaja olisi tiennyt tai hänen olisi pitänyt tietää.



Kuvio 1. Järkevä sijoittaja tiedonantovelvollisuuksien arvioinnissa.

3. Järkevän sijoittajan ominaisuuksia

3.1. Rationaalisuus sijoittajan päätöksenteossa

Yleisiä järkevän sijoittamisen periaatteita löytyy myös rahoitusteoriasta. Muun muassa *Sharpen* CAP-mallin mukaan sijoittajat voivat saada suuremman tuoton vain riskiä kasvattamalla. Malli olettaa sijoittajien olevan aina rationaalisia ja pyrkivän tuottoonsa optimointiin.²⁷ CAP-mallissa sijoittajat valitsevat sijoitusportfolionsa sen mukaan, mikä yhdistelmä riskipitoisia ja riskittömiä sijoituksia maksimoi heidän tuottovaatimuksensa pienimmällä riskillä.²⁸ Yleisesti portfolioteorian mukaan riskiä voidaan pienentää hajauttamalla sijoitukset useampaan eri kohteeseen.²⁹ *Markowitz* olettaa rationaalisesti käyttäytyvän sijoittajan maksimoivan

27. William F. Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance* September Vol. 19 1964, s. 425–442. Portfolioteoriasta lisää John Lintner, The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics* February Vol. 47 1965, s. 13–37 ja John Lintner, Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification. *Journal of Finance* December 1965, s. 587–615 ja Jan Mossin, Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica* Oct. 34(4) 1966, s. 768–783.

28. Edwin J. Elton – Martin J. Gruber – Stephen J. Brown – William N. Goetzmann, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, Inc 2003.

29. Nicholas Anderson – Jorma Tuhkanen, *Järkevän sijoittamisen perusteet*. Edita Publishing Oy 2004, s. 85.

tuottoaan tietyllä riskitasolla tai minimoivan riskiään tietyllä tuottotasolla. Siksi rationaalisten sijoittajien tulisi vapailla markkinoilla päätyä samantyyppiseen sijoitusportfolioon tietyllä riskitasolla.³⁰

Sijoittajien rationaalisuus edellyttää markkinatohokkuutta. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan täydellisesti tehokkailla markkinoilla arvopapereiden hinnat sisältävät kaiken olennaisen tiedon. *Fama* näkee tehokkuutta markkinalla, jolla suuri määrä järkeviä voitonmaksimoijia kilpailee aktiivisesti, yrittäen kukin ennustaa arvopapereiden tulevia markkina-arvoja olosuhteissa, joissa yrityksen arvon kannalta tärkeä nykytieto on vapaasti kaikkien osapuolten saatavilla.³¹ Tällöin markkinoilla ei ole spekulatiota, vaan jokainen sijoittaja toimii rationaalisesti informaation pohjalta. Seurauksena arvopapereiden hinnat vastaavat tarkasti kassavirtaperusteisia arvojaan. Ehdon toteutuessa millään strategialla ei voi pitkällä aikavälillä ansaita riskikorjatusti ylituottoja.³² Tehokkaista markkinoista on olemassa myös keskivahva ja heikko muoto.³³

Rahoitusteorian ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn yhteys on havaittavissa muun muassa edellä käsitellyissä sijoittajan ymmärtämisvelvollisuutta koskeneissa ratkaisuisissa³⁴. Niissä arvioitiin seikkoja, joista sijoittajien oletetaan tietävän. Näihin lukeutui muun muassa CAP-mallin mukainen tuoton ja riskin yhteys.

Oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että sijoitusneuvojenkin toimintaa voidaan arvioida rahoitusteorian tutkimustiedon pohjalta. *Mäntysaari* katsoo, että sijoitusneuvojen menettelyä voidaan arvioida sen perusteella, onko hän asianmukaisesti noudattanut näitä teorioita.³⁵ Samoin Ruotsissa *Pålsson* ja *Samuelsson* ovat todenneet, että rahoitusteorian tuloksia voidaan hyödyntää sijoitusneuvonnan arvioinnissa. Keskeisimmiksi teorioiksi he nimeävät muun muassa CAP-mallin ja tehokkaiden markkinoiden teorian.³⁶

30. Ks. Harry Markowitz, Portfolio Selection. The Journal of Finance 7(1) 1952, s. 77–91, jossa esitetyn portfolioteorian perusteella mahdollisimman vähäisesti keskenään korreloivista arvopapereista koostettu sijoitussalkku vähentää ja lopulta riittävällä hajautuksella poistaa yrityskohtaiset riskikeskittymät.

31. Ks. Eugene F. Fama, The Behavior of Stock-Market Prices. The Journal of Business January 38(1) 1965, s. 38–39.

32. Richard M. Levich, International Financial Markets: Prices and Policies. McGraw-Hill/Irwin 2001.

33. Ks. esim. Eugene F. Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, s. 383. The Journal of Finance 25(2) 1969, Papers and Proceedings of the Twenty-Eight Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28–30, s. 383.

34. Ks. luku 2.2.2.

35. Petri Mäntysaari, Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja. Lakimiesliiton Kustannus 2001, s. 115.

36. Anne-Marie Pålsson – Per Samuelsson, Banks ansvar för ekonomisk rådgivning. SvJT 1999, s. 548–550. Ks. myös Salo 2016, s. 108.

Rationaalisuutta voidaan siis pitää yhtenä arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän sijoittajan ominaisuuksista. Sijoittajien oletettuun rationaaliseen päätöksentekoon on viitattu myös Arvopaperilautakunnan (nyk. Sijoituslautakunta)³⁷ ratkaisussa APL 93/09. Ratkaisussa asiakkaalla oli ollut 5500 kappaletta pörssiyhtiötyönantajansa optio-oikeuksia. Pankin verkkopalvelussa oli optioiden päättymisajankohdassa virhe, ja optio-oikeudet raukesivat arvottomina. Arvopaperilautakunta totesi ratkaisussa, että optio-oikeuksien jättäminen myymättä tai käyttämättä siten, että ne raukeavat arvottomina, ei ole taloudellisesti rationaalista. Lähtökohtaisesti sijoittajien ei lautakunnan mukaan voida olettaa käyttäytyvän omien taloudellisten etujensa vastaisesti.

3.2. Järkevän sijoittajan konteksti

Järkevän sijoittajan käsitteen keskeisyydestä huolimatta sen ominaisuudet ovat jääneet suomalaisessa lainsäädännössä määrittelemättä. Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmassa on lyhyesti kuvattu ”huolellista sijoittajaa”, jolla on ”kohtuullinen ymmärrys liiketoiminnasta ja yleisestä taloudellisesta toiminnasta”. Hänellä tulee myös olla valmius tutustua annettuihin tietoihin asianmukaisella huolellisuudella.³⁸

Aiemman markkinoiden väärinkäyttödirektiivin täytäntöönpanodirektiivissä – ja samaan tapaan MAR:ssa³⁹ – on lisäksi pohdittu järkevän sijoittajan päätöksentekoa. Järkevä sijoittaja osaa punnita käytettävissään olevien tietojen vaikutuksia huomioiden liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostaman taustan, tietolähteen luotettavuuden ja ”kaikki muut markkinatekijät”, jotka todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen tai -johdannaiseen.⁴⁰ Muotoilu muistuttaa yhdysvaltalaisessa ratkaisukäytännössä omaksuttua tulkintaa. Yhdysvaltalaisessa ratkaisussa *Basic Inc. v. Levinson* (1988)⁴¹ todettiin järkevän sijoittajan huomioivan muun muassa yrityksen koko toiminnan.⁴² Yksittäistä informaatiota ei siis tulkita irrallisena.

37. Sijoituslautakunta antaa ratkaisuja ei-ammattimaisten asiakkaiden ja palveluntarjoajien välisiin erimielisyyksiin. Sijoituslautakunnassa käsitellään aiemmin Arvopaperilautakunnassa käsitellyjä asioita ja lisäksi uutena sijoitusvakuutusasioita. Ks. www.fine.fi.

38. Finanssivalvonta, MOK 6/2013 (Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto), s. 46.

39. MAR, johdantolause 14.

40. Komission direktiivi 2003/124 EY, johdantolause 1.

41. *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, (1988).

42. Ks. julkisasiamies Mengozzin ratkaisuehdotus, alaviite 32, jossa nimenomaisesti viitataan yhdysvaltalaisen oikeuskäytännön vaikutukseen. Ratkaisuehdotuksessa korostettiin istunnossa käydyn keskustelua yhdysvaltalaisen ratkaisukäytännön vaikutuksesta unionin lainsäädäntöön.

Järkevän sijoittajan päätöksentekoa on punnittu myös Euroopan unionin tuomioistuinmessä. Ratkaisussa *Geltl v Daimler* (2012)⁴³ on pohdittu sisäpiiritiedon täsmällisyyden edellytystä ja viitattu markkinoiden väärinkäyttödirektiivin täytäntöönpanodirektiiviin, jossa on todettu täsmällistä tietoa olevan muun muassa tieto, joka viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan *kohtuudella olettaa ilmenevän*⁴⁴. Jälkimmäistä on punnittava järkevän sijoittajan päätöksenteon näkökulmasta. *Geltl v Daimler* -ratkaisussa (2012) todettiin järkevän sijoittajan arvioivan tulevien olosuhteiden tai tapahtumien realisoitumista koskevia tietoja ”objektiivisen järkevyyssperusteen mukaisesti eikä yksinomaan spekulatiivisesti”.

Ratkaisussa järkevän sijoittajan päättelykyvyllä asetettiin melko vaativia oletuksia: sijoittajan oletetaan kykenevän arvioimaan tapahtumien ja olosuhteiden todennäköisyyttä sekä tietojen vaikutusta rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaisten hintakehitykseen. Järkevä sijoittaja kykenisi siis erottamaan pelkät huhut ja muut epätarkat tiedot, joiden perusteella ei voida tehdä johtopäätöksiä hintakehityksestä.⁴⁵ Edellä esitetystä voitaneen päätellä, että järkevä sijoittaja ei tulkitse yksittäistä informaatiota irrallisena, vaan osana kokonaisuutta.

3.3. Järkevä sijoittaja – tavallinen sijoittaja

Pohdittaessa sitä, *miten* rationaalisia järkevien sijoittajien voidaan olettaa olevan, on otettava huomioon, että MAR:ssa on rinnastettu järkevä ja *tavallinen* sijoittaja. MAR:n mukaan toimivaltaisten viranomaisten tulee tapauskohtaisesti harkita, mitä *tavallinen ja järkevä henkilö* olisi tiennyt tai hänen olisi pitänyt tietää.⁴⁶ Ratkaisussa *KKO 2013:53* korkein oikeus puolestaan puhuu huolellisesta ja järkevästä sijoittajasta. Myös yhdysvaltalaisessa *Omnicare*-ratkaisussa käytettiin järkevän sijoittajan synonyymina tavallista sijoittajaa (*ordinary investor*).⁴⁷

Rinnastus tavalliseen sijoittajaan merkinnee, ettei järkevä sijoittaja olisi keskimääräistä sijoittajaa rationaalisempi päätöksentekijä. Suomalaista ja EU-tasoista sääntelykokonaisuutta tulkittaessa järkevän sijoittajan voidaan olettaa olevan *ei-ammattimainen sijoittaja*, jota arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely pyrkii erityisesti suojaamaan. Tämä ilmenee AML:ssa muun muassa siten, että tarjottaessa arvopapereita vain kokeneille sijoittajille tiedonantovelvollisuudet

43. Julkisasiamies Mengozzin ratkaisuehdotus – asia C-19/11 *Geltl*.

44. Ks. kommission direktiivi 2003/124 EY, 1 artiklan 1 kohta.

45. Ks. julkisasiamies Mengozzin ratkaisuehdotus, alaviite 13, jossa todetaan, että järkevä sijoittaja ottaa ”väistämättä erittäin tarkasti” huomioon mahdollisuuden tehdä johtopäätöksiä tapahtumien ja olosuhteiden vaikutuksesta hintakehitykseen. Ks. myös huhujen asemasta alaviite 16.

46. MAR, johdantolause 26. Samoin myös Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY, johdantolause 18.

47. *Omnicare v. Laborers Dist. Council Const. Industry Pension Fund*, 575 U.S., (2015).

eivät ole yhtä laajat kuin muutoin.⁴⁸ Sijoituspalvelulaissa ei-ammattimaisten asiakkaiden näkökulma tulee korostetusti esiin.⁴⁹

Oikeuskirjallisuudessa on pohdittu muitakin liitännäisiä ominaisuuksia. Yhdysvalloissa *Lin* toteaa järkevään sijoittajaan yleensä liitettävän neoklassisen taloustieteen mukaisen täydellisen rationaalisuuden oletuksen: sijoittajan oletetaan pyrkivän voiton maksimoimiseen. Hänen oletetaan myös kykenevän käsittelemään ja ymmärtämään kaiken markkinoilta saatavissa olevan tiedon. Linin mukaan järkävä sijoittaja ymmärretään usein – täydellisen rationaalisuuden lisäksi – passiiviseksi pitkäaikaisomistajaksi, jolla on keskimääräinen varallisuus sekä taloudellinen tietämys ja joka on yksityishenkilö.⁵⁰ Linin näkemys poikkeaa edellä mainitun ”tavallisen sijoittajan” perusteella tehdystä tulkinnasta. Suomessa *Kotiranta* katsoo Linin tavoin järkevän sijoittajan standardin viittaavan keskimääräistä kyvykkäämpään, taitavampaan, järkevämpään ja huolellisempaan markkinaosapuoleen.⁵¹ *Knuts* sen sijaan toteaa, ettei järkevää sijoittajaa tulisi ymmärtää keskimääräistä kyvykkäämpänä toimijana. Järkevyys viittaisi vain siihen, että sijoittaja pyrkii toimimaan rationaalisesti, mutta ei aina onnistu siinä. Järkevää sijoittajaa ei *Knutsin* mukaan voida nähdä ”yltiörationaalisena, inhimillisistä piirteistä riisuttuna toimijana”, vaan järkeväkin sijoittaja kärsii päätöksentekoon vaikuttavista kognitiivisista heikkouksista.⁵² Oikeuskirjallisuudessa ei siis vallitse yksimielisyyttä järkevän sijoittajan ominaisuuksista. Standardin keskeisen luonteen vuoksi tätä voidaan pitää ongelmallisena.

3.4. Riskinottajasta riskinkarttajaan – sijoittajien erilaiset tavoitteet

Sijoittajien erilaiset hyötyfunktiot

Yhteistä erilaisille päätöksentekotilanteille on epävarmuustekijän läsnäolo. Järkevän sijoittajan päätöksentekoa pohdittaessa lähtökohtana pidettäneen sitä, että järkevät sijoittajat päätyvät johonkin *tiettyyn* päätösvaihtoehtoon. Epävarmuuden merkitsevyys päätöksen tekemisessä vaihtelee tilanne- ja päätöksentekijäkohtaisesti. Taloustieteessä on tunnistettu sijoittajatyyppejä, jotka eroavat

48. AML 4:3:n mukaan esitettä ei tarvitse julkaista, jos arvopapereita tarjotaan yksinomaan kokeneille sijoittajille. Samaa tapaan säädetään myös esiteasetuksen artiklassa 1.

49. Monet sijoituspalvelulaissa säädetyistä sijoittajansuojaa turvaavista menettelyistä koskevat vain ei-ammattimaisia asiakkaita. MiFID II:n myötä uudistunut sääntely paransi ei-ammattimaisten sijoittajien asemaa. Toisaalta uudistus paransi myös ammattimaisten sijoittajien asemaa, kun sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuus laajennettiin koskemaan myös heitä. Ks. hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi 151/2017 vp, s. 107 ja 164.

50. Lin 2015, s. 466.

51. Kotiranta 2014, s. 87.

52. Knuts 2011, s. 106–108.

toisistaan riskinottohalukkuuden suhteen. Tyypittelyssä on merkittävää se, että kaikki erilaisen riskinottostrategian omaavat sijoittajat sopivat rationaalisen päätöksenteon malleihin.

Odotetun hyödyn teoria tarjoaa normatiivisen kuvauksen rationaalisesta käyttäytymisestä riskipitoisessa päätöstilanteessa. Tällöin pohditaan, miten ihmisen tulisi käyttäytyä ollakseen rationaalinen.⁵³ Teoriassa jokaisella taloudellisen päätöksen tekijällä on oma hyötyfunktionsa. Tavoitteena on maksimoida odotetun arvon sijaan odotettua hyötyä.⁵⁴ Oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa hyötyteoriaa on sovellettu esimerkiksi sopimusinstrumenttien tarkasteluun.⁵⁵

Tämäntyyppistä *Von Neumannin ja Morgensternin* (1953) odotetun hyödyn valintaa havainnollistetaan tavanomaisesti uhkapelin kautta. Siinä tarkastellaan pelaajan valinnan lopputulosta (w) ja lopputuloksen todennäköisyyttä (p). Seuraavassa kuvataan lopputuloksen hyödyn määrää euroissa ja oletetaan, että $U(w) = w$.

Lopputulos (w)	Todennäköisyys (p)
8	0,5
0	0,5

Pelaajan odotettu hyöty uhkapelistä on $(0,5 \times 8 \text{ euroa}) + (0,5 \times 0 \text{ euroa}) = 4 \text{ euroa}$. Riskinsietokykyvystä riippuen eri pelaajat näkevät pelin eri tavoin mielekkäänä.

Riskinottaja

Fischer ja Dornbusch luokittelevat päätöksentekijät riskinottajiin, riskineutraaleihin ja riskinkarttajiin.⁵⁶ Sijoituspäätösten osalta on keskeistä, että ris-

53. Normit johdetaan rationaalisen käyttäytymisen aksioomista. Ne liittyvät määriteltyihin, johdonmukaisiin, jatkuviin ja itsenäisiin preferensseihin. Ks. John Von Neumann – Oskar Morgenstern, *Theory of games and economic behavior*. Princeton University Press 1953, s. 125. Odotettua hyötyään maksimoidessaan yksilö tekee päätöksiä pohjautuen näihin aksioomiin. Tavoitteena on lopputulos, joka on loogisesti päätellen käyttökelpoinen. Ks. Jonathan Baron, *Normative models of judgment & decision making*. Blackwell 2004, s. 19–36.

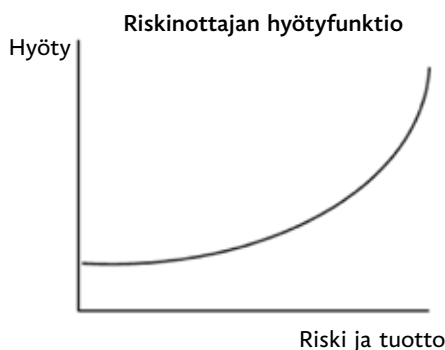
54. Ks. Eliot Roy Weintraub, *Neoclassical Economics*. The Concise Encyclopedia of Economics 2002. Mikrotaloustieteessä oletetaan taloudelliset toimijat hyötynsä maksimoijina ja resurssiensa tehokäyttäjinä. Yritykset pyrkivät maksimoimaan voittonsa, kuluttajat hyötynsä. Ks. aiheesta myös Morris Altman, *The Nobel Prize in Behavioral and Experimental Economics: a Contextual and Critical Appraisal of the Contributions of Daniel Kahneman and Vernon Smith*. *Review of Political Economy* 16(1) 2004, s. 3–41.

55. Mika Hemmo, *Sopimusoikeus I*. Talentum 2003, s. 25.

56. Ks. Stanley Fischer – Rudiger Dornbusch, *Economics: An Introductory Analysis*. McGraw-Hill Inc 1983, s. 447 ja Xavier Martinez-Giralt – Pedro Barros, *Health Economics an Industrial Organization Perspective*. Routledge 2012, s. 162–163. Taloustieteen rinnalla rahoitustiede jakaa sijoittajat riskinottajan, riskineutraalin ja riskinkarttajan luokittelulla. Ks. Antti Parviainen – Sami Järvinen, *Sijoittamalla miljonääriksi*. Talentum 2012, s. 23. Ks. myös Nicholas Barberis – Richard Thaler, *Survey of Behavioral Finance*. National Bureau of Economic Research, Inc

kinsietokyvyltään ja riskinottohalultaan poikkeavien taloudellisten päätösten tekijöiden subjektiiviset arviot samansuuruisesta voitosta ja tappiosta ovat erilaisia. Sijoittaminen sisältää riskin, jolloin yksilö kokee voiton ja tappion mahdollisuudet eli muutoksen mahdollisen suunnan jopa tärkeämmäksi kuin itse lopputuleman.⁵⁷

Riskinottaja on päätöksentekijä, joka osallistuu uhkapeliin, koska tarjolla oleva mahdollisuus kahdeksan euron voittoon saa hänet haastamaan epävarmuutta. Samansuuruisen hyötymuutoksen neljästä eurosta kahdeksaan euroon hän kokee parempana tilanteena kuin hyötymuutoksen nolasta eurosta neljään euroon.



Kuvio 2. Riskinottajan hyötyfunktio.

Riskinottajan hyötyfunktio kasvaa rajahyödyn hyöty-yksikön argumentin mukaan. Tällöin funktion toinen derivaatta on positiivinen. Sen muoto on konveksi ja se jyrkentyä hyödyn kasvaessa. Mitä selvempää epälineaarisuutta riskinottajan hyötyfunktiossa on, sitä mieluisammin hän haluaa kantaa riskiä. Näin riskinottaja haluaa pitää kiinni riskinotostaan mieluummin kuin kotiuttaa todennäköisyyksillä painotetun laskennallisen odotusarvon uhkapelistä.

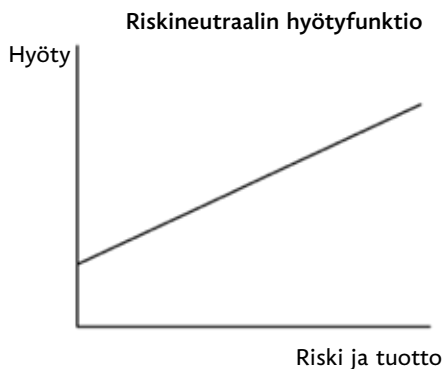
Riskineutraali

Riskineutraali päätöksentekijä ei välitä valintatilanteen epävarmuustekijöistä. Hän laskelmoi kiinnostuksensa sen mukaan, mitä on matemaattisesti hyödyttävissä eri valinnoista keskimäärin. Edes suuri vaihteluväli mahdollisissa lop-

2002. Working Paper 9222, jonka mukaan rahoitustieteessä oletetaan sijoittajan olevan rationaalinen sekä mieltävän riskin ja arvioivan sitä Von Neumannin ja Morgensternin odotetun hyödyn teoriaan perustuen.

57. Ilkka Niiniluoto – Ilpo Halonen, Järki. Helsingin yliopisto 1997, s. 313.

putuloksissa ei vaikuta riskineutraalin päätöksentekoon. Uhkapelitalanteeseen riskineutraali osallistuu vain silloin, kun hän saa vähintään matemaattisesti reilut ehdot osallistumiselleen. Riskineutraalille uhkapeliin osallistumisen odotetun hyödyn täytyy ylittää vähintään samansuuruiseksi kuin pelaamatta jättämisen hyödyn.⁵⁸ Euroissa samansuuruisen hyötymuutoksen nollasta eurosta neljään euroon tai neljästä eurosta kahdeksaan euroon välinen ero on riskineutraalin silmin merkityksetön. Matemaattisesti tällaisen yksilön hyötyfunktion muoto on lineaarinen toisen derivaatan saadessa arvokseen nollan.

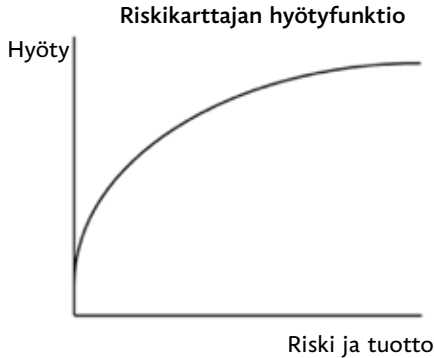


Kuvio 3. Riskineutraalin hyötyfunktio.

Riskinkarttaja

Riskinkarttajan lähtökohta on pyrkiä eroon riskinotosta. Ilman riskiä ansaittu euro on hänelle houkuttelevin. Hänelle hyötymuutos nollasta eurosta neljään euroon on kannatettavampi tavoite kuin hyötymuutos neljästä eurosta kahdeksaan euroon. Lisäeurot ovat riskinkarttajalle vähemmän arvokkaita kuin jo ansaitut eurot – ominaista on vähenevä rajahyöty.

58. Edwin J. Elton – Martin J. Gruber, *Modern portfolio theory and investment analysis*. John Wiley & Sons 1981, s. 198–200.



Kuvio 4. Riskikarttajan hyötyfunktio.

Riskikarttajan hyötyfunktio muodostuu toisen derivaatan negatiivisen arvon kautta. Siten funktion muoto on konkaavi hyödyn kasvaessa. Mitä enemmän funktio kuperoituu, sitä enemmän riskiä yksilö välttelee. Hänen hyötyfunktiossaan epävarman tilanteen varmuuskerroin jää kyseisen valintatilanteen todennäköisyyslaskennallista odotusarvoa matalammaksi. Tämän odotusarvon ja varmuuskertoimen erotus muodostaa riskikarttajan kohdalla määrän, jonka riskikarttaja on valmis menettämään välttääkseen riskin.

3.5. Yhteenvedoa järkevän sijoittajan ominaisuuksista

Tässä luvussa on pohdittu järkevän sijoittajan ominaisuuksia. Järkevän sijoittajan voidaan katsoa olevan tavallinen sijoittaja, joka *pyrkii* toimimaan rationaalisesti. Rationaalinen päätös ei ole kaikkien sijoittajien osalta välttämättä samanlainen. Ihmiset painottavat sijoituspäätöksissään eri kriteerejä muun muassa riskinoton suhteen. Päätöksentekoon vaikuttavat siis sijoittajien erilaiset *tavoitteet*. Silti erilaiset sijoittajat voivat kaikki olla arvopaperimarkkinaoikeudellisen järkevän sijoittajan standardin mukaan toimivia.

Millä tavoin sijoittajien erilaisuus ja toisaalta rajoitteet sijoittajien rationaalisessa päätöksenteossa voidaan ottaa huomioon järkevän sijoittajan standardin arvioinnissa? Systemaattisten arviointivälineiden luominen on tärkeää, sillä järkevän sijoittajan standardi vaikuttaa olennaisesti siihen, millaista informaatiota arvopaperimarkkinoille annetaan.

Seuraavassa luvussa muodostetaan järkevän sijoittajan elementit. Näitä elementtejä voidaan pitää lähtökohtina pohdittaessa, millaisia välineitä järkevän sijoittajan ja siihen liittyvien informointivelvoitteiden punnintaan kyetään rakentamaan.

4. Järkevän sijoittajan elementit

4.1. Järkevän sijoittajan rajoittunut rationaalisuus

Riskinottoon perustuvat sijoittajatyypit huomioivat todellisten sijoittajien erilaiset intressit. Osana rahoitusteoriaa esitetty täydellisen rationaalisuuden koulukunnan näkemys on todellisia sijoittajia tarkasteltaessa epärealistinen. Koska sääntelyn tarkoituksena on suojata sijoittajia, on näkemys järkevän sijoittajan päätöksenteosta oltava kohtuullisen realistinen.

Oikeuskäytännössäkin on tunnustettu sijoittajien päätöksenteon irtautuminen täydellisen rationaalisuuden mallista. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin ja rationaalisen päätöksenteon peruslähtökohtana voidaan pitää sitä, että sijoittaja omaksuu tai ainakin pyrkii omaksumaan kaiken saatavilla olevan olennaisen tiedon ja hyödyntää sitä päätöksenteossaan. Ratkaisussa *KKO 2015:93* tunnustetaan kuitenkin, etteivät kuluttajan asemassa olevat sijoittajat useinkaan tutustu perusteellisesti heille annettuun sijoitustuotteita koskevaan aineistoon. Lisäksi taloudellisen lukutaidon tutkimusten pohjalta voidaan todeta, että vaikka sijoittajat tutustuisivatkin heille annettuun informaatioon, he eivät välttämättä ymmärrä sitä. Taloudellista lukutaitoa ovat Suomessa tutkineet *Kalmi* ja *Ruuskanen*. Vaikka Suomessa taloudellinen lukutaito on kansainvälisesti vertailtuna korkealla tasolla, on useilla ihmisillä vaikeuksia ymmärtää talouden peruskäsitteitä.⁵⁹

Rationaalisuuden perusmalli, jossa sijoittajat arvioivat eri tulevaisuuden skenaarioiden tuottamia hyötyjä ja niiden toteutumisen todennäköisyyksiä olettaa, että sijoittajat ensinnäkin *pystyisivät* arvioimaan näitä todennäköisyyksiä. Toiseksi se olettaa, että eri ihmiset arvioisivat näitä todennäköisyyksiä samalla tavoin. Eroavaisuudet päätöksenteossa johtuisivat erisuuruisista riskipreferensseistä. Nykyisin todellista sijoittajien toimintaa kuvattaessa on silti hyväksytty niin sanottu rajoittuneen rationaalisuuden oletus.⁶⁰ Päätöksentekotilanteessa

59. Panu Kalmi – Olli-Pekka Ruuskanen, Suomalaiset pärjäävät taloudellisessa tietämyksessä ja käyttäytymisessä hyvin suhteessa muihin maihin. Kansantaloudellinen aikakauskirja – 112. vsk. – 1/2016, s. 6–21, 15–17. Taloudellisen lukutaidon osalta riskiryhmiä ovat erityisesti nuoret, pienituloiset ja työttömät sekä naiset. Erityisen vahvoja ryhmiä puolestaan olivat suurituloiset, yliopistokoulutetut, miehet ja yrittäjät. Kansainvälisistä taloudellisen lukutaidon tutkimuksista ks. esim. OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies. OECD 2016. Sijoittajan taloudellisen lukutaidon merkityksestä ks. Salo 2016, s. 125–130.

60. Ks. rajoittuneesta rationaalisuudesta esim. Herbert Simon, *Theories of Bounded Rationality. Decision and Organization*. North Holland Publishing Company 1972, s. 161–176. Simon kuvaa rajoitetun rationaalisuuden käsitteellä ihmistä, joka tavoittelee valinnan optimaalisuuden sijaan sen tyydyttävyyttä. Tällainen yksilö tekee päätöksiä, jotka ovat riittävän hyviä, vaikka ne eivät olisi täysin optimaalisia.

on tyypillistä informaation rajallisuus ja epäsymmetrisyys sekä informaation käsittelyyn liittyvät ongelmat.⁶¹

4.2. Kognitiiviset vinoumat järkevän sijoittajan päätöksenteossa

Rahoitustutkimuksen piirissä on kehittynyt ala, joka on keskittynyt sijoittajien todelliseen päätöksentekoon ja siinä ilmeneviin poikkeamiin täydellisestä rationaalisuudesta. Tutkimusala nimitetään *behavioral financeksi*, joka voidaan suomentaa käyttäytymistaloustieteelliseksi rahoitukseksi. Perinteisessä taloustieteessä odotukset ja riskit edustavat keskeisimpiä tekijöitä päätöksentekomalleissa. Nämä odotukset ovat yleensä mallinnettavissa matemaattiseen muotoon. Käyttäytymistaloustieteellinen rahoitus yhdistää taloustieteeseen psykologiaa, jolloin sijoittajien odotukset saavat matemaattisesta mallinnuksesta poikkeavan merkityksen – odotukset kuvastavat ennen kaikkea ihmismielen tuottamia odotuksia. Näin muodostuu yhdistelmä psykologisia ja taloustieteellisiä odotuksia: niin markkinoille tuleva uusi informaatio kuin myös sijoittajien aiemmat kokemukset välittyvät toimintaan – ja samalla hintoihin.⁶²

Monet talous- ja rahoitustieteeseen perustuvat hinnoittelumallit on rakennettu sijoittajan järkevän toiminnan oletukselle. Psykologisissa tutkimuksissa on kuitenkin havaittu tekijöitä, jotka antavat tunteille valtaa sijoituspäätöksissä. Tämä ohjaa sijoittajaa systemaattisesti kauemmas puhtaista järkipäätöksistä. Ihmisten rajoittuneesta kyvystä tehdä rationaalisia päätöksiä seuraa, että markkinoilla ilmenee *anomalioita*, poikkeamia täydellisestä tehokkuudesta. Käyttäytymistaloustieteellinen rahoitus tarjoaa kognitiivisia selityksiä markkinoilla vailla järkisyyttä ilmeneviin heilahteluihin. Näin tutkimusasetelmassa myönnetään, ettei ihminen ole koneen tavoin valmis noudattamaan täysin järkipäätöksiä päätöksentekoa. Käyttäytymistaloustieteilijät uskovat, että sijoittajien järkevästä pyrkimyksestä huolimatta heidän rationaalisuutensa on parhaimmillaankin rajallista. Heidän käyttäytymistään, toimintaansa ja ajatteluaan ohjaavat erilaiset kognitiiviset vinoumat, heuristiikat ja tunteet.⁶³

61. Pekka Timonen, Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Lakimiesliiton Kustannus 1997, s. 71–72.

62. Ihmisen ajattelu, käyttäytyminen ja päätöksenteko ovat olleet mittavan mielenkiinnon kohteina taloustieteessä ja psykologiassa. Simonin sekä Tverskyn ja Kahnemanin psykologian huomioivat tutkimukset ovat muuttaneet käsitystä siitä, kuinka rationaalisesti yksilö tekee valintansa. Ks. Daniel Kahneman – Amos Tversky, Prospect theory: An analysis of decisions under risk. *Econometrica* Mar. 1979, s. 263–291.

63. Ks. esim. Vikash Ramiah – Xiaoming Xu – Imad A. Moosa, Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders: A review and assessment of the literature. *International Review of Financial Analysis* Vol. 41 2015, s. 89–100, 90–92.

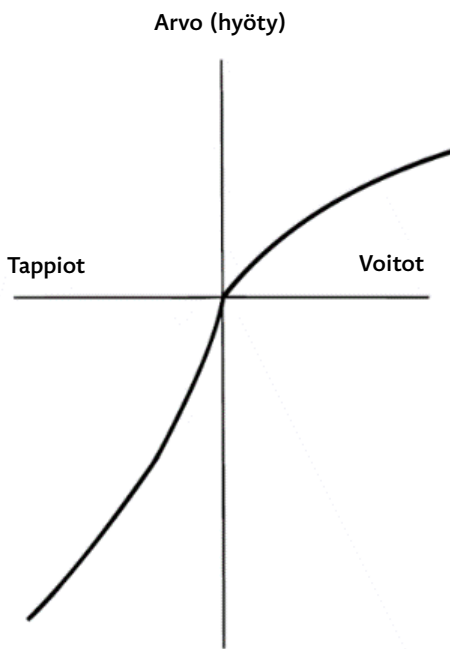
Hens ja *Rieger* ovat selittäneet kognitiivisilla vinoumilla strukturoitujen sijoitustuotteiden suosiota. Heidän mukaansa kalliiden ja monimutkaisten tuotteiden suosio ei ole perusteltavissa rationaalisen sijoituspäätöksenteon näkökulmasta: tuotteiden aikaansaama hyöty ei ylitä niihin tyypillisesti liittyviä kuluja. Strukturoituja tuotteita voidaan käyttää myös spekulointiin; piensijoittajat saattavat kärsiä yli-itsevarmuudesta ja uskoa tietävänsä markkinakehityksestä muita enemmän. Strukturoitujen tuotteiden suosiota voi selittää myös sijoittajien vaikeus arvioida sijoitusten arvoon vaikuttavien tapahtumien todennäköisyyttä.⁶⁴

Kahnemanin ja *Tverskyn* prospektiteoria on taloustiedettä ja psykologiaa yhdistävä malli käyttäytymistaloustieteestä. Sen keskiössä on yksilön päätöksentekopäätöksen odotettavissa olevaan tuottoon ja todennäköisyyksiin perustuvan päätöksenteon.⁶⁵ Siinä voittojen ja tappioiden ero oletettiin merkityksettömäksi: rahan menetyksestä johtuva hyödyn lasku oletettiin kokemuksena yhtäläiseksi samansuuruisen summan voittamisen hyödyn kokemuksen kanssa. Prospektiteorian mukaan sijoituspäätöksiä tehdään siis odotetun hyödyn teorian aksioomien noudattamisen sijaan pikemminkin heuristisia prosesseja seuraamalla.

Prospektiteorian valossa sijoittaja voi tappion rajaamisen ja varmojen menetysten sijaan ottaa lisäriskiä päästäkseen takaisin lähtötilanteeseen. Teorian perusteella sijoituspäätös altistuu luovutusvaikutukselle, minkä vuoksi sijoittaja käyttäytyy usein riskiä karttaen voittojen suhteen, mutta on riskinottaja tappioiden uhatessa. Näin päätöksentekoon liittyy psykologinen tekijä, jolla ei ole yhteyttä yrityksen kassavirtoihin. Seuraava kuvio havainnollistaa prospektiteoriaa.

64. Thorsten Hens – Marc Oliver Rieger, Why do Investors Buy Structured Products? EFA 2009 Bergen Meetings Paper 2011, s. 4, 13–20.

65. Ks. Kahneman – Tversky 1979, s. 263–291, jossa odotetun hyödyn teoriassa voiton hyöty arvioidaan vertaamalla kahden vaurauden tilan hyötyjen erotusta.



Kuvio 5. Prospektiteorian hyötyfunktio⁶⁶.

Kahnemanin ja Tverskyn jatkotutkimuksessa mitattiin niiden päätösten painoituksia, jotka selittivät ihmisten mieltymykset vaatimattomilla rahapanoksilla pelatuissa uhkapeleissä.⁶⁷ Tämän jatkotutkimuksen mukaan päätösten painotukset ovat vastaavien todennäköisyyksien kanssa identtiset ääripäissä: kumpikin on nolla, kun tulos on mahdoton ja kumpikin on 100 prosenttia, kun tulos on varma. Painotukset kuitenkin poikkeavat jyrkästi todennäköisyyksistä ääripäiden lähellä: epätodennäköisiä tapahtumia ylipainotetaan ja todennäköisyysasteikon toisessa päässä ilmiö on vieläkin huomattavampi. Sijoittajilla on siis systemaattisella tavalla voimakas taipumus myydä mieluummin voitolla olevat osakkeet ja pitää kiinni tappiolla olevista, vaikka yrityksen kassavirtaan perustuvat järkisyyt ohjaisivat sijoituspäätöksiä kohti toisenlaisia johtopäätöksiä.⁶⁸

66. Hyötyfunktioita kuvaa myös Terrance Odean, Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *Journal of Finance* Vol. 53 1998, s. 1776.

67. Tversky – Kahneman 1992, s. 307–313.

68. Ks. Odean 1998, s. 1775–1798 ja Mark Grinblatt – Matti Keloharju, What makes investors trade? *Journal of Finance* 2001, s. 589–616. Tutkimukset osoittavat sijoittajien käsittelevän voittoja ja tappioita eri tavoin. Nollatuoton kohdalla on sijoittajapreferensseissä osakemyyntiharkinnassa epäjatkuvuutta: realisointikäyttäytymisen perusteella nollavoitto on selvästi parempi asia kuin pieni tappio.

Tappiokammon lisäksi sijoittajilla on havaittu olevan muun muassa taipumus nähdä omaa ennakkonäkemystään tukevaa informaatiota⁶⁹, hyödyntää jälkiviisautta päätösten arvioinnissa⁷⁰ ja syyllistyä laumakäyttäytymiseen⁷¹.

Järkevän sijoittajan käsitteen rajoitteista huolimatta sillä on erittäin olennainen tehtävä: kannustinvaikutus. Kun sijoittajan oletetaan toimivan järkevän sijoittajan tapaan, asetetaan standardi, jota kohti päätöksenteossa tulisi pyrkiä. Mikäli sääntelyssä oletettaisiin sijoittajien tekävän päätöksensä puutteellisesti informaatioon tutustuneena ja ymmärtämättä sijoittamisen peruslainsäädäntöä, sijoittajilla ei olisi oman sijoittajavastuunsa puolesta merkittäviä kannustimia perehtyä annettuihin tietoihin. Toisaalta järkevä sijoittaja rinnastetaan MAR:n tapaan ”tavalliseen henkilöön”, joten päätöksenteossa ei voida olla huomioimatta todellisten ihmisten täydellisestä rationaalisuudesta poikkeavaa luonnetta.⁷²

4.3. Järkevien sijoittajien luokittelun tarve

Järkevästi toimivat sijoittajat voivat hyödyntää hyvin erilaisia kriteerejä päätöksenteossaan. Vaikka arvopaperimarkkinasääntelyn yhteydessä puhutaan järkevästä sijoittajasta yksikössä, sijoittajien erilaisuuteen viitataan paikoitellen arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä. Erityisen vahvasti tämä tulee esiin sijoituspalveluita koskevassa lainsäädännössä. Sijoituspalvelulaissa, joka pohjautuu EU-tasoiseen MiFID II -sääntelyyn⁷³, sijoittajat luokitellaan ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakkaisiin sekä hyväksyttäviin vastapuoliin. MiFID II -sääntelyssä ei-ammattimaista sijoittajaa tosin kutsutaan yksityissijoittajaksi. Luokittelulla on merkitystä erityisesti sijoittajansuojan kannalta. Sijoittajansuoja ja sen mukaiset tiedonantovelvollisuudet ovat vahvimmillaan ei-ammattimaisten sijoittajien kohdalla.

Ei-ammattimaiset sijoittajatkaan eivät ole homogeeninen ryhmä. Heihin voivat kuulua vaikkapa varakas leski, 20-vuotias opiskelija, sijoittamiskokemusta paljon omaava yritysjohtaja tai pieni perheyrittäjä. Ratkaisukäytännöstäkin ilmenee, että sijoittajansuojan vahvuus vaihtelee ei-ammattimaisten sijoittajien keskuudessa. Esimerkiksi sijoittajan ekonomin koulutus ja kokemus yritystoiminnasta ovat johtaneet asiakkaan

69. Chau Duong – Gioia Pescetto – Daniel Santamaria, How value-glamour investors use financial information: UK evidence of investors’ confirmation bias. *The European Journal of Finance* 20(6) 2014, s. 524–549.

70. Ks. esim. Baruch Fischhoff, Hindsight is not equal to Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment Under Uncertainty. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance* 1(3) 1975, s. 288–299.

71. Ks. esim. Sushil Bikhchandani – Sunil Sharma, Herd Behavior in Financial Markets: A Review. IMF Working Paper WP/00/48, 2000. International Monetary Fund.

72. Rose 2016, s. 10, 15.

73. Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi 2014/65/EU tuli sovellettavaksi vuoden 2018 alusta.

oman selvitysvetollisuuden tiukentumiseen⁷⁴ ja asiakkaan korkea ikä puolestaan on toisinaan tiukentanut sijoitusneuvojan vetollisuuksia⁷⁵.

Hoppu on jakanut yksityishenkilöt sijoitustoiminnan asiantuntemuksen perusteella kolmeen ryhmään: sijoitustoiminnan asiantuntijoihin, ”suureen yleisöön” ja riskikuluttajiin. Sijoitustoiminnan asiantuntijoilta voidaan Hopen mukaan edellyttää sijoitustoiminnan ja arvopaperialan tuntemusta. Suurella yleisöllä ei tällaista erityistietämystä ole. Riskikuluttajilla sijoittajansuojan tarve on erityisen suuri. Viimeksi mainittuun ryhmään voivat kuulua esimerkiksi vanhukset ja nuoret.⁷⁶ Asiantuntemuksen tason lisäksi eroja sijoittajien kesken on havaittu eri sukupuolten välillä. *Halko*, *Kaustia* ja *Alanko* havaitsivat suomalaisista sijoittajista, että naiset välttävät riskiä miehiä enemmän. Eroa eivät selittäneet edes erot sijoitustietämyksessä. Ero oli havaittavissa myös finanssialan asiantuntijoiden ja varakkaiden sijoittajien keskuudessa.⁷⁷

Systemaattisia eroja eri sijoittajaryhmien käyttäytymisessä on havaittu informaation tulkinnassakin. Myös *Ekholm* tutki suomalaisia osakemarkkinoita ja havaitsi, että markkinoille annettu uusi tilinpäätösinformaatio johti eri sijoittajaryhmissä erisuuntaisiin sijoituspäätöksiin. Kotitaloudet, valtiot ja kansainväliset organisaatiot myivät sijoituksiaan, kun kohdeyrityksestä saatiin positiivinen tulossyllätys. Suursijoittajat uutinen sai puolestaan lisäämään sijoituksiaan. Erot informaation tulkinnassa saattavat johtua kognitiivista vinoumista. *Ekholmin* mukaan *yli-itsevarmuutta* esiintyy erityisesti kotitaloussijoittajilla, valtioilla ja kansainvälisillä organisaatioilla. Yhtenä selityksenä saattaa olla myös epäsymmetrinen informaatio: suursijoittajilla on yleensä paremmat mahdollisuudet hankkia tietoa yrityksestä.⁷⁸

Koska järkevän sijoittajan standardin keskeisimpänä tavoitteena on toimia mittapuuna arvopaperimarkkinainformaatiolle, sen tulisi ottaa huomioon sijoittajien monimuotoisuus. Linin mukaan perinteisen täydellisen rationaalisen sijoittajan lisäksi järkevän sijoittajan kategoriaan kuuluisivat myös irrationaaliset sijoittajat, aktiiviset sijoittajat, varallisuudeltaan ja taloudelliselta tietämykseltään ylivertaiset sijoittajat sekä yhteisösijoittajat. Irrationaalisella sijoittajalla Lin ei viittaa tarkoitukselliseen irrationaalisuuteen, vaan ennen kaikkea rajoittuneen

74. Ahvenanmaan käräjäoikeus 29.6.2010 10/625.

75. Ks. esim. APL 2/16, jossa käsiteltiin mediahuomiotaikin saaneen 77-vuotiaan leskirouvan tapausta. Ks. esim. Helsingin Sanomat 31.3.2017 ”Nuukan aviomiehen kuolema paljasti leskirouvalle jättöomaisuuden – Nordea tarjosi neuvojan ja yhtäkkiä rahat hupenivat”.

76. Kari Hoppu, Sijoituspalvelusopimukset. Talentum 2009, s. 68–69.

77. Marja-Liisa Halko – Markku Kaustia – Elias Alanko, The gender effect in risky asset holdings. Aalto University, School of Economics 2011.

78. Anders Ekholm, Essays on stock market reactions to new information. Swedish School of Economics and Business Administration. Yliopistopaino 2002, s. 74–77.

rationaalisuuden mukanaan tuomien kognitiivisten rajoitteiden tunnustamiseen.⁷⁹

Koska sääntely on rakennettu keskiarvoisen järkevän sijoittajan informaatiotarpeille, on vaarana, etteivät erilaiset sijoittajat löydä etsimäänsä tietoa.⁸⁰ Arvopaperimarkkinaoikeus tunnistaa erilaisten sijoittajien olemassaolon sijoituspalvelusääntelyssä. Siinä sijoittajat on jaettu ryhmiin lähinnä rahoitusmarkkinakokemuksen ja -asiantuntemuksen perusteella. Sääntelyn soveltamisessa on huomioitu muitakin ominaisuuksia, kuten ikä, taloudellinen asema ja koulutus. Sijoittajia on jaoteltu vertikaalisesti kokemattomiin eli enemmän suojaa tarvitseviin ja kokeneempiin. Järkevät sijoittajat eroavat toisistaan kuitenkin myös horisontaalisesti. Henkilöön ja hänen asemaansa vaikuttavien tekijöiden varjoon on jäänyt erilaisten *sijoitustavoitteiden ja -strategioiden* merkitys. Tavoitteiden merkitys on ilmeinen, kun huomioidaan, että järkevän sijoittajan standardi merkitsee sijoittajien oletetun päätöksenteon arvioimista.

4.4. Sijoitustavoitteet järkevien sijoittajien luokittelussa

Sijoituspalvelulaissa esitetyn kolmijaon mukainen sijoittajien luokittelu perustuu erityisesti sijoittajien tiedollisiin ja taloudellisiin resursseihin. Myös Hoppu päätyi esittämään sijoittajien kolmijakoa nojautuen paljolti sijoittajien erilaiseen asiantuntemukseen. Jakaessaan sijoittajat sijoitustoiminnan asiantuntijoihin, suureen yleisöön ja riskikuluttajiin hän otti luokitteluun osin myös riskin näkökulman.⁸¹ Riski tosin tässä liittyy sijoittajaan *itseensä* liittyvään riskiin. Talous- ja rahoitustieteiden teorioiden piireissä sijoittajat on puolestaan jaettu kolmeen ryhmään riskipreferenssein: sijoittajat voivat olla joko riskinottajia, riskineutraaleja tai riskinkarttajia.

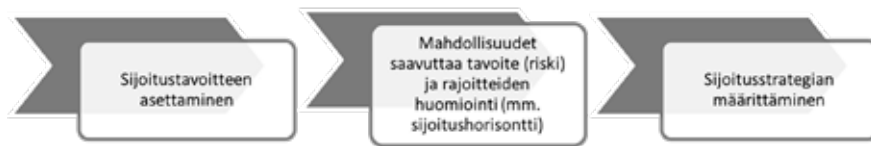
Edeltävissä sijoittajien ryhmittelyissä on päädytty tarkastelemaan sijoittajia yksittäisen ominaisuuden, kuten asiantuntemuksen tai riskin, näkökulmasta. Kun pohditaan sijoittajien päätöksentekoa, asiantuntemus tai riski eivät ole kuitenkaan ensimmäiset huomioitavat seikat. Jokaisen sijoituspäätöksen tulisi aina pohjautua tietyn *sijoitustavoitteen* asettamiseen, johon tietämystä, horisonttia ja riskitasoa peilataan. Viimeksi mainitut ovat alisteisia tavoitteille.⁸² Sijoitusprosessia voidaan kuvata *Lustigia* mukaillen seuraavan kuvion tapaan.

79. Lin 2015, s. 466.

80. Ks. myös Lin 2015, s. 466.

81. Hoppu 2005, s. 68–69.

82. Ks. esim. SipaL 10:4, jonka mukaan sijoitusneuvonnassa on hankittava riittävät tiedot muun muassa asiakkaan ”sijoitustavoitteista, mukaan lukien riskiraja”. Riskiraja olisi siis sanamuodon mukaan yksi osa sijoitustavoitetta. Muotoilu vastaa MiFID II -direktiivin 25 artiklaa.



Kuvio 6. Sijoitusprosessi alkaa tavoitteen asettamisesta.⁸³

Järkevällä sijoittajalla voidaan olettaa olevan jokin tavoite, johon hän pyrkii, vaikka rajoittunut rationaalisuus voikin tavoitteeseen pääsyä häiritä. Tavoitteet määrittävät, mitä sijoittaja *haluaa* saavuttaa. Päätöksentekoprosessi käynnistyy siis tavoitteen asettamisella. Riski määrittää tavoitteen saavuttamisen mahdollisuutta. Tavoitteen toteuttamisessa on huomioitava mahdolliset rajoitteet, kuten sijoittajan asiantuntemustaso ja sijoitushorisontin pituus. Vasta tavoitteen asettamisen jälkeen voidaan määrittää strategia, jolla tavoitteeseen pyritään.⁸⁴

Vastaavasti *Latané* toteaa rationaalisen valinnan erilaisten portfolioiden joukosta edellyttävän kolmivaiheista prosessia. Ensin on päätettävä tavoitteet ja kriteerit portfolioalintaan. Seuraavaksi muodostetaan arviot eri päätösvaihtoehtojen todennäköisistä lopputulemista. Kolmanneksi muodostetaan portfolio näiden todennäköisyysarvioiden ja muodostettujen kriteerien perusteella.⁸⁵

MiFID II -sääntelyssä kiinnitetään huomiota sijoittajien *tarpeisiin* ja heidän aiempaa täsmällisempään ryhmittelyynsä. MiFID II -sääntelyn mukaisessa tuotehallintamenettelyssä sijoituspalveluyrityksen on säännöllisesti tarkasteltava tarjoamiaan ja markkinoimiaan rahoitusvälineitä ja arvioitava, ovatko ne edelleen asiakaskohderyhmän tarpeiden mukaisia. Asiakaskohderyhmä on tarkempi ryhmittely kuin sijoituspalvelulain mukainen asiakkaiden luokittelu. SipaL 7:7:n mukaan rahoitusvälinekohtainen asiakaskohderyhmä on nimittäin täsmennettävä *kussakin asiakasluokassa*. Ei-ammattimaisten sijoittajienkin erilaisuus tulee muistaa. Sääntely osaltaan korostaa eri sijoittajatyypin ja heidän tavoitteidensa tunnistamista.⁸⁶

Myös esiteasetuksen (EU 2017/1129) yhteydessä tuodaan esiin tarve mukauttaa informaatiota niin sijoittajien kuin liikkeeseenlaskijoidenkin olosuhteet huomioiden. Asetuksen johdanto-osassa todetaan, että esitteeseen sisällytettävää tietoa tulee mukauttaa ottaen huomioon esitteen tyypin, liikkeeseenlaskijan

83. Yoram Lustig, *Multi-Asset Investing*. Great Britain, Harriman House Ltd 2013, s. 3–4.

84. Lustig 2013, s. xvii, 3.

85. Henry Allen Latané, Rational Decision-Making in Portfolio Management. *The Journal of Finance* 14(3) 1959, s. 429–430, 429.

86. Ks. myös SipaL 10:7. Sijoitusneuvontaa tarjottaessa asiakkaalle on toimitettava soveltuvuuslausunto, jossa täsmennetään, millaista neuvontaa on annettu ja miten se vastaa ei-ammattimaisen asiakkaan tarpeita, tavoitteita ja muita ominaisuuksia.

luonteen ja olosuhteet, arvopapereiden tyyppin sekä sen, onko tarjouksen kohteena ainoastaan kokeneita sijoittajia. Tyypillisesti esitteet ovat pitkiä ja sijoittajan päätöksenteon kannalta tarpeellisin informaatio saattaa hukkuu muun informaation joukkoon. Esiteasetuksessa todetaankin, ettei esite saisi sisältää sijoittajan kannalta epäolennaisia tietoja.⁸⁷

”Järkevien sijoittajien” monimuotoisuus voitaisiin huomioida tunnistamalla ja muodostamalla keskeisimmät sijoitustavoitteiden pääryhmät ja käytetyt sijoitusstrategiat. Toisaalta myös arvopaperimarkkinoilla toimivat yritykset eroavat toisistaan tavoitteiltaan: osa yrityksistä pyrkii voimakkaaseen kasvuun, osa nykyaseman säilyttämiseen. Erityyppisiä sijoitustavoitteita omaavat voivat siksi nähdä yritysten houkuttelevuuden sijoituskohteena – ja olennaisen informaation – eri tavoin. Kuten tuotehallintamenettelyssä tuodaan esiin, eri sijoituskohteet soveltuvat eri tarpeisiin ja tavoitteisiin. Tiedonantovelvoitteita voitaisiin siksi tehokkaimmin punnita huomioiden järkevien sijoittajien erilaiset sijoitustavoitteet ja -strategiat.

Järkevän sijoittajan standardia hyödynnettäessä on muistettava myös rajoittunut rationaalisuus sekä informaation tulkintaan ja päätöksentekoon vaikuttavien kognitiivisten vinoumien olemassaolo. Markkinatkaan eivät ole täydellisen tehokkaat. Informaatiotarvetta mittaavana standardina järkevä sijoittaja tuleekin ymmärtää realistisena kuvauksena sijoittajasta.

5. Johtopäätökset

Tässä artikkelissa on tarkasteltu järkevän sijoittajan standardia sekä pohdittu sen arviointia ja hyödyntämistä. Apuvälineinä on käytetty niin juridiikan, taloustieteen, rahoitusteorian kuin käyttäytymistaloustieteenkin näkökulmia. Tarkastelussa eri tieteenalojen yhteiseksi rajapinnaksi on muodostettu yksilön taloudellinen päätöksentekoprosessi. Artikkelissa on tunnistettu erilaisten taloudellisten päätöksentekijöiden jo olemassa olevia luokitteluja. Näitä luokitteluita voidaan hyödyntää pohdittaessa sijoittajien luokittelun tarvetta arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta. Luokittelua puolestaan on mahdollista käyttää järkevän sijoittajan standardin soveltamisessa. Huomioiden standardin laaja-alainen hyödyntäminen informaatiovelvoitteiden täyttämässä arvopaperimarkkinoilla sen systematisointipyrkimykset ovat toistaiseksi jääneet sääntelyssä ja oikeuskirjallisuudessa vähäisiksi. Järkevän sijoittajan oletettua päätöksentekoa on jouduttu pohtimaan ratkaisukäytännössä yksittäistapauksittain.

87. Esiteasetus EU 2017/1129, johdantolause 27.

Systematisoinnin tarkoituksena on tuottaa apuvälineitä tapauskohtaiseen punnintaan. Matemaattisen tarkkoja malleja järkevä sijoittajan päätöksenteosta ja ominaisuuksista ei silti ole mahdollista rakentaa. Seuraavaksi on olennaista tunnistaa keskeisimmät seikat, joita käytännön päätöksentekijät voivat hyödyntää arvioidessaan esimerkiksi informaation julkaisuvelvollisuutta.

Sijoittajien erilaisuuden merkitys ilmenee jo sijoituspalvelulain tuotehallintamenettelyssä ja velvollisuudessa luokitella asiakkaat. Sijoittajien erilaisuuden tunnistaminen ei kuitenkaan systematisointipyrkimyksessä vielä riitä. On pohdittava, *minkä suhteen* erilaisia järkeviä sijoittajia tulisi ryhmitellä. Artikkelin johtopäätöksiä esitellään seuraavassa kuviossa.



Kuvio 7. Artikkelin keskeiset tulokset.

Sijoittajat arvottavat yritystä koskevaa informaatiota omien preferenssiensä mukaisesti ja tekevät päätöksiä tämän pohjalta. Arvopaperimarkkinoilla sijoituspäätös perustuu aina yksilön tekemään valintaan. Sijoittajainformaation – jonka turvaamiseksi tiedonantovelvollisuudet on säädetty – perustuminen keskiarvoiseen järkevään sijoittajaan on jossain määrin ongelmallista. Sijoittajien monimuotoisista preferensseistä johtuen erilaisten sijoittajien päätöksentekoaan varten tarvitsema informaatio on käytännössä erilaista.

Tiedonantovelvollisuuksien toteuttamisessa ei voida kuitenkaan huomioida yksittäisten sijoittajien preferenssejä. Markkinoilla tiedonantovelvollisuudet kohdistuvatkin pääasiassa anonymiin yleisöön.⁸⁸ Tämä ei silti estä huomioimasta

88. Poikkeuksena ovat sijoitusneuvonnan kaltaiset yksilölliset palvelut, joissa tiedonantovelvollisuus kohdistuu suoraan yksittäiseen asiakkaaseen.

sijoittajien erilaisuutta, mikäli sen tunnistamiselle ja huomioimiselle pystytään muodostamaan systemaattisia välineitä. On mahdollista, että esimerkiksi yksittäisen yrityksen poikkeuksellisen sijoitustarinan johdosta sen sijoittajiksi hakeutuu tietyn tyyppinen, ominaisuuksiltaan keskiarvoista poikkeava joukko.

Tässä artikkelissa esitämme, että järkevän sijoittajan standardin mukaisessa arvioinnissa lähtökohtana olisivat sijoittajien erilaiset tavoitteet ja sijoitusstrategiat. Sijoittajan päätöksenteko, jota järkevän sijoittajan standardilla arvioidaan, käynnistyy aina tavoitteen määrittelystä – ei esimerkiksi sen määrittelystä, millainen asiantuntemus sijoittajalla on. Muut arvioitavat seikat tulevat pohdittaviksi vasta tavoitteen määrittämisen jälkeen. Tämä voidaan nähdä tarkoituksenmukaisimpana lähtökohtana erilaisten järkevien sijoittajien kategorisoinnille. Seuraavassa artikkelissamme muodostamme sijoitustavoitteiden ja -strategioiden pääryhmät, joita voidaan hyödyntää järkevän sijoittajan standardin soveltamisessa.

The many faces of a reasonable investor

MARIKA SALO, D.Sc. (Econ. & Bus. Adm.), Post-doctoral Researcher, University of Vaasa –
JUKKA OKSAHARJU, M.Sc. (Econ & Bus. Adm.), Doctoral Student, University of Vaasa

A reasonable investor is an international and central concept in the securities market regulation. It is considered as a standard for assessing, for example, the need to disclose insider information and provide information. It serves as a criterion for what information is essential. What is problematic is that a reasonable investor has not been defined exhaustively and unambiguously, even though it is a concept that cuts across the entire securities market. Generally, a reasonable investor is seen as an average investor. Research from various academic fields, however, shows that there are in fact different types of investor who have a wide range of investment strategies – each of which is reasonable in its own sense. The characteristics of a reasonable investor should be identified because the reasonable investor standard affects the disclosure obligations, according to which corporate information must be disclosed to the market. Differences between investors have been taken somewhat into account in the regulation of securities markets and in legal literature, but this process has not been systematic. In this article, the existence of different reasonable investor types is presented; in addition, an explanation is provided as to why the defining of these types should be based on the investment goals.