

# OIKEUSTIEDE

## JURISPRUDENTIA

XLIX

2016

---

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA

*Toimitusneuvosto*

Jaana Norio-Timonen, puheenjohtaja

Tuula Linna

Tapio Määttä

Seppo Villa

*Toimittaja*

Antti Kolehmainen

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

[www.lakimiesyhdistys.fi](http://www.lakimiesyhdistys.fi)

© kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys

ISSN-L 0355-8215

ISSN 0355-8215

ISBN 978-951-855-360-4

Oy Nord Print Ab, Helsinki 2016

**Marja Luukkonen**

**TUTUSTU, YMMÄRRÄ JA PÄÄTÄ –  
SIOITTAJAN SELONOTTO-  
VELVOLLISUUS  
OIKEUS- JA KÄYTTÄYTYMIS-  
TALOUSTIETEELLISESTÄ  
NÄKÖKULMASTA**



---

# Sisällys

1	ALUKSI .....	117
2	MIKSI SELONOTTOVELVOLLISUUS ON KIINNOSTAVA? .....	121
2.1	Tuotevalikoima on laaja.....	121
2.2	Tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuksista lyhyesti .....	124
2.2.1	Tiedonantovelvollisuus arvopaperituotteissa.....	124
2.2.2	Tiedonantovelvollisuus vakuutus tuotteissa .....	126
2.3	Tietoa on saatavilla – riittääkö se? .....	130
3	MITEN SIOITTAJA TOIMII? .....	134
3.1	Käyttäytymistaloustieteestä evoluutiopsykologiaan.....	134
3.2	Vinoumat, ylioptimismi, ylikuottamus .....	135
3.3	Tuleeko lainsäätäjän puuttua sijoittajien käyttäytymiseen?.....	139
4	SIOITTAJAN SELONOTTOVELVOLLISUUS – MITÄ SE TARKOITTA?.....	141
4.1	Mihin selonottovelvollisuus kohdistuu? .....	141
4.1.1	Tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen kirjallisesti.....	144
4.1.2	Tiedonannon puutteellisuus tai ristiriitaisuus.....	145
4.1.3	Tiedonannon virheellisyys ja harhaanjohtavuus .....	148
4.1.4	Yllättävien ja ankarien vakioehtojen korostamis- velvollisuus.....	153
4.2	Ajallisuus .....	155
4.3	Näytöstä .....	158
4.4	Sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat selonottovelvollisuuteen .....	160
5	KÄYTTÄYTYMISTIEDEIDEN HUOMIOONOTTAMINEN FINANSSIMARKKINOILLA? .....	164
6	LOPUKSI .....	169
	LÄHTEET .....	172
	LYHENTEET .....	179
	OIKEUS- JA LAUTAKUNTAKÄYTÄNTÖ .....	179
	READ, UNDERSTAND AND DECIDE – INVESTOR’S DUE DILIGENCE DUTY .....	181



---

# Tutustu, ymmärrä ja päätä – Sijoittajan selonottovelvollisuus oikeus- ja käyttäytymistaloustieteellisestä näkökulmasta

## 1 ALUKSI

”An investment in knowledge pays the best interest” on yhdysvaltalainen kirjailija, tiedemies ja diplomaatti *Benjamin Franklin* taannoin todennut. Sanoma- ja aikakauslehdissä, internetin keskustelupalstoilla ja sijoituspalveluja tarjoavien yritysten mainoksissa on paljon sijoitusvinkkejä. Sijoitustuotteiden kirjo on laaja, ja jokaiselle sijoittamisesta kiinnostuneelle löytyy runsaasti valinnanvaraa sijoituskohteiden osalta. Tietoa on paljon saatavilla yleisesti, ja ennen sijoituspäätöksen tekemistä tuotteen tarjoajan on annettava erityisesti vakuutuslupajalle ja ei-ammattimaiselle arvopaperisijoittajalle laajasti informaatiota sijoitustuotteesta. Toisaalta voidaan pohtia sitä, riittääkö tieto ja ammattitaito sijoittamiseen: olemme voineet lukea, kuinka Orlando-kissa on voittanut ammattisijoittajat menen tullen sijoituskilpailussa.<sup>1</sup>

Joka tapauksessa sijoittajaa suojataan arvopaperi- ja vakuutusmarkkinoilla tehokkaasti.<sup>2</sup> Euroopan unionin tavoitteena rahoitusmarkkinalainsäädännön harmonisoinnissa on luoda mahdollisimman korkeatasoinen sijoittajansuoja.<sup>3</sup> Yleisesti ottaen arvopaperimarkkinasääntelyn tarkoituk-

---

\* *Marja Luukkonen*, OTM, KTK, velvoiteoikeuden tohtorikoulutettava, Helsingin yliopisto

<sup>1</sup> *The Guardian*, Mark King: Investments: “Orlando is the cat’s whiskers of stock picking”, julkaistu 13.1.2013. Artikkelin osoitteessa <http://www.theguardian.com/money/2013/jan/13/investments-stock-picking/print> (viitattu 5.1.2016).

<sup>2</sup> Sijoittajan suojaamisesta on tullut nykypäivänä tärkeämpää verrattuna siihen, mitä se oli arvopaperimarkkinalakeja säädettäessä 1980- ja 90-luvun taitteessa, ks. *Astola* 1990.

<sup>3</sup> 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, 3 resitaali.

sena on muun muassa suojata rahoitusmarkkinoiden<sup>4</sup> toimintaa ja vakautta, alentaa transaktiokustannuksia sekä ehkäistä informaatioepäsymmetriaa markkinaosapuolten välillä.<sup>5</sup> Informaatioepäsymmetria tarkoittaa taloustieteessä tilannetta, jossa transaktion yhdellä osapuolella on enemmän informaatiota kuin toisella.<sup>6</sup> Tuotteen tarjoajille asetettavien tiedonantovelvoitteiden tarkoituksena on nimenomaisesti vähentää informaatioepäsymmetriaa<sup>7</sup> ja suojata sijoittajaa. Euroopan unionin asettamien laajojen tiedonantovelvollisuuksien tarkoituksena on, että sijoittaja tekee informoidun päätöksen sijoitustuotteen ostamisesta.<sup>8</sup> Tiedonantovelvoitteet eivät kuitenkaan auta, mikäli toinen osapuoli, sijoittaja, ei täytä omaa toimintaodustaan.

Sijoittajan suojaaminen on siis yksi tärkeä osa rahoitusmarkkinoiden sääntelyä. Sijoittajan suojaamisessa on nähtävissä kahdenlaisia tavoitteita: yksittäisen sijoittajan suojaaminen ja koko rahoitusjärjestelmän toimintaedellytysten turvaaminen.<sup>9</sup> Sijoittajansuojan tavoitteena on myös pitää yllä sijoittajan luottamusta sijoitustoimintaan, jotta finanssimarkkinoiden infrastruktuuri toimisi ja pääoma siirtyisi mahdollisimman tehokkaasti ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille.<sup>10</sup> Näin varallisuus saadaan tehokkaaseen

<sup>4</sup> Arvopaperimarkkinoiden sääntelystä ks. esim. *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 7–13 ja markkinoiden toiminnasta *Black* 2013. Tehokkaiden markkinoiden kritiikistä, *Vahtera* 2011 s. 45–46.

<sup>5</sup> Informaatiotaloustiede kiinnittää huomiota esimerkiksi informaatioepäsymmetrian korjaamisesta aiheutuviin kuluihin, jotka usein koituvat asiakkaiden maksettaviksi, *Faure – Luth* 2011 s. 339. Tämä voi pahimmassa tapauksessa johtaa negatiiviseen valikoitumiseen, sillä tiedonantovelvoitteiden lisääminen seurauksena tuotteiden hinnat voivat nousta niin paljon, ettei kaikilla ole enää varaa ostaa jotakin tuotetta.

<sup>6</sup> Yksi kuuluisimmista ja ensimmäisistä informaatioepäsymmetriaa kuvaavista ja sen tutkimusta käsittelevistä artikkeleista on *George Akerlofin* ”*The market for ”lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism*”, *Akerlof* 1970.

<sup>7</sup> Muun muassa informaatioepäsymmetriaa tutkivan informaatiotaloustieteen mukaan tiedonantovelvoitteet tulee asettaa sille osapuolelle, joka selviää niistä pienin kustannuksin.

<sup>8</sup> Sijoittajien suojaamisen tavoitetta voidaan kuitenkin hahmotella myös toisin. Voidaan ajatella, että asymmetrinen informaatio ei aiheutakaan markkinoiden epäonnistumista, vaan epäonnistumista aiheuttaa se, että sijoittajat toimivat rajoitetun rationaalisesti (*bounded rationality*). Tällöin sijoittajansuojan tarkoituksena on, että sijoittajat eivät tee informoittua sijoituspäätöstä, vaan harkitun sijoituspäätöksen. Rajoitetulla rationaalisuudella tarkoitetaan sitä, että ihmisen rationaalista päätöksentekoa rajoittavat saatavilla olevan informaation rajallisuus, päätöksentekijän rajalliset kognitiiviset kyvyt sekä päätöksentekoon käytettävissä oleva rajoitettu aika. Rajoitetusta rationaalisuudesta on kirjoitettu paljon. Sen oppi-isänä pidetään *Herbert Simonia*, ks. *Honkapohja* 1995 s. 209–518; *Simon* 1991 s. 125–134; *Simon* 1955 s. 99–118. Ks. myös. *Klohn* 2009 s. 440–441. *Klohn* on kritisoinut EU:n käyttämää käsitettä ”*informoitu sijoituspäätös*”.

<sup>9</sup> *Leppiniemi* 2011 s. 98–120.

<sup>10</sup> Rahoituksen siirtymisestä ylijäämämarkkinoilta alijäämämarkkinoille, ks. esim. *Knüpper – Puttonen* 2014 s. 52–54; *Alhonsuo – Nisén – Pellikka* 2009 s. 15–16. Sijoittajansuo-



käyttöön yhteiskunnassa rahoitusmarkkinoiden kautta ja kaikki osapuolet hyötyvät.

Tärkeä osa sijoittajansuojaa on sijoittajalle itselleen asetettavat vaatimukset. Monesti keskitytään vain tuotteen tarjoajien ja arvopaperien liikkeellelaskijoiden velvollisuuksiin ja vastuisiin, mutta sijoittajakaan ei voi vain rauhassa sijoittaa rahojansa perehtymättä sijoituskohteeseensa ja odottaa tuottoa; myös hänelle asetetaan velvollisuuksia. Vaikka tuotteiden tarjoajille onkin asetettu paljon vastuuta muun muassa tiedonantovelvollisuuden osalta, sijoittajan on tarpeellista antaa myös oma panoksensa sijoitusprosessissa.

Sijoittajansuojan tavoitteena voidaan sanoa olevan se, että sijoittajalla olisi käytettävissään olennaiset ja riittävät tiedot perustellun sijoitus päätöksen tekemiseen – samalla kun sijoittajalle itselleen jää kannettavaksi sijoitusriski. Keskeinen sijoittajalle asetettava toimintaodotus on sijoittajalle asetettava selonottovelvollisuus ennen sijoitus päätöksen tekemistä. Selonottovelvollisuuden voidaan katsoa olevan tuotteen tarjoajalle asetettavan tiedonantovelvollisuuden vastapari. Selonottovelvollisuuteen liittyy myös mielenkiintoinen näkökulma sijoittajan tosiasiallisesta käyttäytymisestä. Sijoittajalle annetaan runsaasti tietoa sijoituksesta, mutta tutustuuko sijoittaja tosiasiallisesti annettuun tietoon ja hyödyntääkö hän sitä päätöksenteossaan? *Takaako oman ajan sijoitus tietoon parhaimman koron?*

Tässä artikkelissa käsitellään sijoittajan selonottovelvollisuuden sisältöä ja ulottuvuutta sijoitusneuvontatilanteissa. Tutkimuksessa tarkastellaan sitä, millaista selonottovelvollisuutta Suomessa edellytetään sijoittajalta ja onko sijoittajan tosiasiallisella käyttäytymisellä väliä arvioitaessa eri osapuolten velvoitteiden jakautumista.

*Sijoitustuotteella* tarkoitetaan yleisesti tuotetta, johon tai jonka avulla sijoittaja sijoittaa pääomaa tarkoituksenaan saada pääomalleen tuottoa.<sup>11</sup> *Sijoituspalvelulla* tarkoitetaan sijoituspalvelulain (14.12.2012/747, jäljempänä myös SPL) 1 luvun 11 §:n mukaisesti muun muassa sijoitusneuvontaa.<sup>12</sup> *Sijoitusneuvonnalla* tarkoitetaan vuorostaan yksilöllisen suosituksen

---

jasta yleisesti *Korling* 2010 s. 65–77; *K. Hoppu* 2004 s. 34–38.

<sup>11</sup> Se, että sijoittajalla on tarkoituksena saada sijoittamalleen pääomalle tuottoa, ei tarkoita sitä, että hän välttämättä tätä tuottoa tosiasiallisesti saisi. Sijoittamiseen liittyy lähes aina riski ja rahoitusteoreettisesti sanotaankin, että sijoittamisessa tuotto ja riski kulkevat käsi kädessä. Sijoitustuotteina voidaan mainita esimerkiksi säästötilit (tuotto etukäteen sovittu), määräaikaistalletukset (tuotto etukäteen sovittu tai riippuvainen sovittu kohde-etuuden tuotosta), pörssiosakkeet, sijoitusrahastot, sijoitussidonnaiset vakuutukset, joukkovelkakirjalainat sekä erilaiset johdannaisinstrumentit (kuten optiot, termiinit ja futuurit).

<sup>12</sup> SPL 1 luvun 11 §:n mukaan sijoituspalveluja ovat sijoitusneuvonnan lisäksi myös toimeksiantojen välittäminen, toimeksiantojen toteuttaminen, kaupankäynti omaan lukuun,

antamista asiakkaalle tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi (SPL 1 luvun 11 § 5 kohta).<sup>13</sup> Todettakoon, että sijoitusvakuutusten myyntitilanteet eivät ole sijoitusneuvontaa.

Selonottovelvollisuuden tarkastelu kohdistuu ajankohtaan ennen kuin sijoittaja on tehnyt sijoituspäätöksen. Artikkelissa käsitellään sijoitustuotteina sekä arvopaperi-<sup>14</sup> että vakuutustuotteita<sup>15</sup>. On huomattava, että arvopaperi- ja vakuutustuotteita koskevat eri lait eikä esimerkiksi vakuutusten myynnissä tehdä luokittelua ei-ammattimaiseen ja ammattimaiseen asiakkaaseen.

Artikkelissa selonottovelvollisuutta pohditaan myös käyttäytymistaloustieteellisestä näkökulmasta ja sen suhdetta tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen. Tutkimussuuntausta voidaan kuvata myös käyttäytymispainotteiseksi oikeustaloustieteeksi, sillä tutkimuksessa tarkastellaan voimassa olevien normien tehokkuutta psykologisesta näkökulmasta.<sup>16</sup>

Aiheen ulkopuolelle on rajattu sijoittajan *tietämisvelvollisuus*<sup>17</sup>. Tutkimuksessa ei oteta kantaa siihen, tulisiko yhteiskunnassa ylipäänsä puuttua

---

omaisuudenhoito, liikkeeseenlaskun takaaminen, liikkeeseenlaskun järjestäminen sekä monikeskisen kaupankäynnin järjestäminen. Tämän tutkimuksen kannalta relevantein sijoituspalvelun muoto on kuitenkin sijoitusneuvonta.

<sup>13</sup> Yksinkertaisimmillaan sijoitusneuvonnassa on kyse siitä, että kun asiakas menee pankkiin, kertoo olevansa kiinnostunut sijoittamaan tietyn summan rahaa, ja pankin edustaja ja asiakas alkavat keskustella mahdollisista sijoitusvaihtoehdoista. Tämä on sijoitusneuvontaa riippumatta siitä, periikö palvelun tarjoaja neuvonnasta maksua vai ei. Konsultatiivisessa (Arvopaperilautakunta on luokitellut konsultatiivisen omaisuudenhoidon sijoitusneuvontaan, ks. esim. APL 79/2004) omaisuudenhoidossa on kyse pankin ja asiakkaan välisestä yleensä pitkäkestoisemmasta sijoituspalvelusta, jossa pankki ja asiakas ovat sopineet sijoitusneuvonnan antamisesta ja asiakas maksaa tästä korvausta pankkiin. Konsultatiivisessa omaisuudenhoidossa sijoittaja tekee kuitenkin itse sijoituspäätökset, ts. pankin sijoitusneuvoja ei tee sijoitusratkaisuja asiakkaan puolesta, vaikkakin pankki usein on velvollinen seuraamaan asiakkaan sijoitusten kehitystä. On huomattava, ettei konsultatiivinen omaisuudenhoito tarkoita samaa kuin SPL 11 §:n mukainen omaisuudenhoito, jossa sijoituspäätökset tekee asiakkaan puolesta palvelun tarjoaja. (Ks. lisää konsultatiivisesta omaisuudenhoidosta *Wuolijoki* 2009 s. 172–174.) Sijoitusneuvonnan määrittelyn suhteen haasteellisempi tilanne saattaa olla sellainen, jossa asiakkaalle on tehty hieman yleisempi tuote-esittely tai -markkinointi. Esimerkiksi juuri pankit saattavat pitää asiakkaille tuote-esittelyiltoja, jossa he esittelevät uusia tuotteita. Mikäli tällaisessa tilanteessa asiakkaalle annetaan yksilöllinen suositus tietyn sijoitustuotteen ostamiseen tai muuhun vastaavaan, on tällainen tuote-esittely samalla sijoitusneuvontaa (ks. *Wuolijoki* 2009 s. 176). On muistettava, että jotta tällaista tuote-esittelyä sijoitusneuvontana voitaisiin edes harkita pankin puolesta, tulee esittelyn olla asiakkaiden sijoittajaprofiilin mukaista (tai ainakin tämä olisi toivottavaa, ettei tulisi suurempia ongelmia tulevaisuudessa). Ks. esim. APL 11/2010.

<sup>14</sup> Arvopaperin määritelmästä ks. *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 13–19.

<sup>15</sup> Sijoitusvakuutuksista, ks. *Rantala – Kivisaari* 2014 s. 186; *Jokela – Lammi – Lohi – Silvola* 2009 s. 94; *Norio-Timonen* 2007 s. 10; *Rantala – Kivisaari* 2014 s. 186.

<sup>16</sup> Ks. esim. *Korobkin – Ulen* 2000.

<sup>17</sup> Sijoittajalle voidaan asettaa myös jonkinasteinen tietämisvelvollisuus, kuten laintunte-

yksilöiden oikeuksiin ja velvollisuuksiin<sup>18</sup> ja tulisiko esimerkiksi tiedonantoveltoitteita lainkaan olla.<sup>19</sup> Tässä artikkelissa ei myöskään käsitellä etämyyntitilanteita, joihin liittyy omat ongelmansa.<sup>20</sup>

## 2 MIKSI SELONOTTOVELVOLLISUUS ON KIINNOSTAVA?

### 2.1 Tuotevalikoima on laaja

Sijoittajan tuotevalikoima on tänä päivänä valtava. Perinteisten osakesijoitusten rinnalla on vaihtoehtoina muun muassa sijoitusrahastoja, joukkovelkakirjalainoja, sijoitusvakuutuksia ja warrantteja. *Joukkovelkakirjalainat* ovat pankkien, yritysten, valtioiden, kuntien ja muiden yhteisöjen liikkeeseen laskemia lainoja.<sup>21</sup> *Warrantti* puolestaan on pankin tai sijoituspalveluyrityksen asettama arvopaperi, joka kohdistuu johonkin kohde-etuuteen. Kohde-etuus on yleensä osake tai indeksi, mutta se voi myös olla esimerkiksi mikä tahansa hyödyke tai valuutta.

*Sijoitusrahasto* on sijoittajien omistamista rahasto-osuuksista muodostuva sijoituskohde, jonka pääoma on sijoitettu muihin rahoitusvälineisiin.<sup>22</sup> Moni aloitteleva sijoittaja sijoittaa usein sijoitusrahastoihin. Sijoitusrahas-

---

misvelvollisuus, ks. esim. *K. Hoppu* 2009 s. 258–259 ja *Wuolijoki* 2009 s. 335 ja 351–356. Esimerkiksi Vakuutuslautakunnan käsityksen mukaan on yleisesti tiedossa, että taloudelliseen toimintaan ja suhdannekehitykseen liittyy aina epävarmuustekijöitä, joiden vaikutus on otettava huomioon etenkin sijoitustoiminnassa (esim. VKL 149/2009). Tietämisvelvollisuudesta vakuutus oikeudessa on kirjoittanut jo *Vihma*, ks. *Vihma* 1945, s. 54.

<sup>18</sup> Ns. liberalistisen sopimusoikeuden perusajatuksena oli, että sopimusosapuolet pystyvät itse parhaiten huolehtimaan omista eduistaan ja yksityisautonomia sekä sopimusvapaus johtivat tasapainoisten sopimussuhteiden syntyyn. Osapuolten katsottiin olevan yhdenvertaisia sopimusneuvotteluissa ja sopimuksen tekemisessä. Myöhemmin sopimusoikeudessa vallalle tuli ns. sosiaalinen sopimusoikeus, jonka kantavana ajatuksena oli, että sopimussuhteen heikompa osapuolta on suojattava erinäisin toimenpitein. *Wilhelmsson* 1995 s. 1–5 ja 7–16 sekä laajemmin sosiaalisesta siviilioikeudesta *Wilhelmsson* 1987.

<sup>19</sup> Keskustelusta ks. esim. *Faure – Luth* 2011 s. 341–342.

<sup>20</sup> Ks. esim. *Wuolijoki – Hemmo* 2013, s. 720–722 ja *Lehtipuro – Luukkonen – Mäntyniemi – Raulos – Santavirta* 2010 s. 266–269.

<sup>21</sup> Joukkovelkakirjoja ovat esimerkiksi perinteiset joukkovelkakirjalainat kuten obligaatiot ja debentuurit, osakesidonnaiset joukkovelkakirjalainat kuten vaihtovelkakirjalainat sekä indeksilainat, jotka ovat erilaisiin kohde-etuuksiin kuten indekseihin ja niiden yhdistelmiin sidottuja joukkovelkakirjalainoja. Perinteisten joukkovelkakirjalainojen tuotto-odotukset voivat jäädä moneen muuhun sijoitustuotteeseen verrattuna pienemmiksi, mutta vastapainona on usein vähäisempi riski.

<sup>22</sup> Sijoitusrahastotoiminnan kehityksestä, ks. *Turtainen* 2004 s. 5–12. Sijoitusrahaston toiminnasta, ks. *Harju – Syyrilä* 2001 s. 129–178.

to muodostuu rahasto-osuuksista<sup>23</sup>, joita omistavat niitä ostaneet sijoittajat<sup>24</sup>. Rahastoyhtiö<sup>25</sup> hoitaa sijoitusrahaston varoja, mutta ei omista sitä. Sijoitusrahastoja luokitellaan eri tavoin. Perinteisesti ne jaetaan tavallisiin sijoitusrahastoihin (UCITS-rahastot) ja erikoissijoitusrahastoihin (non-UCITS-rahastot), joissa pääoman hajautuksessa voidaan poiketa lain ja direktiivin vaatimuksista.<sup>26</sup>

Varsinkin piensijoittajan kannalta vaihtoehto sijoitusrahastolle on vakuutuslaji. Sijoitussidonnaisella vakuutuksella tarkoitetaan säästöhenki- tai eläkevakuutusta<sup>27</sup>, jonka vakuutussäästön arvo on sidottu johonkin ulkoiseen instrumenttiin.<sup>28</sup> Vakuutuksen sijoitussidonnaisuus ei ole siis vakuutuslaji, vaan tuotonkertymistapa.<sup>29</sup> Vakuutusluokista annetussa laissa (18.7.2008/526) sijoitussidonnainen vakuutus määritellään ensimmäiseen henkivakuutusluokkaan kuuluvaksi henki- tai eläkevakuutukseksi<sup>30</sup> taikka toiseen henkivakuutusluokkaan kuuluvaksi avioliiton tai syntymän varalta otettavaksi vakuutukseksi<sup>31</sup>, joissa vakuutukseen liittyvät edut on vakuu-

<sup>23</sup> Rahasto-osuudella tarkoitetaan sijoitusrahastolain (29.1.1999/48, jäljempänä myös SRL) 1:2:ssä samansuuruista osuutta tai vähintään yhtä osuuden murto-osaa sijoitusrahaston tai erikoissijoitusrahaston varoista. Rahasto-osuuksien ostamista kutsutaan *merkinnäksi* ja myymistä *lunastukseksi*.

<sup>24</sup> Rahastoon sijoittanutta eli yhden tai useamman rahasto-osuuden tai sen murto-osan omistavaa henkilöä tai tahoja kutsutaan myös *rahasto-osuudenomistajaksi* (SRL 1:2 §).

<sup>25</sup> Sijoittajan ja rahastoyhtiön välisestä vahingonkorvausoikeudellisesta suhteesta, ks. *Norros* 2009 s. 335–338. Ks. myös APL 41/2008 ja APL 42/2008. Rahastoyhtiön tiedonanto- ja vahingonkorvausvelvollisuudesta oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta, *Turtiainen* 2004. Yksi väitöskirjan loppupäätelmistä oli se, että markkinat hoitavat suurimman osan informaatiotuotannosta itse. Tiedonantovelvollisuudesta säänneltäessä julkisen vallan intressin tulisi rajoittua enimmillään informaatiokäytännön seurantaan.

<sup>26</sup> Edellä mainitun jaottelun lisäksi sijoitusrahastoja lajitellaan myös pääoman sijoituskohteen mukaan. Tällä tavoin rahastot voidaan jaotella osake-, korko-, yhdistelmä- ja rahasto-osuusrahastoihin. Sijoitusrahastot voidaan jaotella pääoman sijoituskohteen mukaisesti myös viiteen pääryhmään. Tavallisia sijoitusrahastoja riskisempiä erikoissijoitusrahastoja ovat mm. johdannaisia käyttävät vipurahastot sekä kaikissa markkinaolosuhteissa positiiviseen tuottoon pyrkivät hedge-rahastot.

<sup>27</sup> Säästöhenkivakuutus on yleensä elämänvaravakuutus, jossa vakuutustapahtumana on vakuutetun hengissä oleminen tiettyinä hetkenä. Mikäli vakuutettu on kuollut tuona päivänä, jää vakuutussäästö kokonaisuudessaan vakuutusyhtiölle, jos vakuutukseen ei ole liitetty kuolemanvaraturvaa. Eläkevakuutus eroaa säästöhenkivakuutuksesta siinä, että vakuutuskorvaus maksetaan osissa.

<sup>28</sup> Yleisesti sijoitussidonnaisista vakuutuksista, ks. esim. *Jokela – Lammi – Lohi – Silvola* 2009 s. 106–108; *K. Hoppu* 2004 s. 60–62; *Norio-Timonen* 1997 s. 11–12.

<sup>29</sup> *Jokela – Lammi – Lohi – Silvola* 2009 s. 94; *Norio-Timonen* 2007 s. 10.

<sup>30</sup> Vakuutusluokista annetun lain 13.1 §:ssä 1 henkivakuutusluokkaan katsotaan kuuluvan seuraavanlaiset henkivakuutukset: vakuutus elämisen varalta, kuolemanvaravakuutus, vakuutus tietyn eliniän saavuttamisen tai sitä aikaisemman kuoleman varalta ja vakuutus vakuutusmaksujen palautuksiin sekä eläkevakuutukset.

<sup>31</sup> Vakuutus, jossa vakuutustapahtumana on avioliiton solmiminen tai jossa vakuutus-

tussopimuksessa sidottu tiettyjen sijoitusten, kuten osakeindeksiin, kehitykseen. Yleisimmin vakuutuksen arvo on sidottu rahastoihin, mutta periaatteessa vakuutussäästön arvo voidaan sitoa muuhunkin kohteeseen.<sup>32</sup> On esimerkiksi mahdollista, että sijoittaja sijoittaa sijoitussidonnaiseen vakuutukseen, jonka sijoitukset tehdään indeksilainaan<sup>33</sup>, jonka kohde-etuutena on vuorostaan sijoitusrahasto. Vakuutuksen sijoituskohteet voivat siis olla moniportaisia, mikä tekee niistä entistä monimutkaisempia.

Sijoitussidonnaisen vakuutuksen tuotto riippuu valittujen sijoituskohteiden tuotosta ja sijoitettu vakuutus pääoma voi myös alentua sijoituskohteiden kehityksen mukaisesti. Sijoitussidonnainen vakuutus on siis nimensäkin mukaisesti sijoituskohde, johon liittyy riski<sup>34</sup> pääoman menettämisestä.<sup>35</sup> Sijoitussidonnaisen vakuutuksen ottaja ei omista rahastoja, joihin vakuutus on sidottu, vaan rahastot omistaa vakuutusyhtiö. *Kapitalisaatiosopimus* on vakuutusyhtiön ja asiakkaan välinen sijoitussopimus, joka on juridiselta muodoltaan vakuutus. Se poikkeaa muista vakuutusyhtiön tarjoamista tuotteista siinä, että kapitalisaatiosopimuksen perusteella ei vakuuteta kehtään.<sup>36</sup> Kapitalisaatiosopimus voi olla sijoitussidonnainen, laskuperustekorkoinen tai näiden kahden yhdistelmä. Sijoitussidonnainen vakuutus eroaa siis ns. tavanomaisesta vakuuttamisesta<sup>37</sup> siinä suhteessa, että sijoit-

---

tapahtumana on lapsen syntyminen (laki vakuutusluokista 14 §). Tällaisia vakuutuksia ei kuitenkaan Suomen markkinoilla toimivien yhtiöiden tuotetarjonnassa ainakaan vielä ole, *Lehtipuro – Luukkonen – Mäntyniemi – Raulos – Santavirta* 2010 s. 31.

<sup>32</sup> Vakuutusyhtiölain (18.7.2008/521) 6 luvun 20 c §:n mukaan sijoitussidonnaisten vakuutusten vastuovelka on katettava mahdollisimman tarkasti näiden vakuutusten arvonkehitystä määrääviin sijoituskohteisiin kuuluvien varojen. Sijoitussidonnaisen vakuutuksen arvonkehityksen määrääviin sijoituskohteisiin kuuluville omaisuuserille on voitava jatkuvasti määrittää arvo ja omaisuuserät on voitava muuttaa rahaksi vakuutuksen sopimusehtojen mukaisesti. Sijoitussidonnaisten vakuutusten arvonkehityksen määrääviin omaisuuseriin ei saa kuulua vakuutusyhtiön omia osakkeita tai osuuksia.

<sup>33</sup> Indeksilaina on joukkovelkakirjalaina, jonka tuotto on sidottu jonkin kohde-etuuden arvon kehitykseen, kuten rahastoon, osakkeisiin, valuuttakurssiin tai hyödykejohdannaisiin.

<sup>34</sup> Henkivakuutuksiin liittyvän vakuutusriskin määrittämisestä vakuutusyhtiön näkökulmasta, ks. *Pesonen – Soininen – Tuominen* 2000. Eläkevakuutusten suurimmat riskit syntyvät sijoitusten tuottojen ja kuolevuuden kehityksen epävarmuudesta. *Ronkainen* on kehittänyt tutkimuksessaan simulointimallin, jolla voidaan arvioida eläke- ja henkivakuutus tuotteisiin liittyviä riskejä pitkällä aikavälillä, *Ronkainen* 2012.

<sup>35</sup> Sijoitussidonnainen vakuutus voi olla kokonaan sijoitussidonnainen tai osaksi takuutuottoinen. Tällöin takuutuottoiseen osioon ei liity riskiä pääoman menettämisestä. Vakuutus voi olla myös kokonaan pääomaturvattu, jolloin riskiä pääoman menettämisestä ei ole. Pääomaturva voi lisäksi olla määritelty tai sidottu tiettyyn ajankohtaan.

<sup>36</sup> Kapitalisaatiosopimus on aina määräaikainen, koska niin kauan kuin vakuutusyhtiö ei mene konkurssiin, ei ole mitään vakuutustapahtumaa, joka muutoin päättäisi sopimuksen. Ks. lisää *Rantala – Kivisaari* 2014 s. 481–482.

<sup>37</sup> Tavanomaisen tai perinteisen vakuuttamisen ominaispiirteenä pidetään sitä, että vakuutuksenottaja siirtää vakuutuksella osan kantamastaan riskistä vakuutuksenantajalle, ks.

tussidonnaisessa vakuutuksessa riskin vakuutussäästön arvon kehitymisestä kantaa asiakas.<sup>38</sup>

## 2.2 Tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuksista lyhyesti

### 2.2.1 Tiedonantovelvollisuus arvopaperituotteissa

Sijoitustuotteen tarjoajalle on asetettu laaja tiedonantovelvollisuus<sup>39</sup>, jotta sijoittaja saisi tarpeelliset tiedot sijoituksesta päätöksenteon tueksi. Sijoituspalveluyritysten arvopaperituotteiden myyntiä selonotto- ja tiedonantovelvoitteineen sääntelee lähinnä sijoituspalvelulaki ja vakuutustuotteiden myyntiä vakuutuslainsäädäntö (28.6.1994/543, jäljempänä myös VSL).

Sijoituspalvelulain 10:4:n mukaan sijoitusneuvontaa tarjoavan sijoituspalveluyrityksen on hankittava ennen sijoituspalvelun tarjoamista riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai rahoitusvälinettä koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta se voi suositella asiakkaalle soveltuvia rahoitusvälineitä ja palvelua. Tuotteen tarjoajan on luokiteltava asiakas ei-ammattimaiseksi tai ammattimaiseksi asiakkaaksi. Asiakkaalle annettujen sijoitusneuvojen tulee perustua asiakkaan antamiin tietoihin sijoituskokemuksesta ja sijoittamisen tavoitteista. Sijoituspalvelulain 10 luvun 2 §:ssä säädetään yleisistä periaatteista sijoituspalvelun tarjoamisesta ja markkinoinnista. Pykälän 1 momentin mukaan sijoituspalvelun tarjoamisesta on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan edun mukaisesti.<sup>40</sup> Voidaan puhua hyvästä arvopaperimarkkinatavasta.<sup>41</sup> Sijoituspalvelua

---

esim. Rantala – Pentikäinen 2009 s. 60–62, jossa vakuutustoiminta kuvataan seuraavasti: ”Tietyn riskin alaiset yksiköt, vakuutuksenottajat, sopivat vahinkojen tasaamiseen erikoistuneen laitoksen, vakuutuslaitoksen tai vakuutuksenantajan, kanssa siitä, että riskin toteutuessa vakuutuksenantaja korvaa siitä aiheutuneen vahingon.”

<sup>38</sup> Norio-Timonen on jaotellut sijoitussidonnaisen vakuutuksen olevan oman pääoman ehtoinen tuote, johon liittyy riski sekä tuoton että pääoman menettämisestä. Sen sijaan perinteiset eli takuutuottoiset vakuutukset (kuten henkivakuutusluokka I:n vakuutukset) ovat vieraan pääoman ehtoisia tuotteita, Norio-Timonen 2007 s. 12.

<sup>39</sup> Sopimus oikeudellisen tiedonantovelvollisuuden elementteistä, ks. Annola 2005 s. 75–87.

<sup>40</sup> Aikaisemmin, ks. HE 43/2007 vp s. 90.

<sup>41</sup> Vanhan arvopaperimarkkinalain hallituksen esityksessä todettiin, että hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan ”periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista valistuneen ja puolueettoman arvopaperikauppiaiden ja arvopaperinvälittäjien keskuudessa vallitsevan mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Hyvä tapa arvopaperikaupassa rakentuu niille periaatteille, jotka saavat ilmauksensa laissa. Se ei kuitenkaan rajoitu lain kirjaimen vaan edellyttää sen noudat-

ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa.<sup>42</sup> Tieto, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.

Aiemmin voimassa olleen arvopaperimarkkinain esitöiden mukaan markkinoinnissa annettavan tiedon oikeellisuutta, laajuutta ja esitystapaa on arvioitava sijoituspäätöstä tekevän henkilön näkökulmasta. Tietojen oikeellisuutta, laajuutta ja esitystapaa on arvioitava ankarammin silloin, kun kyseessä eivät ole ammattimaiset sijoittajat tai muut asiantuntijat, vaan suurelle yleisölle suunnattu markkinointi.<sup>43</sup> Totuudenvastainen tieto voi olla tietoa, jossa jokin asia on selostettu virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Harhaanjohtavalla tiedolla tarkoitetaan puolestaan usein tietoa, joka voi olla totuudenmukainen, mutta se on puutteellisuutensa tai esittämispansansa takia omiaan antamaan tiedon vastaanottajalle virheellisen käsityksen jostakin asiaan kuuluvasta seikasta.<sup>44</sup>

Varsinaiset säännökset sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuudesta ovat sijoituspalvelulain 10:5:ssä, jonka mukaan ei-ammattimaiselle asiakkaalle on annettava sijoituspalvelua koskevan sopimuksen ehdot sekä riittävät tiedot sijoituspalveluyrityksestä ja tarjottavasta palvelusta. Pykälän mukaan ehdot ja tiedot on annettava hyvissä ajoin ennen sopimuksen solmimista tai ennen kuin palvelua annetaan asiakkaalle, jos se on varhaisempi ajankohta (SPL 10:5 §). Pykälässä on lisäksi kuuden kohdan lista siitä, mitä tietoja on annettava ennen sopimuksen solmimista ei-ammattimaiselle asiakkaalle.<sup>45</sup> Lisäksi esimerkiksi sijoitusrahastoja koskevat omat

---

*tamisen lisäksi lain hengen ja lakiin kirjattujen periaatteiden noudattamista myös silloin, kun lain sanonta on aukollinen tai jäänyt jälkeen arvopaperimarkkinoiden kehityksestä.”*, HE 157/1988 vp s. 38. Arvopaperilautakunta on ottanut ratkaisuihinsa kantaa hyvän arvopaperimarkkinatavan käsitteeseen, ks. esim. APL 197/2006, jossa oli kyse siitä, olivatko tehdyt sijoitussopimukset ja toimeksiannot hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisia; APL 621/2002, jossa oli kyse siitä, oliko pankki toiminut sijoitusneuvontatilanteessa hyvän tavan mukaisesti. Sijoitusneuvontaan liittyen myös APL 249/2008 ja APL 504/2009.

<sup>42</sup> Ks. pykälän sisällöstä ja tulkinnasta *Norros* 2009 s. 97–102. Säännöksen voidaan katsoa olevan yleisesti kaikkien tiedonantovelvoitteiden taustalla soveltaen laajaa markkinoinnin käsitettä. *Norros* 2009 s. 97–98 ja HE 157/1988 vp s. 25. Arvopaperien markkinoinnista yleisesti ks. *Karjalainen – Laurila – Parkkonen* 2008 s. 53–66; *Sillanpää* 2007 s. 324–326.

<sup>43</sup> HE 157/1988 vp s. 25.

<sup>44</sup> HE 157/1988 vp s. 25.

<sup>45</sup> Näitä ovat riittävät tiedot 1) sijoituspalveluyrityksestä ja sen tarjoamasta palvelusta; 2) palvelun kohteena olevien rahoitusvälinelajien luonteesta ja niihin liittyvistä riskeistä; 3) sijoitusstrategioista, jos niitä on ehdotettu, ja niiden riskeistä; 4) siitä, missä toimeksiantoja toteutetaan; 5) asiakasvarojen säilyttämisestä sekä siihen liittyvistä riskeistä erityisesti tilanteissa, joissa asiakasvaroja säilytetään kolmannen osapuolen hallussa taikka arvopaperitileistä annetun lain 2 §:n 1 momentin 3 kohdassa tarkoitettulla arvopaperitilillä

tiedonantovelvoitteensa.<sup>46</sup> Rahastoyhtiön on julkistettava jokaisesta hallinnoimastaan sijoitusrahastosta rahastoesite, joka on pidettävä ajan tasalla ja siihen on liitettävä sijoitusrahaston säännöt. Rahastoesitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot sijoitusrahaston sijoitustoiminnan tavoitteista ja sen muista ominaisuuksista, sijoitusrahastoa hallinnoivasta rahastoyhtiöstä, sekä sijoitusrahaston käyttämästä säilytysyhteisöstä, jotta sijoittajat voivat luotettavasti arvioida kyseistä sijoitusrahastoa ja erityisesti siihen liittyviä riskejä (SRL 92 §). Sekä ammattimaisille että ei-ammattimaisille rahastosijoittaja-asiakkaille on lisäksi annettava sijoitusrahastolain 93 §:n mukainen avaintietoesite (SPL 10:5.8).<sup>47</sup> Finanssivalvonta on antanut lisäksi määräyksiä ja ohjeita finanssituotteiden myynnistä ja markkinoinnista.<sup>48</sup>

## 2.2.2 Tiedonantovelvollisuus vakuutustuotteissa

Vakuutusala on sanottu, ettei ole mitään muuta alaa, jossa niin monella ostajalla ei ole mitään käsitystä, mitä he ostavat ja jossa niin monella myyjällä ei ole mitään käsitystä, mitä he myyvät.<sup>49</sup> Yritys on kuitenkin kova: vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuudesta vakuutuksen hakijalle ennen sopimuksen solmimista säädetään VSL 5 §:ssä, jonka mukaan vakuutuksenantajan on annettava vakuutuksen hakijalle tarpeelliset tiedot vakuu-

---

tai arvo-osuustileistä annetun lain 5 a §:ssä tarkoitetulla omaisuudenhoitotilillä sekä 6) palveluun liittyvistä kuluista ja palkkioista.

<sup>46</sup> Sijoitusrahastolain 92 §:n mukaan sijoitusrahaston rahasto-osuuksia ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Markkinoinnista on käytävä ilmi sen kaupallinen tarkoitus. Sellaisessa markkinoinnissa, jossa kehoitetaan ostamaan sijoitusrahaston osuuksia ja joka sisältää erityisiä tietoja sijoitusrahastosta, ei saa esittää väitteitä, jotka ovat ristiriidassa rahastoesitteen ja avaintietoesitteen sisältämien tietojen kanssa tai jotka vähentävät niiden merkitystä. Markkinointiaineistosta on käytävä ilmi, missä ja millä kielellä rahastoesite ja avaintietoesite ovat sijoittajien saatavilla tai käytettävissä.

<sup>47</sup> Sijoitusrahastolain 93 §:n mukaan rahastoyhtiön laatiman avaintietoesitteen on sisällettävä tiedot sijoitusrahaston tunnistetiedoista, lyhyt kuvaus sijoitustavoitteista ja sijoituspolitiikasta, esittely aikaisemmasta tuotokehityksestä tai tarvittaessa odotettavissa olevasta tuotokehityksestä, tiedot kuluista ja liitännäisistä maksuista, tietoa sijoituksen riski-hyötyprofiilista sekä asianmukaiset ohjeet ja varoitukset kyseiseen sijoitusrahastoon sijoittamiseen liittyvistä riskeistä. Avaintietoesitteen tietojen on oltava sijoittajan ymmärrettävissä ilman muita asiakirjoja.

<sup>48</sup> Ks. Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 15/2013 Finanssipalvelujen ja -tuotteiden markkinointi ja Määräykset ja ohjeet 16/2013 Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat.

<sup>49</sup> *Van der Sluijs* 2010 s. 296. Myös *Bengtssonin* todetaan sanoneen, ettei kukaan ihminen voi ymmärtää täysin vakuutusta, *Van der Sluijs* 2010 s. 325.



tustarpeen arvioimiseksi<sup>50</sup> ja vakuutuksen valitsemiseksi<sup>51</sup>. Vakuutuksenantajan on annettava mm. tietoa vakuutusmuodoista, vakuutusmaksuista sekä vakuutusehdoista.<sup>52</sup> Tietoja annettaessa tulee kiinnittää huomiota myös vakuutusturvan olennaisiin rajoituksiin.<sup>53</sup> Vakuutuksenantajan on annettava tiedot oma-aloitteisesti.<sup>54</sup> Tietoja ei tarvitse antaa, jos vakuutuksen hakija ei halua tietoja tai niiden antaminen tuottaisi kohtuutonta hankaluutta. Tiedonanto voi pääsääntöisesti olla suullista tai kirjallista.<sup>55</sup> Sijoitussi-

<sup>50</sup> Hallituksen esityksen mukaan tällä tarkoitetaan yleensä sen selvittämistä, johtaako tarjottu vakuutus päällekkäiseen vakuutusturvaan hakijalla jo olevien vakuutusten kanssa, HE 114/1993 vp s. 26.

<sup>51</sup> Tällä tarkoitetaan selvitystä mm. vakuutuksenantajalla tarjolla olevista vakuutusmuodoista, niiden maksuista ja ehdoista. Vakuutusmaksuista selvitystä voidaan antaa esimerkiksi siitä, miten valinnaiset omavastuumäärät tai korvauspiirit vaikuttavat vakuutusmaksuun. Vakuutusehdoista on tarpeen selvittää esimerkiksi vakuutusturvan sisältö, keskeiset korvauserusteet, vakuutuksen irtisanominen tai muu lakkaaminen sekä seikat, jotka ehtojen mukaan voivat johtaa korvauksen alentamiseen tai epäämiseen. Henkilövakuutuksesta tulee lisäksi selvittää mahdollisen säästöosuuden (takaisinostoarvo) kertyminen, vakuutuksen mahdollinen tuotto, mahdollisuudet muuttaa sopimusta ja maksujen lopettamisen seuraamukset. HE 114/1993 vp s. 27.

<sup>52</sup> On huomioitava, että säännöksessä mainitut seikat ovat vain esimerkkejä tiedoista, joita vakuutuksenantajan on asiakkaalle annettava. Vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuudesta on kirjoitettu oikeuskirjallisuudessa varsin paljon, ks. esim. *Lehtipuro – Luukkonen – Mäntyniemi – Raulos – Santavirta* 2010 s. 136–156; *Norio-Timonen* 2010 s. 55–74; *Rantala – Pentikäinen* 2009 s. 275–277; *E. Hoppu – Hemmo* 2006 s. 36–62; *Jokela – Lammi – Lohi – Silvola* 2009 s. 248–260; *Lehtipuro* 1997 s. 6–10; *E. Hoppu* 2001 s. 104–119; *Norio-Timonen* 1997 s. 107–151. Pelkkä vakuutusehtojen antaminen ei riitä, ks. esim. VKL 355/2009.

<sup>53</sup> Hallituksen esityksen mukaan vakuutusturvan rajoituksilla tarkoitetaan paitsi vakuutusehdoissa erikseen rajoituksina mainittuja, korvauspiirin ulkopuolelle jääviä vahinkoja myös muita ehtomääräyksiä, jotka käytännössä merkitsevät vakuutusturvan rajoittamista siitä, mitä vakuutuksen hakija yleensä saattaa kyseiseltä vakuutukselta odottaa. HE 114/1993 vp s. 27. Vakuutuslautakunta katsoi jo ensimmäisissä sijoitussidonnaisia vakuutuksia käsittelevissä tapauksissaan (esim. VKL 645/2002), että ko. vakuutukseen kuuluvaa riskiä pääoman menettämisestä on pidettävä VSL 5 §:ssä mainittuna vakuutusturvan olennaisena rajoituksena, sillä se poikkeaa tavanomaisesta pankki- ja vakuutussäästämisestä. Vakuutuksenantajan tulee erikseen ja selkeästi kiinnittää huomiota tällaiseen olennaiseen rajoitukseen ennen vakuutus sopimuksen solmimista.

<sup>54</sup> Ks. esim. VKL 355/2009.

<sup>55</sup> Vaikka laissa tai lainvalmisteluasiakirjoissa ei määritelläkään tarkemmin, onko tietoja annettava joissakin tilanteissa suullisesti, voidaan viitteitä mahdollisesta suullisesta tiedonantotavasta kuitenkin löytää. Hallituksen esityksessä todetaan vakuutusten ja vakuutusten ottamistilanteiden olevan niin erilaisia (verrattaessa esimerkiksi pakollista liikennevakuutusta ja sijoitussidonnaista eläkevakuutusta), ettei tarkkaa sääntelyä voida antaa. *Tiedonantovelvollisuuden täyttämistapa* ja tietojen sisältö yksittäistapauksessa ovatkin riippuvaisia vakuutuksen laadusta ja vakuutuksen ottamiseen liittyvistä olosuhteista. *Yleensä voidaan pitää riittävänä, että hakijalle luovutetaan kirjallista materiaalia*, josta käyvät selkeästi ilmi tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi tarvittavat tiedot (HE 114/1993 vp s. 27). Lisäksi henkivakuutuksissa oikeusministeriön asetuksen 177/2011 mukaan tiedot on annettava kirjallisesti.

donnaisten vakuutusten tarjoamisen kannalta olennainen lakiuudistus tuli voimaan marraskuussa 2010.<sup>56</sup> VSL 5 §:n 1 momenttiin tehtiin lisäys, jonka mukaan vakuutuksenantajan tulee antaa tietoja vakuutukseen mahdollisesti liittyvien sijoituskohteiden valinnan kannalta olennaisista seikoista ottaen erityisesti huomioon *vakuutuksen hakijan aikaisempi sijoituskokemus ja sijoittamisen tavoitteet*.

Hallituksen esityksessä vakuutus sopimuslaiksi todetaan, että vakuutuksenantajan on ennen sopimuksen solmimista annettava vakuutuksesta kiinnostuneelle tietoa vakuutuksen säästöön sidottavien sijoituskohteiden ominaisuuksista ja keskeisistä eroista sekä mainittava, miten ominaisuudet ja eroavaisuudet vaikuttavat vakuutuksen mahdolliseen tuottoon ja siihen liittyviin riskeihin. Vakuutuksen hakijan on näillä tiedoilla pystyttävä valitsemaan sijoituskohteista omiin sijoitustavoitteisiinsa sopivat kohteet. Myös maksuista ja kuluista sekä vakuutuksenottajan mahdollisuudesta vakuutuksen voimassa ollessa vaihtaa sijoituskohteita ja vaihtamisesta mahdollisesti aiheutuvista kuluista on tiedotettava. Lisäksi hallituksen esityksessä painotetaan, että vakuutuksen hakijalle on ilmoitettava sijoituskohteisiin liittyvistä riskeistä.<sup>57</sup>

Sijoitussidonnaisten vakuutusten kannalta lisäys vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä on oikeusministeriön antama asetus henkivakuutuksesta annettavista tiedoista (17.2.2011/177, jäljempänä OM:n henkivakuutusasetus).<sup>58</sup> Oikeusministeriön antama asetus perustuu

<sup>56</sup> Hallituksen esityksessä lakiuudistusta perustellaan juuri markkinoilla olevilla sijoitussidonnaisilla vakuutuksilla ja niiden erityispiirteillä ja niihin liittyvällä riskillä. Tämän vuoksi on pidetty tärkeänä, että laissa korostetaan vakuutuksenantajan velvollisuutta kiinnittää vakuutuksen hakijan huomiota sijoituskohteiden valinnan kannalta olennaisiin seikkoihin. HE 63/2009 vp s. 10. Lakiuudistuksen käytännön merkitys ei ehkä ole ollut kovin suuri. Vakuutuslautakunnan ratkaisukäytännössä on jo aiemminkin katsottu, että vakuutuksenantajan on tiedonantovelvollisuutensa nojalla pitänyt antaa tietoa vakuutukseen sidottavista sijoitusrahastoista. Ks. esimerkiksi VKL 12/2003, jossa Vakuutuslautakunta katsoi, että vakuutuksenantaja oli informoinut riittävästi vakuutuksenottajaa siitä, että hän voi menettää vakuutukseen säästämäänsä pääomaa, ja VKL 370/2005, jossa Vakuutuslautakunta katsoi, että vakuutuksenantaja ei ollut antanut riittävästi tietoa vakuutuksenottajalle siitä, että hän voi menettää sijoitettua pääomaa (ks. myös eriävä mielipide VKL 370/2005 s. 13–14). Sijoitussidonnaisten vakuutusten erityisen luonteen takia on kuitenkin pidetty tärkeänä, että vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuudesta säädetään suoraan laissa (HE 63/2009 vp s. 10).

<sup>57</sup> HE 63/2009 vp s. 10. Toisaalta VSL 5 §:n sisältöä on pidetty niin laajana, että se on jo aiemminkin pitänyt sisällään nyt erikseen luetellut seikat, *Norio-Timonen* 2007 s. 35. Ks. lisäksi *Isokoski* 2006 s. 172–174.

<sup>58</sup> OM:n henkivakuutusasetus on tullut voimaan 1. kesäkuuta 2011. Asetuksen tarkoituksena on tämentää ja selkeyttää voimassa olevan vakuutus sopimuslain säännöksiä ja oikeustilaa, mutta ei muuttaa sitä. Ehdotus oikeusministeriön asetukseksi henkivakuutuksesta annettavista tiedoista 2011 s. 4.

VSL 9 a §:ssä määriteltyyn oikeusministeriön oikeuteen antaa asetuksella tarkempia säännöksiä vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin (Solvenssi II) 2009/138/EY 183–185 artiklassa mainittujen tietojen ilmoittamisesta. OM:n henkivakuutusasetuksen mukaan vakuutuksenantajan on annettava hakijalle *kirjallisesti* tiettyjä tietoja ennen sopimuksen tekemistä. Olennaista 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*. Vakuutuksenantajan on muun muassa kerrottava, minkälaisia sijoitusrahastoja tai muita sijoituskohteita on tarjottavana ja mitä maksuja tai kuluja niihin liittyy.<sup>59</sup> Vakuutuksenantajan on myös selvitettävä, onko sijoituskohteiden vaihto mahdollista, miten sijoituskohteita on mahdollista vaihtaa sekä voiko vakuutuksenottaja tai vakuutuksenantaja vaihtaa niitä. Lisäksi vakuutuksenottajalle on varattava mahdollisuus perehtyä vakuutukseen sidottavien sijoitusrahastojen rahastoesityksiin ja hänelle on luovutettava valitsemiensa sijoitusrahastojen rahastoesitykset.<sup>60</sup> Tiivistäen voidaan sanoa, sijoitusvakuutuksessa on olennaista, että vakuutuksen hakijan huomiota kiinnitetään siihen, että sekä tuottoon että pääoman menettämiseen voi liittyä riski.<sup>61</sup>

Vakuutusten myynnissä asiakasta ei siis luokitella ei-ammattimaiseksi tai ammattimaiseksi asiakkaaksi. Vakuutuksenantajan pitää vakuutussojimuslain 5 §:n nojalla kuitenkin edellä mainituin tavoin ottaa erityisesti huomioon vakuutuksen hakijan aikaisempi sijoituskokemus ja sijoittamisen tavoitteet. Tällä hetkellä kansalliseen lainsäädäntöömme implementoitava MiFID II -direktiivi<sup>62</sup> ja myöhemmin voimaan tuleva MiFIR-asetus<sup>63</sup> kehittävätkin sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntelyä.<sup>64</sup> Juuri

<sup>59</sup> Kulujen osalta asiaa sääntelevät lisäksi Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 10/2012 Pitkäaikaisäästämissopimusten ja vakuutusten kulujen ja tuottojen ilmoittaminen.

<sup>60</sup> OM:n henkivakuutusasetusehdotus 2011 s. 3.

<sup>61</sup> Näin todettiin jo ratkaisussa VKL 645/2002. Useat Vakuutuslautakunnassakin olevat riidat ovat koskeneet juuri väitettä, että vakuutuksen riskistä ei ole kerrottu tarpeeksi ja vakuutuksenottaja on ollut siinä käsityksessä, ettei vakuutukseen sijoitettua pääomaa voi menettää. Vakuutuslautakunta on katsonut, että sijoitussidonnaisen vakuutukseen liittyvää riskiä pääoman menettämisestä on pidettävä vakuutusturvan olennaisen rajoituksena.

<sup>62</sup> 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.

<sup>63</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetusta (EU) N:o 600/2014, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta.

<sup>64</sup> Jäsenmaiden on sovellettava direktiiviä ja asetusta 3.1.2017 lähtien.

nyt implementoidaan myös uutta direktiiviä (EU) 2016/97 vakuutusten tarjoamisesta.<sup>65</sup> Direktiivin pääasiallisena tavoitteena on yhdenmukaistaa vakuutusten tarjoamista koskevat kansalliset säännökset. Direktiivillä asetetaan sen soveltamisalaa kuuluville vakuutusten tarjoajille sekä toimivaltaisille viranomaisille vähimmäisvaatimuksia, jotka koskevat mm. vakuutusedustajien ja vakuutusyhtiön työntekijöiden ammattitaitoa, liiketoiminnan menettelytapoja, tiedonantovelvollisuuksia sekä eturistiriitojen tunnistamista ja hallintaa. Direktiivi velvoittaa jäsenvaltioita sääntelemään vakuutustuotteita koskevasta hyväksymismenettelystä ja muista tuotehallintavaatimuksista. Tarkoituksena on, että sijoitusvakuutusten myyntiin tulee samanlaisia menettelytapoja kuin sijoituspalveluyrityksillä on tällä hetkellä arvopaperituotteiden myynnissä.

### 2.3 Tietoa on saatavilla – riittääkö se?

Lain mukaisen tiedonantovelvollisuuden täyttäminen ei kuitenkaan välttämättä johda toivottuun lopputulokseen eli siihen, että sijoittaja ymmärtää kyseisen sijoitustuotteen ominaisuudet ja tekee harkitun sijoituspäätöksen. Jotta näin tapahtuisi, sijoittajan on perehdyttävä annettuun tietoon ja tuotteeseen. Selonnotovelvollisuudessa onkin lyhyesti sanottuna kyse siitä, että sijoittajalla itsellään on selonotto- tai tutustumisvelvollisuus tietoihin, joita tuotteen tarjoaja antaa asiakkaan harkitessa *sijoittamista*.<sup>66</sup> Tuotteiden tarjoajille asetetut tiedonantovelvollisuudet ja niiden toimiminen nojaavat perinteiseen taloustieteelliseen käsitykseen ihmisestä rationaalisena toimijana. Oletuksena on, että sijoittaja tutustuu annettuun aineistoon ainakin kohtuullisella huolellisuudella ja arvioi sijoitusta ennen kuin tekee sen. Tosiasiassa ihmiset eivät välttämättä toimi näin, minkä osoittavat myös tässä artikkelissa myöhemmin selostettavat Arvopaperilautakunnan ja Vakuutuslautakunnan ratkaisut.

Hyvän esimerkin antavat *CDO*-tuotteet<sup>67</sup> (*collateralized debt obligation*) ja niiden myynti Yhdysvalloissa institutionaalisille sijoittajille ennen

<sup>65</sup> Euroopan parlamentti ja Euroopan unionin neuvosto hyväksyivät 14 päivänä joulukuuta 2016 direktiivin (EU) 2016/97 vakuutusten tarjoamisesta. Direktiivi on pantava kansallisesti täytäntöön 23.2.2018 mennessä.

<sup>66</sup> Arvopaperien osalta ks. esim. *K. Hoppu* 2009 s. 256.

<sup>67</sup> *CDO*-tuotteisiin liittyvät riidat puhuttavat edelleen. Helsingin Sanomat uutisoi 14.2.2016 siitä, miten oikeudessa riidellään edelleen siitä, onko *CDO*-tuotteisiin liittyvästä riskistä kerrottu oikein. Helsingin Sanomat, Tuomo Pietiläinen: ”Perheyhtiöt vastaan Nordea – vuorineuvosten perilliset käyvät oikeustaistelua miljoonien eurojen huonoista sijoituksista”. *CDO*-tuotteet tulivat ei-ammattimaisille sijoittajamarkkinoille 2000-luvun

finanssikriisiin<sup>68</sup> puhkeamista 2007–2008. CDO-tuotteissa on kyse joukkolainoista. CDO:n pohjana on erilaisista lainoista arvopaperistetut johdannaiset. Kyseessä on arvopaperistamisen toinen potenssi, jossa esimerkiksi jo kertaalleen arvopaperistetuista luotoista luodaan uusia ja taas uusia arvopapereita. Lisäksi CDO on siivutettu siten, että osa saamisista on AAA-luokkaa ja muut osuudet jopa huomattavasti riskipitoisempia. Tuotteessa saattoi olla esimerkiksi 5 % AAA-luokiteltua lainaa ja 95 % roska-lainoja. Tuotteen tosiasiallinen riski ei kuitenkaan välttämättä tullut sijoit-

---

puolivälin jälkeen, ja myös Suomessa tuotteita myytiin runsaasti. Piensijoittajille myytävä CDO-tuote oli vaihtuvakorkoinen joukkovelkakirjalaina, jossa sijoittaja ottaa liikkeeseen-laskijariskin lisäksi kannettavakseen tuotteen viitesalkussa olevien yhtiöiden luottoriskiä. Tuotteessa on eri tuotto- ja riskitasoja, joita sijoittaja voi merkitä. Sijoittajat pystyivät merkitsemään CDO-lainoja suoraan, mutta niitä oli siivutettu myös osaksi sijoitusrahastoja ja sijoitussidonnaisia vakuutusyhtiöitä. Arvopaperilautakunta on antanut lukuisia ratkaisusuosituksia kyseisistä CDO-tapauksista (ks. esim. ratkaisut APL 33–35/2011). Myös Vakuutuslautakuntaan on tullut tapauksia, joissa on ollut kyse CDO-tuotteista. Esimerkiksi sijoitussidonnaista säästöhenkivakuutusta koskeneessa tapauksessa VKL 149/2009 asiakkaan varojen arvo, 120 000 euroa, oli sopimusta tehtäessä kytketty viiteen osakerahastoon, korkorahastoon, yhdistelmärahastoon ja 10 % varoista yhteen erityisesti ns. CDO-kohteisiin sijoittavaan rahastoon. Toisen puolison varoista, 65 000 euroa, CDO-kohteisiin sijoittavaan rahastoon oli sijoitettu 15 %. Ennen sopimuksien tekemistä asiakkaille oli annettu tietoa sopimukseen yleisesti liittyvästä sijoitusriskistä ja tuoton epävarmuudesta. Lautakunta katsoi, että vakuutusyhtiö oli antanut asiakkaille riittävän tiedon osakerahastoja koskevasta sijoitusriskistä ennen sopimuksen solmimista. Lautakunnan näkemyksen mukaan CDO-sijoituskohteisiin, ylipäänsä strukturoituihin korkoinstrumentteihin voi liittyä luottoriskejä, jotka voivat tietynlaisissa markkinatilanteissa vaikuttaa sijoitusten arvoon tai tehdä ne arvottomiksi. Riski tällaisissa rahastoissa voikin poiketa tavanomaisten korkorahastojen riskistä merkittävästi. Lautakunta kiinnitti huomiota siihen, ettei vakuutusyhtiön tekemässä sijoitussuunnitelmakaavakkeessa ollut merkitty, että asiakkailla olisi ollut kokemusta strukturoiduista tuotteista. Pelkästään rahastoraportteihin tutustumalla ei poikkeuksellinen riski käynyt ilmi. Vakuutusyhtiö ei myöskään ollut näyttänyt tai edes väittänyt, että asiakasta olisi muulla tavoin informoitu strukturoitujen sijoituskohteiden erityispiirteistä. Lautakunnan lausunnon lopputulos oli, että vaikka asiakkaalle oli annettu tietoa yleisestä sijoitusriskistä ja erityisesti osakerahastoja koskevasta korkeammasta riskistä, asiakkaat eivät olleet voineet saamiensa tietojen perusteella käsittää CDO-rahastoon liittyvästä erittäin merkittävästä riskistä. Lautakunnan harkinnan mukaan vakuutusnottajien säästöt tuli palauttaa CDO-rahastoihin tehtyjen sijoitusten osalta 85 % arvoon sopimusten solmimishetken tilanteesta. On huomattava, että sopimukseen – kuten yleensäkin sijoitussidonnaisia säästöhenkivakuutusyhtiöitä ja eläkevakuutusyhtiöitä koskeviin sopimuksiin – sisältyi asiakkaalle varattu mahdollisuus vaihtaa sijoituskohteita. Näin ollen asiakkaat lautakunnan ratkaisun jälkeen saattoivat siirtää CDO-osuuden niin halutessaan turvallisempiin kohteisiin. Ks. myös VKL 284/2009, jossa kysymys oli myös muun muassa sijoitussidonnaisen säästöhenkivakuutuksen tiedonantovelvollisuudesta ja sijoitusriskistä.

<sup>68</sup> Finanssikriisin on katsottu jakautuvan viiteen eri vaiheeseen: Yhdysvalloista Eurooppaan levinnyt subprime-kriisi (2007–2008), systeeminen kriisi (2008–), talouskriisi (2009–2010), valtioiden velkakriisi (2010–) ja Euroopan luottamuskriisi (2012–). High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU banking sector – Final Report; Chaired by Erkki Liikanen, Brussels 2012, s. 4.

tajille heti ilmi, vaan sijoittajat sijoittivat tuotteisiin, koska niissä oli vähäriskistä AAA-luokiteltua lainaa. Ennen finanssikriisiä Yhdysvalloissa oli monia institutionaalisia sijoittajia, joiden säännöissä määrättiin sijoittamaan ainoastaan AAA-luokiteltuihin lainoihin ja CDO-tuotteisiin sijoitettiin paljon. Tutkijat ovat osoittaneet, miten institutionaaliset sijoittajat tekivät sijoituspäätöksensä CDO-tuotteisiin nopeasti ja tutustumatta tarkoin tuotteista annettuihin tietoihin.<sup>69</sup> Tähän viitaten tutkijat *Steven Davidoff* ja *Claire Hill* ovat esittäneet, ettei tiedonantovelvoitteiden lisääminen auta mahdollisten uusien arvopaperimarkkinaromahdusten ja finanssikriisien estämisessä.<sup>70</sup> Sijoittajien ihanteelliset toimintatavat kuulostavat yksinkertaisilta: lue annetut tiedot ja tutustu tuotteeseen huolella, ymmärrä lukemasi, kysy mahdollisia lisäkysymyksiä ja tee päätös sijoitustuotteen ostamisesta – mikäli tuote vaikuttaa hyvältä, osta se, mutta jos ei, jätä ostamatta. Sijoittajan on pidettävä myös mielessä, että tuotteen tarjoaja tietää tuotteesta enemmän kuin ostaja<sup>71</sup> ja että tuotteen tarjoaja luultavasti haluaa antaa tuotteesta positiivisemmän kuvan kuin mitä se oikeasti on. Vaikka ohjeet tuntuvat yksinkertaisilta ja rationaalisilta, monet sijoittajat eivät toimi näin.<sup>72</sup>

Vaikka Yhdysvalloissa kyse olikin suuria summia sijoittavista korporatioista, eikä yksittäisen piensijoittajan selonottovelvollisuuden laiminlyönti johda laajaan finanssikriisiin, antaa institutionaalisten sijoittajien toiminta viitteitä myös piensijoittajien käyttäytymisestä. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö lähtee olettamuksesta, että ammattimaiset sijoittajat perehtyvät sijoitustuotteista annettuihin tietoihin. Olettamuksena on myös, että ammattimaiset sijoittajat ymmärtävät lukemansa informaation tai ainakin ymmärtävät, etteivät ymmärrä lukemansa informaatiota.<sup>73</sup> Finanssikriisi on sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa osoittanut, että myös muiden kuin yksityissijoittajien kyky arvioida sijoituksiin liittyviä riskejä on rajallinen.<sup>74</sup> Jos ammattimaisten sijoittajien kyky arvioida sijoitusriskejä on puutteellinen, voimme arvioida, ettei tilanne ei-ammattimaisilla ja kokemattomilla sijoittajilla ole ainakaan sanottua parempi.

<sup>69</sup> *Davidoff – Hill* 2013 s. 599–638.

<sup>70</sup> *Davidoff – Hill* 2013 s. 603.

<sup>71</sup> Tosin näin ei välttämättä aina ole, vrt. esimerkiksi KKO 2011:5, jossa käräjäoikeuden päätöksen tietojen mukaan tuotteen tarjoaja ei ollut tiennyt edes, mikä tuote on kyseessä.

<sup>72</sup> *Davidoff – Hill* 2013 s. 603. Esimerkiksi Yhdysvalloissa juuri CDO-tuotteita 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä ennen finanssikriisiä ostaneet institutionaaliset sijoittajat ostivat uutta tuotetta tutustumatta siihen ja lähinnä sen vuoksi, että muut institutionaaliset kanssasijoittajat sijoittivat kyseisiin tuotteisiin. *Davidoff – Hill* 2013 s. 608 ss.

<sup>73</sup> *Davidoff – Hill* 2013 s. 600.

<sup>74</sup> MiFID II -direktiivi 104 resitaali.

Yksi tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden selkeimmistä ongelmista on informaatiotulva. Informaatiotulvalla<sup>75</sup> tarkoitetaan sitä, että asiakas saa tuotteesta niin paljon tietoa samalla kertaa, ettei hän pysty sisäistämään sitä tai jaksaa tutustua siihen<sup>76</sup>, eikä hänen asemansa siten tosiasiassa parane juurikaan verrattuna tuotteen tarjoajana toimivaan elinkeinonharjoittajaan.<sup>77</sup> Tällaisessa tilanteessa asiakkaalla pitäisi olla jo jonkinasteiset perustiedot kyseessä olevasta asiasta, jolloin hän pystyisi helpommin ymmärtämään asiat ja hyödyntämään saamaansa informaatiota. Koska sijoitustuotteen tarjoaja voi täyttää sijoituskohteeseen liittyvän tiedonantovelvollisuuden pelkällä kirjallisella materiaalilla, materiaalia voi olla paljon. Pelkät vakuutusehdot voivat olla kymmensivuisia. Tällaisessa tilanteessa on selvää, että asiakkaan täytyy olla tuotteestaan kiinnostunut, jotta hän jaksaa ottaa selvää, mitä sopimus pitää sisällään.<sup>78</sup>

Ei tietenkään ole sijoittajan – tai kenenkään muunkaan – kannalta suositeltavaa, että solmitaan sopimuksia ja ostetaan sellaisia tuotteita, jonka sisällöstä ei ole tietoa. Todellisuudessa tämä lienee kuitenkin varsin yleistä. On yksinkertaista todeta, ettei kenenkään tulisi sijoittaa sellaiseen tuotteeseen, jonka ominaisuuksia ei ymmärrä.<sup>79</sup> Esimerkiksi Euroopan arvopaperimarkkinavalvoja ESMA (*European Securities and Markets Authority*) on helmikuussa 2014 antanut sijoittajille kirjallisen varoituksen<sup>80</sup> markkinoilla olevien monimutkaisten sijoitustuotteiden varalta. ESMAn mukaan tälläkin hetkellä osa markkinoilla olevista tuotteista on sellaisia, jotka ovat aiemmin olleet vain ammattisijoittajien saatavilla, mutta nyt suunnattu myös ei-ammattimaisille sijoittajille. ESMA varoittaa aggressiivisesta ja harhaanjohtavasta markkinoinnista, ja toteaa, että mikäli ostaja ei ymmärrä *tarjottavan tuotteen keskeisiä ominaisuuksia tai tärkeimpiä siihen liittyviä riskejä, tuotteeseen ei tule sijoittaa*. Ei liene harvinaista, että sijoittaja ei välillä itsekään ymmärrä omaa ymmärtämättömyyttään.<sup>81</sup> On myös mah-

<sup>75</sup> Informaatiotulvan ongelma on huomioitu vakuutustuotteissa jo 1980-luvun puolivälissä, kun vakuutuslainsäädäntöä uudistettiin ja vakuutuksenantajan laajaa tiedonantovelvollisuutta pohdittiin. Henkilövakuutuslain ehdotuksessa kiinnitettiin nimenomaisesti huomiota siihen, että vakuutuksen hakijalle annettava suuri informaatiomäärä kääntyy helposti tarkoitustaan vastaan, kun kuluttajat eivät jaksaa perehtyä annettuun aineistoon ja olennainen tieto hukkuu muun materiaalin sekaan. *Järventaus* 1985 s. 19.

<sup>76</sup> *Law* 2010 s. 15–42.

<sup>77</sup> *Korling* 2010 s. 88 ss.; *Wuolijoki* 2009, s. 90–114.

<sup>78</sup> Tällöin vakuutuksen hakijan ja yleisemminkin sijoittajan on oltava hyvin ”*innokas mutta tietämätön*”. *Norio-Timonen* 1997 s. 84–85.

<sup>79</sup> Ks. esim. *Norros* 2009 s. 384.

<sup>80</sup> Varoitus löytyy ESMAn verkkosivuilta [http://www.esma.europa.eu/system/files/investor\\_warning\\_-\\_complex\\_products\\_-\\_fi.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/investor_warning_-_complex_products_-_fi.pdf) (viitattu 25.3.2015).

<sup>81</sup> Näin myös *Norros* 2009 s. 384.

dollista, ettei sijoittaja halua paljastaa ymmärtämättömyyttään tuotteen myyjälle.

### 3 MITEN SIJOITTAJA TOIMII?

#### 3.1 Käyttäytymistaloustieteestä evoluutiopsykologiaan

Miksi sijoittajat eivät aina tutustu annettuun aineistoon, vaan ostavat niin sanotusti ”*sian säkissä*”? Taloustieteessä on perinteisesti ajateltu ihmisen toimivan rationaalisesti. Sijoittaja hakee tietoa suunnittelemastaan sijoituksesta, tutustuu annettuun aineistoon ja tekee harkitun päätöksen siitä, sijoittaako tuotteeseen vaiko ei. Kuten monesti muillakaan elämänalueilla, ihminen ei toimi välttämättä sijoittajanakaan rationaalisesti. Rahoituksen käyttäytymistieteenä tai käyttäytymistaloustieteenä (*behavioral finance/economics*)<sup>82</sup> tunnettu taloustieteen alahaara tutkii rahoitusmarkkinoiden osapuolten käyttäytymistä ja pyrkii selittämään psykologian avulla, miten ja miksi eri markkinatoimijat, kuten sijoittajat ja sijoitustuotteiden tarjoajat, käyttäytyvät tietyllä tavalla.<sup>83</sup>

Käyttäytymistaloustiede on kiinnostanut etenkin Yhdysvalloissa jo pidemmän ajan. Rationaalisesti toimiva ihminen, *homo economicus*, alkaa olla etenkin Yhdysvalloissa jo historiaa. Finanssikriisin innoittamana

<sup>82</sup> Ks. esim. *Barberis – Thaler* 2003 s. 1053–1128. Asiaa voidaan tarkastella esimerkiksi riskin käsitteen kautta. Traditionaalisen rahoitusteorian sijoittajien sijoitusriskin arviointi perustuu rationaaliseen arviointiin ja oletukseen, että sijoittajien tarkoituksena on utiliteettiteorian mukaisesti maksimoida hyötynsä. Kun perinteisen rahoitusteorian käsitys riskistä perustuu kvantitatiivisille arvioinneille, otetaan rahoituksen käyttäytymistieteessä tarkasteluun mukaan myös kvalitatiiviset näkökohdat. Tämä tarkoittaa sijoittajan subjektiivisten käsitysten huomioimista riski-käsitteen tarkastelussa. Ks. *Ricciard* 2010 s. 133–138; *Schindler* 2007 s. 22.

<sup>83</sup> Ks. esimerkiksi *Pompian* 2012 s. 50; *Baker – Nofsinger* 2010 s. 3-167; *Byrne – Brooks* 2008. Rahoituksen käyttäytymistieteen tutkimuksen voidaan katsoa alkaneen varsinaisesti 1985, kun tutkijat *De Bondt* ja *Taylor* julkaisivat artikkelin ”*Does the Stock Market Overreact?*”. Sijoittajien, kuten ihmisten yleensä, päätöksentekomalleja on analysoitu paljon psykologisessa tutkimuksessa. Päätöksentekoon erikoistunut teoreetikko *Howard Raiffa* on luokitellut päätöksenteon analysoinnin kolmeen eri kategoriaan. Normatiivinen analyysi keskittyy rationaaliseen päätöksentekoon ja ratkaisuun koskien pohdittavaa ongelmaa. Normatiivisen analyysin lopputulos on ideaalitilanne, jota päätöksenteon tulisi mahdollisimman hyvin vastata. Deskriptiivinen analyysi viittaa tilanteisiin, joissa ihmiset todellisuudessa tekevät päätöksiä. Preskriptiivinen analyysi puolestaan tarkoittaa sitä, että ihmiselle annetaan käytännön neuvoja ja opastusta, jotta tämä voi tehdä rationaalisempia päätöksiä. Sijoitusneuvonta on malliesimerkki preskriptiivisestä analyysistä, jonka tarkoituksena on esimerkiksi sijoitusneuvojan neuvoin auttaa sijoittajaa tekemään sellaisia päätöksiä, jotka parhaiten palvelevat heidän tarkoituseriään. Ks. *Kahneman – Riepe* 1998 s. 52.



myös eurooppalaisessa tutkimuskentässä ja EU:ssa on muutama vuosi sitten alettu yhä enenevässä määrin kiinnittämään huomiota käyttäytymistaloustieteen tuomiin mahdollisuuksiin ja hyötyihin esimerkiksi lainvalmistelun kannalta.<sup>84</sup> Toistaiseksi on kuitenkin vielä hieman epäselvää ja erimielisyyksiä siitä, miten käyttäytymistaloustiedettä voidaan hyödyntää esimerkiksi kuluttajalainsäädännössä. Empiiristä tutkimusta tarvitaan lisää.<sup>85</sup>

Käyttäytymistaloustieteestä voidaan ottaa vielä yksi askel taaksepäin, jolloin puhutaan evoluutiopsykologisesta taloustieteestä. Evoluutiopsykologinen taloustiede pyrkii selittämään miksi ihminen käyttäytyy jollakin tavalla. Sen sijaan käyttäytymistaloustiede tuo vain esille ihmisen käyttäytymismalleja, mutta ei syitä käyttäytymiselle.<sup>86</sup> Evoluutiopsykologinen käyttäytymistaloustiede tuo paljon lisäarvoa käyttäytymistaloustieteellisille tutkimuksille.

Esimerkiksi evoluutiopsykologisen taloustieteen avulla voidaan selittää tiettyjä sijoittamiskäyttäytymistä selittäviä tekijöitä, kuten sitä, miksi miehet ottavat naisia enemmän riskejä.<sup>87</sup>

### 3.2 Vinoumat, ylioptimismi, ylikuottamus...

Sijoittajan käytökseen ja sijoituspäätöksiin vaikuttavat psykologia ja tunteet, jopa erilaiset kognitiiviset harhat. Keskeisimpiä käyttäytymistaloustieteen selityksiä ovat *käyttäytymis- eli kognitiiviset vinoumat*.<sup>88</sup> Käyttäytymisvinoumillla viitataan ihmisillä esiintyviin taipumuksiin hahmottaa ja painottaa havaintojaan, tulkintojaan ja informaatiota tietyillä tavoilla. Käyttäytymisvinoumia on jopa pidetty yhtenä uutena markkinahäiriön tyyppinä ulkoisvaikutusten, markkinavoimien ja informaatioasymmetrian rinnalla.<sup>89</sup>

<sup>84</sup> Mielenkiintoinen yksityiskohta asiassa on se, että yhdysvaltalaiset tuomioistuimet ja virastot ovat alkaneet huomioida käyttäytymistaloustiedettä ratkaisuihmissaan, mutta sen sijaan eurooppalaiset tuomioistuimet ja virastot eivät. Lisäksi Euroopassa pitäydytään edelleen pääsääntöisesti pitämään ihmistä rationaalisenä toimijana eikä tosiasiallisia käyttäytymistapoja oteta huomioon, ks. *Hacker* 2015 s. 34–35.

<sup>85</sup> Ks. esim. *Faure – Luth* 2011 s. 339.

<sup>86</sup> *Piha – Lähteenmäki-Uutela* 2014 s. 311–312.

<sup>87</sup> Ks. *Piha – Lähteenmäki-Uutela* 2014 s. 310.

<sup>88</sup> *De Manuel Aramendía – Valiante* 2014 s. 4–6; *Kahneman – Riepe* 1998, s. 52–53; *Kahneman – Slovic – Tversky* 1982.

<sup>89</sup> *Lunn* 2015 s. 316–318.

Kognitiiviset vinoumat voidaan jaotella *heuristiikkaan*, *taipumuksiin* ja *lavastuksista johtuviin*. Heuristiikka on ongelmanratkaisumenetelmä.<sup>90</sup> Kyseessä on valmiiden, etukäteen mietittyjen tai hankittujen ratkaisumallien soveltaminen ongelmanratkaisutilanteissa, joissa päätökseen käytettävä aika on rajallinen.<sup>91</sup> Taipumukset ovat puolestaan ihmiselle yksilöllisiä tapoja toimia vastoin sitä, miten saatavissa olevan tiedon mukaan kannattaisi toimia. Taipumuksista yliluottamus, liika optimismi ja omia mielipiteitä tukevien tietojen suosiminen ovat keskeisimpiä käyttäytymisvinoumia, jotka vaivaavat sijoittajaa ja sijoitustuotteen tarjoajaa. Se, miten asiat on esitetty eli *lavastettu*, vaikuttaa myös päätöksentekoon huomattavasti.<sup>92</sup> Lisäksi eri vaihtoehtojen yhdistäminen samaan päätökseen vaikuttaa henkilöiden päätöksentekoon.<sup>93</sup> Psykologit ovat myös havainneet, että sijoituskokemuksella on vaikutusta sijoittajan käyttäytymiseen.<sup>94</sup>

<sup>90</sup> Kahneman 2011; Pólya 1948.

<sup>91</sup> Ks. esim. OECD Consumer Policy Toolkit 2010 s. 42. OECD:n selvityksen mukaan käyttäytymistaloustiede on esimerkiksi osoittanut, että tehdessään hankalia päätöksiä liittyen esimerkiksi monimutkaiseen sijoitusinstrumenttiin kuluttajat alkavat käyttää päätöksentekonsa avuksi suhteellisen yksinkertaisia toimintatapoja, kuten tietynlaisia nyrkki-sääntöjä. Kuluttajat saattavat lisäksi jättää perustelematta joitain vaihtoehtoja valinnoistaan pois. On myös mahdollista, etteivät kuluttajat tee välttämättä lainkaan päätöksiä.

<sup>92</sup> Helpoin esimerkki lavastuksen vaikutuksesta nähdään, kun lopputuloksia on kaksi, mutta vain toinen mainitaan kysymyksenasettelussa. Ajatellaan esimerkiksi tilannetta, jossa sijoittajalla on vain tappion tekemisen todennäköisyys tai voiton saamisen todennäköisyys. Jos sijoittajalle sanotaan, että hänellä on 10 % mahdollisuus tehdä tappiota, on päätöksen jakauma erilainen kuin, jos hänelle sanotaan, että hänellä on 90 % mahdollisuus tehdä voittoa. Tversky – Kahneman 1986.

<sup>93</sup> Tversky – Kahneman 1981 s. 454–455. Jos tietty asia esitetään itsenäisesti (kuten esimerkiksi se, että sijoittajalla sijoittaessaan tiettyyn osakkeeseen on 30 % mahdollisuus tehdä tappiota), on sijoittajan päätös erilainen kuin, jos eri asioita esitetään yhdessä, samassa kontekstissa (esimerkiksi siten, että sijoittajalle sanotaan, että vaihtoehdossa A hänellä on 70 % mahdollisuus saada voittoa, mutta 30 % tehdä tappiota).

<sup>94</sup> Sekä pien- että ammattisijoittajat kärsivät kuitenkin molemmat edustavuusharhasta, joka tosin näyttyy pien- ja ammattisijoittajille eri lailla. Kun piensijoittaja kärsii *hot hands* eli ”kuumien käsien” -harhasta, on ammattilaisen ongelmana nk. *gamblers fallacy*. Piensijoittajat ovat usein trendinseuraajia, ja he olettavat, että esimerkiksi markkinoiden kehitys jatkuu samansuuntaisena kuin se on ollut. Nousukauden aikaan nousun uskotaan jatkuvan, ja laskukauden aikaan puolestaan markkinoiden ajatellaan menevän alamäkeen vastaisuudessakin. Ammattilaisten *gamblers fallacy* eli uhkapelaajan harha viittaa puolestaan siihen, että ammattilaiset uskovat trendin kääntyvän liian usein. Kurssien noustessa ammattisijoittajat uskovat, että pian kurssit taittuvat laskuun, vaikka näin ei välttämättä olisikaan. Hyvä esimerkki uhkapelaajan harhasta on klassinen kolikonheitotapaus. Ajatellaan tilannetta, jossa täysin satunnaisessa sarjassa heitetään kolikkoa, ja sarjassa tulee usean heiton ajan peräkkäin kruunaa. Monesti tässä tilanteessa tilannetta tarkkailevat henkilöt ajattelevat, että seuraavalla heitolla ”on pakko tulla klaava”, vaikka todennäköisyys kruunalle ja klaavalle (1/2) on edelleen sama. Hirshleifer 2001 s. 1533–1597; Kahneman – Riepe 1998, s. 55–56.

Myös *yliluottamus* voi vaivata sijoittajia tai sijoitustuotteita tarjoavia tahoja.<sup>95</sup> Yliluottamus on yksinkertaisesti taipumus yliarvioida omia kykyjä analysoida tietoa ja tehdä sen pohjalta oikeita päätöksiä.<sup>96</sup> Yliluottamuksen tavoin myös *liiallinen optimismi*<sup>97</sup> on yksi sijoittajien synneistä.<sup>98</sup> Taipumus vähätellä tai jättää kokonaan huomioimatta mielipiteet ja tiedot, jotka ovat omia mielipiteitä ja olettamuksia vastaan, vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoon. Liiallinen usko tehdyn sijoituksen positiiviseen kehitykseen voi heikentää sijoittajan kykyä huomioida esimerkiksi sijoituksen arvon heikkeneminen.<sup>99</sup> *Daniel Kahnemanin* ja *Amos Tverskyn prospektiteoria*<sup>100</sup> tunnetun päätöksentekoteorian mukaan sijoittajat kiinnittävät huomiota voittoihin ja tappioihin enemmän kuin kokonaisvarallisuuden odotusarvoon. Lisäksi sijoittajien päätökset eivät perustu suurimmaksi osaksi todennäköisyyksiin ja rationaliteetteihin, vaan pikemminkin subjektiivisiin näkemyksiin. Kahnemanin ja Tverskyn mukaan sijoittajat myös reagoivat enemmän tappioon ja tappion karttamiseen kuin riskiin. Sijoittajat tai tuotteen tarjoajat eivät myöskään välttämättä yksinkertaisesti ymmärrä minkälainen riski johonkin tuotteeseen sisältyy.<sup>101</sup> Ihmiset eivät myöskään välttämättä halua näyttää sitä, että he eivät tiedä tai ymmärrä jotain asiaa.<sup>102</sup>

Sijoittajien käyttäytymiseen vaikuttaa myös *ankkurointi*<sup>103</sup> (*anchoring*), jolla tarkoitetaan sitä, että sijoittajat kiinnittävät huomiota, *ankkuroituvat*,

<sup>95</sup> Yliluottamusta esiintyy paljon psykologisissa sijoittajiin kohdistuvissa testeissä. *Nofsinger* 2005 s. 14; *Kahneman – Riepe* 1998 s. 53–54.

<sup>96</sup> *James Montier* tutki 2006 salkunhoitajien arvioita omasta suoriutumisestaan. Vastauksista 74 % katsoi suoriutuneensa keskimääräistä paremmin, ja lopusta 26 %:sta suurin osa arvioi suoriutuneensa keskimääräisesti. Tulos viittaa siihen, että luottamus omiin taitoihin on alalla suurta. *Montier* 2006.

<sup>97</sup> Ks. esim. *Klohn* 2009 s. 441–442.

<sup>98</sup> Tutkimuksissa on osoitettu, että optimistit myös aliarvioivat sellaisten huonojen tulosten tai tapahtumien todennäköisyyden, joihin he eivät voi itse vaikuttaa. Optimistit ovat taipuvaisia myös yliarvioimaan oman kontrollinsa asioihin ja tapahtumiin, ja aliarvioimaan sattuman vaikutuksen. *Kahneman – Riepe* 1998 s. 54.

<sup>99</sup> *Nofsinger* 2005 s. 64–68.

<sup>100</sup> *Kahneman – Tversky* 1979 s. 263–289. Prospektiteorian mukaisen hyötyfunktion mukaan henkilöiden tuntema tyytymättömyys on kaksinkertainen heidän menettäessään tietyn summan rahaa kuin henkilöiden kokemaa mielihyvää heidän voittaessaan täsmälleen saman summan rahaa. Kahnemanin ja Tverskyn tutkimuksen mukaan henkilöiden riskin karttaminen positiivisten lopputulemien eli voittojen kohdalla muuttuu negatiivisten tulemien eli tappioiden kohdalla riskihakuisuudeksi. Kahneman ja Tversky kutsuvat tätä heijastusvaikutukseksi (*reflection effect*). Sijoittaja arvioi siis usein tuottojen menettämistä riskiä karttavasti, mutta tappioiden tekemistä riskihakuisesti. *Tversky – Kahneman* 1992 s. 297–323; *Kahneman – Knetsch. – Thaler* 1990; *Tversky – Kahneman* 1981 s. 454.

<sup>101</sup> *Law* 2010 s. 24–28. Ks. myös *Wuolijoki* 2016 s. 296.

<sup>102</sup> *Minor* 2012 s. 1.

<sup>103</sup> Ks. esim. *Kahneman – Tversky* 1974 s. 1128–1130.

johonkin tiettyyn irrelevanttiin sijoituskohdetta koskevaan informaatioon, vaikka kyseinen tieto ei vaikuttaisi millään lailla arvopaperin arvoon.<sup>104</sup> Sijoittajiin vaikuttaa myös muiden tahojen käyttäytyminen. *Laumakäyttäytymiseksi* (*herd behavior*) kutsuttu käyttäytymismalli voi muuttaa sijoittajan käyttäytymistä radikaalisti verrattuna siihen, miten sijoittaja käyttäytyisi, jos toimisi yksin. Laumakäyttäytymisestä oli kyse esimerkiksi institutionaalisten sijoittajien toiminnasta ennen finanssikriisin puhkeamista 2007–2008 Yhdysvalloissa: monet tahot ostivat CDO-tuotteita tutustumatta niihin, koska muutkin tekivät niin.<sup>105</sup> Myös *Ville Rantalan* tutkimus Wincapita-pyramidihuijauksen leviämisestä on osoitus siitä, miten suuri vaikutus kanssajohdattajilla on sijoittajan toimintaan.<sup>106</sup>

Rahoitusmarkkinat myös vahvistavat sijoittajien käyttäytymismalleja. Sijoittamisessa vaaditaan usein monimutkaiseen ja runsaaseen tietoon perustuvia päätöksiä, jotka on tehtävä suhteellisen lyhyessä ajassa. Palaute päätösten kannattavuudesta tulee vasta jälkepäin, ja sitä, mikä meni hyvin tai huonosti, voi olla vaikea tulkita.<sup>107</sup>

Euroopan komissio on teettänyt vuonna 2010 tutkimuksen<sup>108</sup>, jossa kysyttiin 6 000 kuluttajalta kahdeksasta<sup>109</sup> eri EU-jäsenmaasta sijoituspäätösten tekemisistä. Tulosten mukaan kuluttajat<sup>110</sup> eivät tiedä välttämättä edes rahoitusmarkkinoiden peruskäsitteistöä ja -konsepteja.<sup>111</sup> Sijoitusten riskien ymmärtämisessä oli myös suuria puutteita. Esimerkiksi melkein 40 % vastaajista oletti, että osakesijoituksissa pääoma on turvattu aina. Tulosten mukaan sellaiset henkilöt, jotka olivat tutustuneet rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja sijoitustuotteisiin etukäteen ja pystyivät ymmärtämään sijoituskohteita, tekivät parempia sijoituksia kuin ne sijoittajat, jotka eivät olleet hankkineet tietoa rahoitusmarkkinoista ja sijoittamisesta. Lisäksi fi-

<sup>104</sup> *Kahneman – Tversky* 1974 s. 1128–1130.

<sup>105</sup> *Davidoff – Hill* 2013 s. 601 ss.

<sup>106</sup> *Rantala* 2015. Ks. myös *Klohn* 2009 s. 443.

<sup>107</sup> Ks. esim. *Klohn* 2009 s. 444.

<sup>108</sup> Decision Technology Ltd: Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective Final Report November 2010.

<sup>109</sup> Kyseiset maat olivat Saksa, Iso-Britannia, Ranska, Italia, Ruotsi, Puola, Romania ja Tšekki.

<sup>110</sup> On mielenkiintoista, että finanssikriisin jälkeen EU:n lainsäädäntövalmistelussa on ollut havaittavissa muutos suhtautumisessa sijoittajiin. Kun ennen puhuttiin ”*piensijoittajista*”, puhutaan nyt ”*finanssituotteiden ja -palvelujen kuluttajista*”. *Moloney* 2012 s. 172 ss. Näkökulman muutos voi aiheuttaa joitakin ongelmia, sillä siinä saattaa hämärtyä sijoittamisen merkitys nimenomaisesti riskin ottamisena sekä rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta, *Moloney* 2012 s. 190–193. *Rudanko* on todennut jo 1998, että jos sijoittaja ymmärrettään sijoitushyödykkeiden kuluttajaksi, sijoittajansuoja on käsitteellisesti lähellä kuluttajansuojaa, *Rudanko* 1998 s. 61 ss.

<sup>111</sup> Näin myös *Inderst – Ottaviani* 2012 s. 239.

nanssialaa enemmän tuntevat asiakkaat hakevat useiden tutkimusten mukaan enemmän neuvontaa koskien sijoitustuotteita ja -vaihtoehtoja.<sup>112</sup> Komission kyselyn mukaan ainoastaan 48 % vastaajista kertoi saaneensa omasta mielestään tarpeeksi informaatiota sijoitustuotteista ennen sijoituspäätöksen tekemistä.<sup>113</sup> Myös muissa tutkimuksissa on todettu, etteivät kuluttajat ota oma-aloitteisesti selvää sijoitustuotteista; esimerkiksi auton valintaan käytetään paljon enemmän aikaa kuin sijoitustuotteen tai asuntolainan valitsemiseen.<sup>114</sup> Kuluttajat myös luottavat hyvin paljon siihen, mitä sijoitustuotteen myyjä sanoo. Myyjien intressit voivat kuitenkin olla esimerkiksi palkkioiden takia toisenlaiset kuin sijoitustuotetta etsivän kuluttajan.<sup>115</sup> Toisaalta asiakkaiden tyytyväisyydellä annettuun sijoitusneuvontaan ja päätöksenteolla ei välttämättä ole mitään tekemistä sijoitusneuvojen ja annetun tiedon kanssa, vaan esimerkiksi tuotteen tarjoajan ystävällisyydellä ja olemuksella voi olla vaikutusta sijoittajien päätöksentekoon.<sup>116</sup> Kuluttajien perustietämystaso esimerkiksi matematiikassa tai kriittisessä lukutaidossa voi olla heikompi kuin on kuviteltu.<sup>117</sup> Vaikka materiaalia olisi saatavilla, kuluttajat usein allekirjoittavat lukematta ja tutustumatta materiaaliin. Tiedonantovelvoitteilla ei voida taata sitä, että kuluttajat toimisivat rationaalisesti itse ja tutustuisivat annettuihin aineistoihin.<sup>118</sup>

### 3.3 Tuleeko lainsäätäjän puuttua sijoittajien käyttäytymiseen?

Pitääkö sijoittajien käyttäytymistä ohjata? Vai pitäisikö sijoittajien itse ottaa vastuu siitä, etteivät he lue annettua materiaalia? Eikö nyt tehdä jo tarpeeksi, kun palvelun tarjoajalla on laaja tiedonantovelvoite? Käyttäytymis-

<sup>112</sup> *Inderst – Ottaviani* 2012 s. 239 viitteineen.

<sup>113</sup> *Decision Technology Ltd* 2010 s. 383–387.

<sup>114</sup> *Minor* 2012 s. 2.

<sup>115</sup> Ks. *Synovate Ltd: Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services – Final Report Prepared for: European Commission, Directorate-General Health and Consumer Protection, 2011*. Ks. myös *Inderst – Ottaviani* 2012 s. 239–244. Lisäksi on muistettava, että erilaiset käyttäytymismallit koskevat myös tuotteen tarjoajia. Harvardin yliopiston professori *Mullainathan* teki käyttäytymisloustieteellisen tutkimuksen, jossa tarkoituksena oli koeostoksin selvittää, millaista tietoa arvopaperinvälittäjät antavat rahastoista. Tutkimuksessa kävi ilmi, että sijoitusneuvojat ohjaavat asiakkaita korkean riskin sijoituskohteisiin, vaikka asiakkailla olisi matalan riskin sijoittajaprofiili. Tämä johtui siitä, että sijoitusneuvojat saivat paremmat korvaukset (kulut ovat korkeampia korkeariskisissä tuotteissa) myydessään riskipitoisempia tuotteita, *Mullainathan* 2011.

<sup>116</sup> *Oehler – Werner* 2009 s. 91–93.

<sup>117</sup> *European Commission: Consumer Empowerment in the EU, SEC (2011), 469 Final* 2011.

<sup>118</sup> *Faure – Luth* 2011 s. 338 viitteineen ja s. 349–350.

taloustieteen kritisoijat tuovat esille, että havainnot empiirisistä kokeista ihmisten käyttäytymisestä kohdistuvat usein tietynlaiseen kontekstiin, kuten tiettyihin tuotteisiin tai ihmisryhmiin.<sup>119</sup> Käyttäytymistaloustieteellisten tutkimustulosten huomioon ottamisesta lain säätämisessä ja soveltamisessa on erilaisia näkemyksiä. Yhtäältä on esitetty, että lainsäädännössä pitäisi ottaa huomioon ihmisten käyttäytyminen.<sup>120</sup> Toisaalta mikäli lainsäädännössä huomioitaisiin ihmisten tosiasiallinen käyttäytyminen, on huolenaiheena esitetty muun muassa, että ihmisten toimintoja alettaisiin ohjailta liikaa ja esimerkiksi sijoittajien kohdalla tämä tarkoittaisi jopa sitä, että sijoittajien ”*oikeus tehdä itsestään tyhmiä*” vesittyisi.<sup>121</sup>

Yksi käyttäytymistaloustieteen keinoista on käytännössä ns. tuuppaaminen (*nudging*), jossa ihmistä pyritään tämän päätöksentekoympäristöä muokkaamalla esimerkiksi tietyn ohjeistuksen samaan tekemään toivotut valinnat ja päätökset.<sup>122</sup> Tiedonantovelvollisuudet ja erilaiset varoitukset ovat tuuppaamisen keinovalikoimassa. Tutkimusten mukaan tuuppaaminen toimii parhaiten silloin, jos se on pienimuotoista.<sup>123</sup> Tuuppaamisen ideana on, että tekijää, kuten sijoittajaa, ei suoraan kielletä ja määrätä, vaan tekijän päätöksenteko-oikeus säilyy edelleen.<sup>124</sup> Tuuppaamista on kritisoitu siitä, että se vähentää ihmisten omaa toimintavalmiutta ja kykyä tehdä päätöksiä. Siitä siinä ei ole kuitenkaan kyse, vaan tuuppaamisella pyritään vaikuttamaan esimerkiksi ihmisten käyttäytymisvinoumiin- ja taipumuksiin.<sup>125</sup>

Sijoitustuotteiden tarjoajan tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on, että sijoittaja ymmärtää, mistä tuotteesta on kysymys ja tekee itsenäisesti sijoituspäätöksen, jossa ottaa samalla riskin sijoituksen menettämisestä. Tässäkään ei ole tavoitteena se, etteikö sijoituksia tehtäisi. Sijoituspäätösten pitää kuitenkin perustua annettuun tietoon ja ymmärrykseen annetusta informaatiosta. Mikäli informaatio on selkeää ja ymmärrettävää, voidaan välttää useita riitoja sijoittajien ja tuotteen tarjoajien välillä. Tämä parantaa sijoittajien ja kuluttajien luottamusta rahoitusmarkkinoiden toimintaan, vähentää turhia kuluja ja riskejä ja tehostaa rahoitusmarkkinoiden toimintaa.

<sup>119</sup> Faure – Luth 2011.

<sup>120</sup> Ks. esim. Arsalidou 2012.

<sup>121</sup> Klohn 2009 s. 437–439. Käsitettä on käyttänyt Louis Loss ensimmäisen kerran, Loss 1963 s. 53.

<sup>122</sup> Faure – Luth 2011 s. 346–347; Thaler – Sunstein 2008 s. 81–100.

<sup>123</sup> Ali – Ramsay – Read 2014 s. 298 ss.

<sup>124</sup> Sunstein 2015 s. 207.

<sup>125</sup> Sunstein 2015 s. 208–210.

## 4 SIJOITTAJAN SELONOTTOVELVOLLISUUS – MITÄ SE TARKOITTAÄ?

### 4.1 Mihin selonottovelvollisuus kohdistuu?

Sijoittaja voi tilanteesta riippuen toimia epärationaalisesti erilaisten käytäytymisvinoumien tai lähipiirin toimien ohjatessa hänen toimintaansa. Mutta mitä sijoittajalta vaaditaan ennen sijoituspäätöksen tekemistä? Mitä sijoittajan selonottovelvollisuus tarkoittaa?

Sopimusoikeuden yleisien oppien mukaan sopimusosapuolille asetetaan yleensä jonkinasteinen selonottovelvollisuus toisen sopimusosapuolen antamista tiedoista.<sup>126</sup> On huomioitava, ettei selonottovelvollisuus ole *velvoite* velvoiteoikeudellisessa mielessä, vaan kyseessä on eräänlainen toimintatapaodotus. Selonottovelvollisuudessa on yksinkertaisimmillaan kyse siitä, että sijoittajan on tutustuttava hänelle ennen sijoituksen tekemistä annettuun materiaaliin. Jos sijoittaja ei tätä tee, hän kantaa itse riskin siitä, ettei voi myöhemmin menestyä asiaa koskevassa riidassa. Tämä tarkoittaa sitä, että jos sijoittaja ei ole esimerkiksi lukenut annettua materiaalia eikä ole siten ennen sijoituksen ostamista huomannut, että sijoitustuotteeseen liittyy riski pääoman menettämisestä, hän ei voi vedota tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden laiminlyöntiin, jos annetuista materiaaleista on käynyt selkeästi ilmi se, ettei tuote ole ollut pääomaturvattu. Sopimusoikeuden oletuksena on, että selonottovelvollisuus on itsestään selvä asia. Tuotteen tarjoajille asetettavat laajat tiedonantovelvoitteet on säädetty sillä olettamuksella, että rationaalisesti toimiva asiakas itse tutustuu annettuun aineistoon eikä lakiin ole kirjattu sijoittajalle velvollisuutta tutustua annettuun materiaaliin. Mikäli selonottovelvollisuus laiminlyödään, menettää asiakas kuitenkin usein mahdollisuutensa vedota sellaiseen seikkaan, josta hänen olisi itse pitänyt ottaa selvää.

Selonottovelvollisuus on olemassa – oli kyseessä arvopaperi- tai vakuutus- tuote. Hallituksen esityksessä vakuutus sopimuslaiksi todetaan, että vakuutuksenottajan on *kohtuullisella huolellisuudella* perehdyttävä vakuutuksenantajalta saamaansa informaatioon.<sup>127</sup> Vakuutuksenottajalla on siis

<sup>126</sup> Ks. esim. *Norros* 2009 s. 377 viitteineen. Selonottovelvollisuuden teoreettisista lähtökohdista ks. *Wuolijoki* 2009 s. 336–343. *K. Hoppu* käyttää käsitettä *sijoittajan huolellisuusvelvoite*, joka pitää sisällään myös selonottovelvollisuuden, *K. Hoppu* 2009 s. 255–257.

<sup>127</sup> Jos vakuutuksenottajalle syntynyt väärä käsitys johtuu esimerkiksi siitä, ettei hän ollut kohtuullisen huolellisesti perehtynyt saamiinsa tietoihin, hän ei voi vedota VSL 9 §:ään. Vakuutuksenottaja ei myöskään voi vedota markkinointitietoon, jonka hän tiesi virheelliseksi. HE 114/1993 vp s. 29.

velvollisuus tutustua vakuutuksenantajalta saamaansa aineistoon ja lukea se kohtuullisella huolellisuudella. Vakuutuksenottaja ei voi vedota sellaiseen seikkaan, joka hänellä pitäisi olla tiedossa, mutta johon hän ei ole tutustunut. Jos vakuutuksenottaja ei ole ennen vakuutus sopimuksen solmimista tutustunut saamaansa aineistoon<sup>128</sup>, hän ei voi saada vakuutuksenantajaa vastuuseen sellaisesta seikasta, joka hänen olisi pitänyt tietää. Arvopaperituotteiden osalta sijoituspalvelulaissa tai sen lainvalmisteluasiakirjoissa ei ole asiasta mainintaa, mutta vastaava velvollisuus on myös arvopaperituotteissa sopimusoikeuden yleisten oppien perusteella. Velvollisuus tutustua annettuun aineistoon tarkoittaa siis tarkemmin sanottuna sitä, että annetut tiedot, sopimus, sitovat ilman niiden lukemistakin.<sup>129</sup>

Selonottovelvollisuuden laiminlyönti ilmenee yleensä tilanteessa, jossa asiakas väittää, että tuotteen tarjoaja on joko jollakin tavoin laiminlyönyt tiedonantovelvollisuutensa, laiminlyönyt arvopaperituotteissa sijoittajan sijoittajaprofilin selvittämisen tai myynyt asiakkaalle esimerkiksi sellaisen arvopaperituotteen, joka ei ole sopinut tämän sijoittajaprofiiliin. Monesti sijoitustuotteiden riitatilanteet ovat liittyneet samankaltaisiin, usein toistuviin kysymyksiin, kuten tuotteen riskipitoisuuteen, pääomaan, tuotoon ja kuluihin liittyviin epäselvyyksiin. Kun finanssimarkkinoilla tuotteen tarjoajille on asetettu laaja tiedonantovelvollisuus, tarkoittaa se myös sitä, ettei sijoitustuotteen ostajalla ole *oma-aloitteista* selonottovelvollisuutta sijoitustuotteen tai sopimuksen sisällöstä.<sup>130</sup> Tiedonantovelvollisuus siis supistaa selonottovelvollisuutta.<sup>131</sup> Mikäli sijoittaja on laiminlyönyt velvollisuutensa tutustua annettuun materiaaliin, hän kantaa tällöin vastuun siitä, ettei tule menestymään mahdollisessa asiaa koskevassa riitatilanteessa.<sup>132</sup> Vastaavasti jos tuotteen tarjoaja on laiminlyönyt lain mukaisen tiedonantovelvollisuutensa, tämä ei voi vedota tuotteen ostajan selonottovelvollisuuden laiminlyöntiin.

---

<sup>128</sup> Vakuutus sopimus syntyy usein siten, että vakuutuksenottaja vierailee vakuutusyhtiön tai esimerkiksi vakuutusyhtiön asiamiehenä toimivan pankin konttorissa. Hän saa sieltä vakuutustarjouksen, mahdollisesti sopimusehdot ja tuote-esitteen. Jos vakuutuksen hakija on tyytyväinen sopimukseen, kehottaa vakuutuksenantaja tai tämän edustaja vakuutuksen hakijaa allekirjoittamaan vakuutushakemuksen ja lähettämään sen yhtiöön. Se, että tuleva vakuutuksenottaja lähettää allekirjoitetut asiakirjat, on vahva indisio siitä, että tämä on tutustunut sopimukseen ja sen ehtoihin ja hyväksyy ne.

<sup>129</sup> *Wuolijoki* 2009 s. 344.

<sup>130</sup> Sijoittajan ei siis tarvitse mennä sijoituspalveluyrityksen tai vakuutusyhtiön tiskille, ja kysyä yksityiskohtaisia kysymyksiä tuotteista – riittää, että hän osoittaa kiinnostuksensa sijoittamisesta. Yleisesti vastuun jakautumisesta *Hemmo* 2007 s. 296–297.

<sup>131</sup> *Wuolijoki* 2009 s. 333–334.

<sup>132</sup> Ks. esim. *Wuolijoki* 2009 s. 334.



Sijoittajan selonottovelvollisuuteen on otettu kantaa sekä oikeus- että lautakuntien ratkaisukäytännössä<sup>133</sup>. Tapauksessa KKO 2011:5<sup>134</sup> korkein oikeus on hallituksen esityksen mukaisesti todennut, että vakuutuksenottajan voidaan edellyttää *tutustuvan kohtuullisella huolella hänelle toimitettuun kirjalliseen aineistoon*.<sup>135</sup> Sekä Arvopaperilautakunnassa että Vakuutuslautakunnassa on käsitelty useita sijoitusten myyntitilanteisiin liittyviä tiedonantovelvollisuuskysymyksiä, joiden käsittelyssä lautakunnat ovat ottaneet kantaa myös sijoittajien selonottovelvollisuuteen lyhyesti. Vakuutuslautakunnan mukaan vakuutuslainsäätämisen mukainen vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuus ei poista vakuutuksenottajan velvollisuutta itsekin perehtyä tekeillä olevan vakuutuslainsäätämisen sisältöön. Mikäli hän ei näin tee, hän on lain mukaan lähtökohtaisesti itse vastuussa tästä mahdollisesti aiheutuvista oikeudenmenetyksistä tai väärinkäsityksistä.<sup>136</sup> Vakuutuslautakunnan mukaan vakuutuksenottajan on perehdyttävä annettuun materiaaliin *asianmukaisella huolellisuudella, normaalilla huolellisuudella tai huolellisesti*.<sup>137</sup>

<sup>133</sup> Vakuutuslautakunta ja Arvopaperilautakunta ovat osa finanssialan sopimusphojaista organisaatiota, johon kuuluvat edellä mainittujen lisäksi Vakuutus- ja rahoitusneuvonta ja Pankkilautakunta. Lautakuntien tehtävänä on edistää hyvää vakuutus-, pankki- ja arvopaperimarkkinatapaa finanssisektorin toiminnassa antamalla ratkaisusuosituksia palvelun tarjoajien ja asiakkaiden välisiin erimielisyyksiin. Vakuutuslautakunta antaa ratkaisusuosituksia mm. vakuutuksenottajan lautakunnalle esittämistä vakuutus-suhteeseen liittyvistä, lain ja vakuutusehtojen tulkintaa ja soveltamista koskevista erimielisyyksistä. Arvopaperilautakunta antaa ratkaisusuosituksia ei-ammattimaisten asiakkaiden ja palvelun tarjoajien lautakunnalle esittämistä erimielisyyksistä. Ks. lisää Finanssialan sopimusphojaisen asiakasorganisaation ohjesääntö.

<sup>134</sup> Korkeimman oikeuden ratkaisussa KKO 2011:5 oli kyse sijoitussidonnaisen vakuutuksen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden täyttymisestä vakuutuksenottajalle ennen sopimuksen solmimista. Tapauksessa B:n puoliset olivat sijoittaneet säästöhenkivakuutukseen, jonka vakuutussäästön arvo oli sidottu rahastoihin. B:n puoliset menettivät suuren osan sijoittamastaan pääomasta ja oikeuden ratkaistavana oli, oliko vakuutuksenottajille ollut ennen sopimuksen solmimista selvää, että he voivat menettää jopa koko pääomansa. Tapauksen analysoinnista, ks. *Norio-Timonen* 2011a s. 42–53 ja *Norros* 2011 s. 799–809.

<sup>135</sup> KKO 2011:5, perustelujen kohta 17. Korkein oikeus on päättänyt kuitenkin ratkaisusaan siihen lopputulokseen, ettei B:n puolisoille toimitettu kirjallinen aineisto vakuutuksen sijoitusriskistä ole riittänyt täyttämään vakuutuksenantajan tiedonantovelvollisuutta. Kuitenkin koska B:n puoliset ovat sijoittajina olleet kokeneita, korkein oikeus on katsonut, että puolisoille annetut suulliset tiedot vakuutuksen riskistä ovat riittäneet täyttämään vakuutuslainsäätämisen mukaisen tiedonantovelvollisuuden. Tällä hetkellä tilanne on erilainen siinä suhteessa, että oikeusministeriön antaman henkivakuutusasetuksen mukaan henkivakuutuksen ottajalle on annettava kirjallisesti asetuksen mukaiset tiedot ennen sopimuksen solmimista.

<sup>136</sup> Ks. esim. VKL 148/2009.

<sup>137</sup> Ks. esim. ratkaisut VKL 149/2009, VKL 310/2012 ja VKL 8/2009.

Vastaavasti Arvopaperilautakunta on todennut, että asiakkaalla itsellään on myös velvollisuus tutustua hänelle annettuihin asiakirjoihin sekä tehdä tarkentavia kysymyksiä epäselviksi jääneistä seikoista.<sup>138</sup> Sijoittajan vastuulla on *tutustua riittävästi kaikkeen saamaansa aineistoon*.<sup>139</sup> Arvopaperilautakunta on muun muassa katsonut, että jos sijoitusrahastosta on annettu asiakkaalle rahaston säännöt, perehtymistä sääntöihin voidaan pitää asiakkaalta kohtuudella odotettavissa olevana toimenpiteenä osana sijoituskohteisiin perehtymistä.<sup>140</sup>

#### 4.1.1 Tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen kirjallisesti

Sekä korkeimman oikeuden että lautakuntien ratkaisut osoittavat, että sijoittajan selonottovelvollisuus kohdistuu käytännössä kaikkeen tuotteen tarjoajan antamaan materiaaliin. Kuten edellä on jo todettu, monet tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuteen liittyvät riidat koskevat sijoitustuotteen perusominaisuuksia. Sijoituspäätökseen vaikuttavat monesti kysymykset sijoituksen riskipitoisuudesta, pääoman menettämisen mahdollisuudesta, tuotto-odotuksesta, kuluista ja tuotteen verotuksellisesta kohtelusta. Samat kysymykset nousevat esille tiedonantovelvollisuutta koskevissa riidoissa: sijoittaja on voinut väittää, että tuotteen tarjoaja on laiminlyönyt tiedonantovelvollisuutensa ja jättänyt kertomatta tai antanut harhaanjohtavan kuvan tuotteeseen liittyvästä riskistä, kuten pääoman menettämisestä tai tuotto-odotuksista.

Tiedonantovelvollisuus voidaan täyttää sekä vakuutuksissa että arvopaperituotteissa puhtaasti kirjallisesti. Oikeusministeriön henkivakuutusasetuksen<sup>141</sup> johdosta sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa on annettava kirjallisesti tietyt keskeiset sopimukseen liittyvät asiat. Tämä korostaa entisestään sijoittajan oma-aloitteista selonottovelvollisuutta, sillä sijoittajan pitää tutustua annettuun aineistoon. Sijoituspalvelulain 10:5.4:n mukaan osa annettavista tiedoista on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle *pysyvällä tavalla* eli käytännössä esimerkiksi kirjallisesti<sup>142</sup>. Ammattimaiselle asi-

<sup>138</sup> Ks. esim. APL 13/2013.

<sup>139</sup> Esim. APL 17/2013 ja APL 28–30/2011.

<sup>140</sup> Näin APL 5/2010.

<sup>141</sup> Oikeusministeriön asetus henkivakuutuksesta annettavista tiedoista 177/2011.

<sup>142</sup> ”Pysyvällä tavalla” tarkoitetaan sitä, että tiedot on annettava siten, että ne osoitetaan asiakkaalle henkilökohtaisesti joko kirjallisesti tai muulla pysyvällä tavalla siten, että asiakas voi säilyttää, tallentaa ja toisintaa ne muuttumattomina tai siten, että tiedot ovat saatavissa sijoituspalveluyrityksen internetsivuilla niin kauan kuin asiakkaan voidaan olettaa niitä tarvitsevan. Tiedot voidaan antaa muulla pysyvällä tavalla kuin kirjallisesti vain, jos tietojen antaminen tällä tavalla on asianmukaista sijoituspalveluyrityksen ja asiakkaan

akkaalle annettavien tietojen esittämis- ja antamistapaa ei ole säännelty. Jos tuotteesta annetaan tietoa ammattimaiselle asiakkaalle sekä suullisesti että kirjallisesti, kohdistuu selonottovelvollisuus kokonaisuudessaan annettuihin tietoihin.<sup>143</sup>

#### 4.1.2 Tiedonannon puutteellisuus tai ristiriitaisuus

Miten sitten pitäisi arvioida tilannetta, jossa sijoittajalle on annettu materiaalia, mutta jokin olennainen tieto on jäänyt puuttumaan? Lähtökohtana on, että sijoittajan selonottovelvollisuuteen ei kuulu se, että sijoittajan tulisi oma-aloitteisesti tietää, mitä materiaalia hänelle tulisi antaa. *Kari Hoppu* on esittänyt, että mikäli vakuutuksenottaja huomaa, että esimerkiksi tuoteseloste on jäänyt pois annetusta materiaalista, hänen tulee tiedustella puuttunutta asiakirjaa vakuutuksenantajalta.<sup>144</sup> Tilanne voi olla esimerkiksi sellainen, että tuoteselosteessa on tuotu esille sijoitussidonnaiseen vakuutukseen liittyvä riski vakuutussäästön arvon alenemisesta. *Olli Norros* pitää kantaa perusteltuna sen johdosta, että jos asiakas on ymmärtänyt, että vakuutuksessa on ollut kyse välillisestä arvopaperisijoituksesta, pitäisi huolellisen sijoittajan olla kiinnostunut oma-aloitteisesti kyseisen sijoitustuotteen riskistä.<sup>145</sup> Mikäli luovutetusta materiaalista tai olosuhteista ei voi päätellä, että annetusta materiaalista puuttuu jotain, asiakkaalla ei ole velvollisuutta tietää tai huomata tätä. Jos asiakas on allekirjoittanut vakuutus-sopimuksen tai muun sijoitustuotetta koskevan asiakirjan, kuten merkintä-lomakkeen, jossa luetellaan hänelle annetut asiakirjat, on perusteltua vaatia asiakkaalta huomion kiinnittämistä siihen, että jokin mainituista asiakirjoista puuttuu.

Vaikka sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa vakuutuksen hakijalle sekä ei-ammattimaisille arvopaperisijoittajille on annettava tiedot sijoituksesta

---

välisen liiketoimen toteuttamisen yhteydessä ja asiakas on valinnut tiedon toimittamisen tällä tavalla (SPL 10:1.2 §). Asiakkaan suostumuksella tiedot voidaan antaa asiakkaalle sijoituspalveluyrityksen internetsivuilla ilman, että ne on osoitettava asiakkaalle henkilökohtaisesti, jos se on asianmukaista sijoituspalveluyrityksen ja asiakkaan välisen liiketoimen toteuttamisen yhteydessä ja tiedot ovat saatavilla niin kauan kuin asiakkaan voidaan olettaa niitä tarvitsevan.

<sup>143</sup> Vaikka Arvopaperilautakunta ei käsittelekään ammattimaisten asiakkaiden valituksia, on lautakunta lausunut myös suullisen tiedonannon osalta ennen kuin MiFIDin mukainen ”pysyvällä tavalla” annettu tiedonantovelvollisuus tuli voimaan. Arvopaperilautakunnan mukaan pankin tai muun sijoituspalveluyrityksen tiedonantovelvollisuuden täyttämistä arvioidaan kokonaisuutena, jossa otetaan huomioon sekä kirjallisesti että suullisesti annetut tiedot, ks. esim. APL 28–30/2011.

<sup>144</sup> *K. Hoppu* 2004 s. 320.

<sup>145</sup> *Norros* 2009 s. 381–382.

kirjallisesti, tai arvopaperituotteissa muulla ”pysyvällä tavalla”, tilanne voi käytännössä olla sellainen, että kirjallisen materiaalin lisäksi tuotteen tarjoaja antaa suullista informaatiota tuotteesta. Miten tulisi arvioida tilannetta, jossa tuotteen tarjoaja on antanut tuotteesta suullisesti eri tietoja kuin kirjallisesta materiaalista käy ilmi? Tuotteen tarjoaja on voinut suullisesti kuvata tuotteen olevan matalariskinen, kun taas tuote-esitteessä tuotetta kuvataan korkeariskiseksi. Lähtökohtaisesti sijoittaja ei voi tietää, mikä annetusta tiedosta on paikkansapitävää eikä häneltä tätä pääsääntöisesti voitane vaatia.<sup>146</sup> On esitetty, että asiakkaalla voi olla velvollisuus huomata, jos hänelle suullisesti annettu informaatio poikkeaa kirjallisesta materiaalista.<sup>147</sup>

Arvopaperilautakunnan tapauksessa APL 7/2014 oli kyse asiakkaalle annetusta osakesertifikaattien erääntymisestä koskevasta oikeasta informaatiosta. Sertifikaatti on pankin tai rahoitusyhtiön liikkeeseen laskema arvopaperi, jonka arvo määräytyy kohde-etuuden arvonkehityksen perusteella, tässä tapauksessa kohdeosakkeiden arvon perusteella. Lautakunta katsoi, että asiakkaalle oli puhelimesta suullisesti annettu harhaanjohtavaa tietoa sertifikaatin kaupankäynnin lopettamisesta. Asiakkaalle oli nimittäin kerrottu, että kaupankäynti voidaan lopettaa ainoastaan, mikäli kohdeosakkeen arvo putoaa päivässä 33 % tai yhtiö joutuu konkurssiin. Tuotteen ehtojen mukaan liikkeeseenlaskijalla oli kuitenkin oikeus päättää kaupankäynnin lopettamisesta milloin tahansa. Annetun informaation seurauksena ja informaatioon perustuvan toimintansa vuoksi asiakas oli kärsinyt sijoitustappion. Lautakunta katsoi, että asiakas on voinut luottaa samaansa suulliseen informaatioon, vaikka hänelle annetussa esitteessä oli ollut oikeaa tietoa sertifikaattien myymisestä.

Vaikka tapauksessa ei olekaan kyse tiedonannosta ennen sijoitustuotteen ostamista, on se silti tutkimusaiheen kannalta mielenkiintoinen. Vaikka sijoittajalle oli annettu kirjallisesti sijoitusta koskevat oikeat tiedot ennen sopimuksen solmimista, suullinen tiedonsaanti on riittänyt ohittamaan tämän. Vaikka edellä mainittu tapaus on hieman erilainen kuin tilanteet, joissa tiedonantovelvollisuutta täytetään ennen sijoituksen tekemistä, ta-

---

<sup>146</sup> Vakuutusten osalta samansuuntaisesti *E. Hoppu – Hemmo* 2006 s. 47–48. E. Hopun ja Hemmon mukaan tilanteessa, jossa vakuutuksenottajalle annettu kirjallinen aineisto antaa ristiriitaisen kuvan vakuutus sopimuksen sisällöstä, tulee suurempi painoarvo antaa yksilölliselle vakuutustarjoukselle ja muulle asiakaskohtaiselle aineistolle kuin vakiomuotoiselle esiteaineistolle (näin myös VKL 636/2004). Mikäli yksilöllinen aineisto on virheellistä, mutta vakiomuotoinen esiteaineisto paikkansa pitävää, ei vakuutuksenantaja voi vedota tiedon oikeellisuuteen. *E. Hoppu – Hemmo* 2006 s. 48.

<sup>147</sup> *Wuolijoki* 2009 s. 457.

pauksen perusteella voitaneen päätellä, että ennen sijoituksen tekemistä sijoitustuotteesta annettu suullinen informaatio mennee kirjallisen informaation edelle, mikäli annettu suullinen informaatio pystytään näytöllä, kuten keskustelun nauhoituksella, osoittamaan.

Tilanteen arviointiin voi vaikuttaa se, missä ja minkälaisessa muodossa ”oikea” tieto on annettu. Jos tieto on ollut helposti havaittavissa esimerkiksi tuote-esityksen ensimmäisellä sivulla, on perusteltua, että asiakas on tutustunut kirjalliseen aineistoon kohtuullisella huolellisuudella. Edellä mainitussa tapauksessa ei ole otettu kantaa siihen, minkälainen esite on ollut tai onko oikea tieto ollut kohtuudella löydettävissä. Jos tieto on ollut oleellista sijoittajan sijoituspäätöksen tekemisen kannalta ja ”oikea” tieto ei ole helposti löydettävissä tai huomattavissa lukuisten asiakirjojen seasta, saa suullinen tiedonanto suuremman merkityksen eikä sijoittajalta ole voitu välttämättä edellyttää oikean tiedon löytämistä annettujen asiakirjojen joukosta, sillä hänellä on oikeus luottaa tuotteen tarjoajan sanaan, kuten myös ratkaisu APL 7/2014 osoittaa. Jos tieto koskee sijoituspäätöksen kannalta merkittävää asiaa, voidaan asiaa koskevan suullisen tiedonannon katsoa jopa rinnastuvan velvollisuuteen korostaa ankaria ja yllättäviä ehtoja. Varsinkin kokemattomat sijoittajat tai johonkin uuteen sijoitustuotteeseen sijoittavat henkilöt eivät välttämättä ymmärrä tuotteisiin sisältyviä riskejä. Sen vuoksi on tärkeää, että tuotteen tarjoajat korostavat myyntitilanteessa tuotteisiin liittyviä olennaisia perusasioita.

Toisaalta se, että sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa vaaditaan henkivakuutusasetuksen mukaisesti kirjallista tiedonantoa ja ei-ammattimaiselle arvopaperiasiakkaalle on myös annettava tiedot käytännössä kirjallisesti, viittaa siihen, että asiakkaan itsenäistä selonottovelvollisuutta on haluttu tukea. Tilannetta voidaan arvioida hieman eri tavoin, jos kirjallista tiedonantovelvollisuutta ei vaadita. Kirjallista tiedonantoa ei vaadita kapitalisaatiosopimuksissa.<sup>148</sup> Tällaisissa tuotteissa suullisella tiedonannolla on koros-

<sup>148</sup> Ks. oikeusministeriön muistio 3.2.2011 ”Ehdotus oikeusministeriön asetukseksi henkivakuutuksesta annettavista tiedoista” s. 1. Oikeusministeriön asetus henkivakuutuksesta annettavista tiedoista 177/2011 perustuu vakuutusopimuslain 9 a §:n 1 momenttiin. Ko. momentti sisältää valtuutuksen siitä, että oikeusministeriön asetuksella voidaan antaa tarkempia säännöksiä vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/138/EY 183–185 artiklassa mainittujen tietojen ilmoittamisesta. Solvenssi II -direktiivin 185 artiklan 6 kohdan mukaan henkivakuutusta koskevat tiedot (artiklan 1–5 kohdat) on annettava vakuutusentittäjälle kirjallisesti. Artiklassa viitataan yleisesti henkivakuutukseen, joka Solvenssi II -direktiivin II liitteessä olevan henkivakuutusluokkajaon mukaan viittaa myös kapitalisaatiosopimukseen. Siten näyttäisi siltä, että kirjallisuusvaatimusta olisi noudatettava myös kapitalisaatiosopimuksissa. Vakuutusopimuslain 4 a §:n mukaan kapitalisaatiosopimukseen sovellettaisiin säännöksiin ei kuitenkaan sisälly 9 a §. Kansallinen lainsäädäntömme näyttäisi olevan

tunut merkitys, sillä tuotteen tarjoaja voi täyttää tiedonantovelvoitteensa periaatteessa puhtaasti suullisesti<sup>149</sup>.

#### 4.1.3 Tiedonannon virheellisyys ja harhaanjohtavuus

Seuraavaksi käsittelen kahta korkeimman oikeuden tapausta, jotka koskevat tiedonantovelvollisuuden virheellisyttä ja harhaanjohtavuutta ja ovat mielenkiintoisia myös tämän tutkimuksen aiheen kannalta.

Korkeimman oikeuden tuoreessa tapauksessa KKO 2015:93 on kysymys sijoitustuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuudesta ja sijoittajan selonottovelvollisuudesta. Tapausta voidaan tarkastella monesta näkökulmasta<sup>150</sup>. Tässä tutkimuksessa mielenkiinto kohdistuu erityisesti tapauksesta ilmenevään sijoittajan huolellisuusvelvoitteeseen.

Tapauksessa A oli sijoittanut 500 000 euroa kansainvälisen rahoitusyhtiön liikkeelle laskemaan obligaatioon, jota oli A:lle markkinoitu B Oy:n järjestämässä sijoitustilaisuudessa pääomaturvattuna. A:lle annetuissa markkinointiesitteissä ei ollut ollut mainintaa liikkeeseenlaskijan maksukyvyttömyyteen liittyvästä liikkeeseenlaskijariskistä, mutta kyseisessä esitteessä oli todettu, ettei obligaatioon tullut sijoittaa ilman, että oli tutustunut tuotteen arvopaperimarkkina- (495/1989) tarkoitettuun esitteeseen. Markkinointiesitteessä obligaatioon on kerrottu olevan 100-prosenttisesti pääomaturvattu. Lisäksi sijoitustilaisuudessa esitettyssä PowerPoint-kalvosarjassa tuotetta on esitelty pääomaturvattuna. Sen sijaan lain mukaisesta, 217-sivuisesta englanninkielisestä, rahoitusmarkkinaviranomaisen hyväksymästä esitteestä liikkeeseenlaskijariski olisi ilmennyt. A ei ollut kuitenkaan tutustunut kyseiseen esitteeseen, ja liikkeeseenlaskijan mentyä konkurssiin

---

tältä osin ristiriidassa EU-lainsäädännön kanssa.

<sup>149</sup> Riitatilanteissa tuotteen tarjoajan on ensisijaisesti osoitettava, että tiedonantovelvollisuus on täytetty. Lienee harvinaista, että tiedonantovelvollisuus täytettäisiin ainoastaan suullisesti, sillä suullista tiedonantoa on vaikeampi näyttää toteen. Mikäli tiedonantovelvollisuus täytetään suullisesti, on suositeltavaa, että keskustelut nauhoitetaan. Ks. esim. *Lehtipuro – Luukkonen – Mäntyniemi – Raulos – Santavirta* 2010 s. 146–147.

<sup>150</sup> Ks. *Ruohonen* 2016 ja *Wuolijoki* 2016. *Wuolijoki* on esimerkiksi kiinnittänyt huomiota siihen, että B Oyj:n vastuu on perustettu ainoastaan arvopaperimarkkinain markkinointisäännösten varaan, vaikka sopimus on tehty MiFIDin voimaantulon jälkeen ja tapaus olisi voitu ratkaista myös sijoituspalvelua koskevien säännösten mukaan, *Wuolijoki* 2016 s. 291–293. On erikoista, että korkein oikeus ei ole lainkaan ottanut kantaa MiFIDin voimaantuloon ja sijoituspalvelunormien soveltuvuuteen tapauksessa. Sen sijaan Arvopaperilautakunta, joka on ratkaissut useita tapauksia, joissa asiakas on sijoittanut vastaavana ajankohdasta vastaavaan tai vastaavanlaiseseen tuotteeseen, on ottanut kantaa MiFIDin voimaantuloon tuotteen ostohetkellä, ks. esim. APL 3/2013, APL 21/2012 ja APL 271/2009.

hän oli menettänyt osan sijoittamastaan pääomasta. A vaati kanteessaan markkinoinnin virheellisyyden perusteella sijoittamiensa rahojensa korvausta korkoineen.

A:lle oli tehty ennen sijoitustaan sijoittajaprofiilin selvitys, jonka mukaan hänellä oli yli viiden vuoden kokemus sijoittamisesta ja hän tunsi osake- ja korkotuoteinstrumentit sekä sijoitusvakuutukset, muttei johdannaisia tai warrantteja. A:n riskinsietokyky oli korkea asteikolla ”matala – keskisuuri – korkea”. Korkein oikeus kuitenkin katsoi, ettei A:n sijoituskokemus ollut niin monipuolinen ja laajamittainen, että häntä olisi voinut pitää erityisen kokeneena ja asiantuntevana sijoittajana. Korkein oikein punnitsi tapauksessa annettujen tietojen virheellisyyttä ja harhaanjohtavuutta, tietojen antajan vastuuta ja A:n omaa toimintatapa. Korkeimman oikeuden mukaan kokenut sijoittaja olisi voinut markkinointiesitteestä päätellä, että tuotteeseen liittyy liikkeeseenlaskijarisiki. Lisäksi markkinointiesitteessä viitatussa esitteessä on tuotu riski selkeästi esille. Näin ollen markkinointiesite ja siinä viitattu 217-sivuinen esite eivät ole antaneet asiakkaalle harhaanjohtavaa tai virheellistä kuvaa riskistä.<sup>151</sup>

Sen sijaan sijoitustilaisuuden PowerPoint-esitysmateriaalissa on annettu harhaanjohtava kuva tuotteeseen liittyvästä riskistä.<sup>152</sup> Korkein oikeus toteaa, että esitettyjen tietojen laajuutta, oikeellisuutta ja esitystapaa on arvioitava kokonaisuutena ottaen huomioon sekä kirjallisesti että suullisesti annettu tieto. Erityinen merkitys on annettava sijoitustilaisuudessa annettulle tiedolle, joka on ollut totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa.<sup>153</sup> Mikäli sijoittaja on tiennyt annetun tiedon virheelliseksi, hän ei voi vedota siihen. Sijoittajalle syntyneen käsityksen pitää olla objektiivisesti arvioiden perusteltu.<sup>154</sup> Esimerkiksi se, että sijoittamiseen liittyy riskejä, ei voi olla epäselvää sijoittajalle yleisesti.<sup>155</sup>

Korkeimman oikeuden mukaan A:n sijoituskohteena ollut obligaatio oli tavallista monimutkaisempi tuote ja tapahtuma-aikaan uudenlainen sijoituskohde, sillä obligaation tuotto on ollut sidoksissa neljän osakeindeksin kehitykseen ja tuottojen lukitusjärjestelmään. Tällaisen tuotteen luonnetta ja siihen liittyvää liikkeeseenlaskijarisikiä ei ole voinut pitää ilmeisenä ja A:n sijoituskokemus huomioon ottaen hänelle nimenomaisesti annettua tietoa ymmärrettävänä.<sup>156</sup> Korkein oikeus toteaa, että myös sijoittajan edellytetään toimivan asian vaatimalla huolellisuudella.

<sup>151</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohdat 21 ja 30.

<sup>152</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohdat 23–24 ja 31. Suullisesta markkinointi-informaatista on annettu ristiriitaista näyttöä korkeimmassa oikeudessa.

<sup>153</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohta 32.

<sup>154</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohta 39.

<sup>155</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohta 40.

<sup>156</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohdat 42–43.

Korkein oikeus tuo esiin sen, että ”käytännössä erityisesti kuluttajan asemassa olevat sijoittajat eivät useinkaan tutustu perusteellisesti heille annettuun markkinointiaineistoon”. Oikeus katsoo, että arvopaperimarkkinalain 16:2:n esitevastuuta koskevalla säännöksellä, jossa sijoittajalle asetetaan velvollisuus tutustua hänelle annettuun aineistoon, voidaan katsoa olevan merkitystä arvioitaessa markkinointivastuuta yleisemmin, sillä periaate ilmentää sijoittajalle asetettavaa huolellisuusvelvoitetta, rajoittaa tuotteen tarjoajan markkinointivastuuta sekä tuotteen markkinoijan siviilioikeudellista vastuuta.<sup>157</sup>

A ei ollut kuitenkaan tutustunut markkinointiesitteessä mainittuun aineistoon, vaikka se oli A:n saatavilla, ja korkein oikeus on katsonut, että A on tältä osin laiminlyönyt huolellisuusvelvoitteensa.<sup>158</sup> Korkeimman oikeuden mukaan koska A on ollut sijoittamassa suhteellisen suuren summan rahaa tuotteeseen, joka on ollut hänelle vieras, olisi hänen tullut ottaa selvää tuotteesta. Sijoittajan tulee kuitenkin voida luottaa hänelle annettujen tietojen paikkansa pitävyyteen, minkä vuoksi tapauksessa on annettava suurempi merkitys B Oyj:n harhaanjohtavalle markkinoinnille.<sup>159</sup> Sijoituksen riskin suuruus on A:n päätöksenteossa ollut niin merkittävässä asemassa, että vaikka A on ilmoittanut olleensa riskinottohaluinen, hän ei ole voinut arvioida riskin merkitystä annetuilla harhaanjohtavilla tiedoilla.

Korkeimman oikeuden tapaus on mielenkiintoinen. Korkein oikeus on ratkaisussaan ottanut kantaa sijoittajan tosiasialliseen käyttäytymiseen. Korkein oikeus totesi, että A on laiminlyönyt huolellisuusvelvoitteensa eli oikeuden mukaan huolellisesti toimivan henkilön olisi tullut tutustua markkinointiesitteessä viitattuun tuote-esitteeseen. A:n huolellisuusvelvollisuuden laiminlyönti kuitenkin väistyi tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin vuoksi. Vaikka huolellisuusvelvollisuus oli laiminlyöty, ei sillä ollut lopputulokseen minkäänlaista vaikutusta. *Wuolijoki* on katsonut, että A:n huolellisuusvelvollisuuden laiminlyönti olisi voitu ottaa huomioon vahingonkorvauksen määrässä.<sup>160</sup> Tämä olisi ollut myös mielestäni perusteltua.

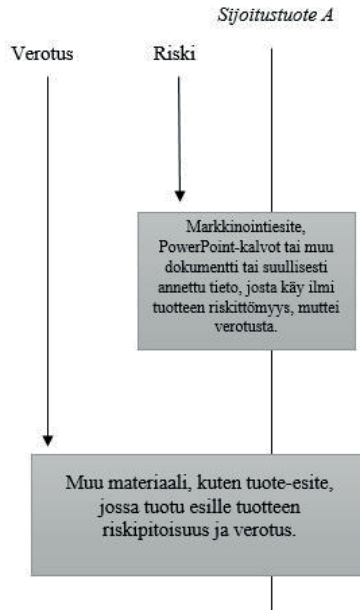
<sup>157</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohta 45.

<sup>158</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohta 48.

<sup>159</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohta 51.

<sup>160</sup> *Wuolijoki* 2016 s. 294.





**Kuvio 1.** Selonottovelvollisuuden kohdistuminen.

Edellä oleva kuvio havainnollistaa sijoittajan selonottovelvollisuuden kohdistumista edellä mainitun korkeimman oikeuden ratkaisun näkökulmasta. Esimerkkinä on sijoitustuote A. Sijoitustuotetta on markkinoitu sijoittaja Ruulle pankin konttorissa. Ruulle on tehty sijoittajaprofiilin selvitys, jonka mukaan hänellä ei ole aiempaa kokemusta sijoittamisesta ja hänen riskinottohalukkuutensa on matala. Sijoitusneuvoja päätyy suosittelemaan Ruulle sijoitustuotetta A, jossa ei ole myyjän mukaan riskiä menettää pääomaa. Lisäksi tuotto-odotus on kohtuullinen. Myyjä antaa sijoittaja Ruulle yhden sivun mittaisen lomakkeen, jossa tuodaan esille samat asiat. Sijoittajasta tuote vaikuttaa hyvältä ennen kaikkea siksi, että se sopii hyvin hänen, aloittelevan sijoittajan, riskiprofiiliin. Hän päättää sijoittaa tuotteeseen. Myyjä antaa Ruulle vielä erilaisia asiakirjoja, kuten 250-sivuisen sijoitusta koskevan esitteen, mutta Ruulla ei ole aikaa eikä halua alkaa enää selaaamaan annettuja materiaaleja – tuote vaikuttaa hyvältä ja sopivalta. Kaupat tehdään ja Ruusta tulee sijoitustuotteen toiveikas omistaja. Kaksi kuukautta myöhemmin Kiinan osakemarkkinat romahtavat, minkä seurauksena Ruun sijoitustuote menettää arvonsa kokonaan.

Esimerkissä on selvää, että tuotteen myyjä on laiminlyönyt tiedonantovelvollisuutensa. Myös Ruu on laiminlyönyt selonottovelvollisuutensa kohdistuen annettuun materiaaliin, mutta tosiasiaa hänen selonottonsa

on tarvinnut kohdistua ainoastaan yhden sivun mittaiseen lomakkeeseen, jonka myyjä on antanut ja josta käy ilmi tuotteen riskittömyys, sillä tuotteen riskipitoisuus on ollut Ruun päätöksenteon kannalta olennainen. Mikäli Ruu olisi valinnut tuotteen esimerkiksi verotuksellisten seikkojen vuoksi, ja myyjä ei olisi tuonut niitä esille eikä yhden sivun esitteessä olisi ollut niistä mitään mainintaa, olisi selonottovelvollisuus myös tosiasiaassa ulottunut pidemmälle.

Korkeimman oikeuden ratkaisu vuodelta 2010 on toisentyyppinen.

Tapauksessa KKO 2010:25 (Ään.) oli kyse vakuutusyhtiön markkinoinnissa antamista puutteellisista ja harhaanjohtavista tiedoista sijoitussidonnaisen eläkevakuutuksen hinnan ja eläkkeen kertymän osalta. Sanna S. oli ottanut sijoitussidonnaisen eläkevakuutuksen henkivakuutusyhtiöstä. Sanna S. oli saanut vakuutuksenantajalta asianmukaisesti tuoteselosteen, vakuutusehdot ja vakuutusesitteen ennen sopimuksen tekemistä. Sanna S:n maksamia vakuutusmaksuja ei sijoitettu suoraan minkään rahastoyhtiön rahastoihin, vaan yhtiön itse muodostamiin laskennallisiin rahastoihin, joiden tarkoituksena oli osoittaa laskennallisesti vakuutussäästön arvoa. Varsinainen riidan aihe tapauksessa oli se, oliko tarjouslaskelmassa laskettu mukaan vakuutusyhtiön vuotuinen 1 % hallinnointikulu. Riidatonta tapauksessa oli, että vakuutusyhtiö perii prosentin suuruisen hallinnointikulun vuosittain. Hallinnointikulu kävi ilmi muun muassa tuoteselosteesta ja tarjouslaskelmasta, mutta se, oliko hallinnointikulu otettu tarjouslaskelman tuottolaskelmissa mukaan ja oliko tämä seikka tuotu tarpeeksi selvästi esille, oli epäselvää. Vakuutuksenottaja oli ymmärtänyt, että hallinnointikulu oli otettu laskelmissa mukaan ja hänen eläkesäästönsä määrä kehittyisi annettujen prosenttien mukaisesti.<sup>161</sup> Vakuutuksenantaja sen sijaan oli laskelmissaan tarkoittanut, että mainittua prosentin hallinnointikulua ei ollut vielä laskettu mukaan. Korkein oikeus katsoi vakuutuksenottajan käsityksen mukaisesti, että vakuutuksenantaja oli antanut vakuutuksenottaja Sanna S:lle puutteellisia ja harhaanjohtavia tietoja kyseisen vakuutuksen hinnasta ja eläkesäästön muodostumisesta. Näin ollen vakuutussopimuksen sisältö muotoutui vakuutussopimuslain 9 §:n mukaisesti sen sisältöiseksi kuin vakuutuksenottaja Sanna S:llä oli aihetta käsittää. Käytännössä tämä tarkoitti sitä, että yhden prosentin vuotuista hallinnointikulua ei voitu periä Sanna S:ltä.

Korkeimman oikeuden ratkaisu on mielenkiintoinen: vaikka vakuutuksenantajan vakuutuksesta antamat tiedot olivat kaikki oikeita, muodostui

<sup>161</sup> Sanna S:lle tehdyssä tarjouslaskelmassa oli laskettu hänelle kertyvän eläkerahaston määrä toisaalta sijoituksen 4,5 prosentin ja toisaalta 10 prosentin vuosikasvulla.

materiaalin yhdestä osiosta vakuutuksenottajan kannalta puutteellinen ja harhaanjohtava kuva vakuutuksenottajalle.<sup>162</sup> Vakuutuksenottajalle annetuista materiaaleista kävi ilmi, että vakuutusyhtiö perii muiden kulujen ohella 1 %:n suuruisen hallinnointipalkkion ja vakuutuksenottaja oli tästä tietoinen, mutta esimerkkilaskelmassa kuluja ei ollut otettu huomioon, minkä vuoksi vakuutuksenottaja sai virheellisen käsityksen vakuutussäästön mahdollisesta arvonkehityksestä. Eläkevakuutuksessa asiakkaan maksamasta vakuutusmaksusta osa menee vakuutuksen kuluihin ja osa eläkkeen vakuutussäästön kerryttämiseen. Lisäksi vakuutuksen kulut esitetään usein prosentuaalisesti. Eläkevakuutuksen pitkäaikaisuuden vuoksi prosentuaalisena ilmaistun kulun tosiasiallinen suuruus kasvaa eläkesäästön kasvaessa.<sup>163</sup> Ainoa Sanna S:n saama markkinointiasiakirja, joka sisälsi konkreettisia ja selkeitä tietoja, oli tarjouslaskelma. Siinä oli esimerkein kuvattu, minkä suuruinen eläke Sanna S:lle on 25 vuoden säästämisen jälkeen tulossa. Laskelmassakaan ei mainittu kulujen rahamääriä tai laskutapaa.

Selonottovelvollisuuden kannalta tapaus merkitsee sitä, että sijoittajan selonottovelvollisuus ei ulotu niin laajalle, että sijoittajan pitäisi annetun harhaanjohtavan tai ristiriitaisen tiedon perusteella kyetä arvioimaan, mikä annetusta tiedosta on paikkansa pitävää, vaan tilannetta on arvioitava sen mukaan, miten tavallinen vakuutuksen hakija tai sijoittaja olisi asian ymmärtänyt.

#### 4.1.4 Yllättävien ja ankarien vakioehtojen korostamisvelvollisuus

On huomattava, että sekä arvopaperituotteissa ja vakuutus sopimuksissa<sup>164</sup> voi tuotteen tarjoajalle muodostua velvollisuus korostaa sopimuksen yllättäviä ja ankaria ehtoja.<sup>165</sup> Mikäli tuotteen tarjoaja ei tätä ole tehnyt, voi asiakkaalla olla mahdollisuus vedota tietämättömyyteensä yllättävien ja ankarien sopimusehtojen kohdalla.<sup>166</sup> Oppi yllättävistä ja ankarista ehdoista on kehittynyt oikeustieteessä ja oikeuskäytännössä. Korostamisvelvollisuus koskee nimenomaisesti vakioehtoja. Vakioehdot eivät välttämättä pa-

<sup>162</sup> Ratkaisun seurauksista, ks. tarkemmin *Norio-Timonen* 2010a s. 212. Tapauksesta yleisemmin *Haapasaari – Hanén – Mäntyranta* 2011 s. 292–294; *Norio-Timonen* 2011b s. 78–81.

<sup>163</sup> *Norio-Timonen* 2010a s. 209.

<sup>164</sup> Vakuutusten kohdalla tästä on esitetty tosin erilaisia kantoja. *Juha Häyhä* on arvioinut, että oppi yllättävien ja ankarien ehtojen korostamisesta häviäisi sovellettaessa VSL 5 §:ää, *Häyhä* 1996 s. 216. Kuitenkin Vakuutuslautakunta on ratkaisuisaan ottanut kantaa ankarien ja yllättävien ehtojen korostamisvelvollisuuteen, ks. esim. VKL 647/2006.

<sup>165</sup> *Hemmo* 2007 s. 162–170.

<sup>166</sup> *K. Hoppu* 2009 s. 256; *Wuolijoki* 2009 s. 346.

ranna asiakkaan innokkuutta tutustua annettuun aineistoon ja auta häntä ymmärtämään lukemaansa.<sup>167</sup>

Vakuutustuotteiden osalta on katsottu, että esimerkiksi vakuutusehdot täyttävät harvoin yllättävyyden ja ankaruuden kriteerit.<sup>168</sup> Vakuutusoppimuslain 5 §:n tiedonantovelvollisuus on ensisijainen yllättävien ja ankarien ehtojen korostamisvelvollisuuteen nähden ja se onkin vähentänyt opin merkitystä vakuutustuotteiden myynnissä. Voitaisiinko sijoitustuotteissa kuitenkin joissain tilanteissa vaatia yllättävien ja ankarien ehtojen korostamista? Mahdollisesti, varsinkin sellaisten sijoitustuotteiden kohdalla, jotka ovat uusia ja monimutkaisia ja joissa sijoittaja ei ymmärrä esimerkiksi tuotteeseen liittyvää riskiä. Tuotemateriaalia voidaan antaa kymmeniä, jopa satoja sivuja, ja koska tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus voidaan täyttää kirjallisesti, voi sijoittajalle syntyä väärä kuva tuotteesta. On esitetty, että varsinkin, jos asiakkaalle annetaan runsaasti kirjallista aineistoa, sijoitusriskiä ankarana ja yllättävänä seikkana tulee korostaa entisestään.<sup>169</sup>

Vakuutuslautakunta ja Arvopaperilautakunta eivät ole joutuneet arvioimaan tilanteita, onko asiakkaalle annettu esimerkiksi liikaa materiaalia. Mikäli asiakkaalle annettavaa materiaalia on tarkoituksella laadittu ja annettu asiakkaalle kohtuuttoman paljon ja aineistoon tutustuminen kohtuullisella huolellisuudella olisi mahdotonta, ei voitane vaatia, että ainakaan ei-ammattimainen sijoittaja tai kuluttaja olisi tietoinen kaiken annetun materiaalin sisällöstä.<sup>170</sup> Tilannetta voitaisiin pitää hyvän arvopaperimarkkina- tai vakuutustavan vastaisena.<sup>171</sup> Jos sijoittajalle luovutettua materiaalia on paljon, Norroksen mukaan sijoitusriskiä koskevia ehtoja tulisi korostaa ankarien ja yllättävien vakioehtojen korostamisvelvollisuuden mukaisesti.<sup>172</sup>

Ankarien ja yllättävien ehtojen korostamisvelvollisuus saattaa supistaa jossakin määrin asiakkaan selonottovelvollisuutta: tietyissä tilanteissa asiakas voi riitatilanteessa vedota siihen, ettei tiennyt sellaisesta ehdosta, joka on yllättävä ja ankara ja jota olisi pitänyt ennen tuotteen ostoa korostaa.<sup>173</sup>

<sup>167</sup> Faure – Luth 2011 s. 352–354.

<sup>168</sup> Vakuutusehdot ovat usein vakioehtoja, jolloin vakuutuksenantajaa koskee periaatteessa lähtökohtaisesti ankarien ja yllättävien ehtojen korostamisvaatimus. *Wilhelmsson* 1995 s. 79–82.

<sup>169</sup> *Norros* 2009 s. 383.

<sup>170</sup> Näin *Wuolijoki* 2009 s. 349–350.

<sup>171</sup> Hyvä tapa finanssimarkkinoilla ks. esim. *Raulos* 2011; *Lehtipuro* 2006 s. 51–53; *Wuolijoki* 2003. Ks. myös *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 20–23 ja 55–58. Hyvän vakuutustavan tai hyvän arvopaperimarkkinatavan käyttö esimerkiksi lautakuntien ratkaisuinstrumenttina vähentää sekin ankarien ja yllättävien ehtojen korostamisinstrumentin käyttöä.

<sup>172</sup> *Norros* 2009 s. 383.

<sup>173</sup> *K. Hoppu* 2009 s. 256 ja *Wuolijoki* 2009 s. 346–347. Vakuutusehdot ovat usein vakio-

Jos asiakas on ei-ammattimainen tai kuluttaja, ankarien ja yllättävien ehtojen painottaminen korostunee. Lisäksi kuluttajasopimuksissa vakioehtoja tulkitaan yleensä niiden laatijan vahingoksi epäselvyyssäännön mukaisesti.<sup>174</sup> *Sakari Wuolijoki* on katsonut, että sijoitustuotteiden ominaispiirteet eivät voi lähtökohtaisesti normaalitilanteissa olla esimerkiksi ammattimaisille sijoittajille yllättäviä.<sup>175</sup> Vaikka näkemys on perusteltu ja näin voidaan useimmiten olettaa, esimerkiksi Arvopaperilautakunnan ratkaisuista käy ilmi, että myös kokeneet sijoittajat ovat olleet epätietoisia ostamansa sijoitustuotteen ominaisuuksista, vaikka olisi perusteltua olettaa juuri heidän olevan paremmin tietoisia sijoitustuotteen sisällöstä.<sup>176</sup> Yllättävien ja ankarien vakioehtojen korostaminen ei ole sidottu esimerkiksi sijoittajan sijoittajaprofiiliin. Ottaen huomioon, etteivät ammattimaiset tai kokeneetkaan sijoittajat välttämättä tutustu annettuun informaatioon – siitä huolimatta, että sijoitustuote on heille uusi – on perusteltua, että ehtojen korostamisvelvollisuutta käytetään laajasti sijoittajasta riippumatta.

## 4.2 Ajallisuus

Selonottovelvollisuus kohdistuu luonnollisesti siihen ajankohtaan, kun sijoittaja on saanut kaiken tarpeellisen tiedon<sup>177</sup>, hänellä on aikaa tutustua annettuun tietoon ja sen jälkeen tehdä mahdollinen sijoituspäätös. Finanssivalvonnan ohjeen<sup>178</sup> mukaan sijoituspalvelun tarjoajan tulee antaa laissa määritellyt tiedot asiakkaalle hyvissä ajoin siten, että asiakkaalla on koh-

---

ehtoja, jolloin vakuutuksenantajaa koskee ankarien ja yllättävien ehtojen korostamisvaatimus. *Wilhelmsson* 1995 s. 79–82.

<sup>174</sup> *Saarnilehto – Annola* 2012 s. 452–455.

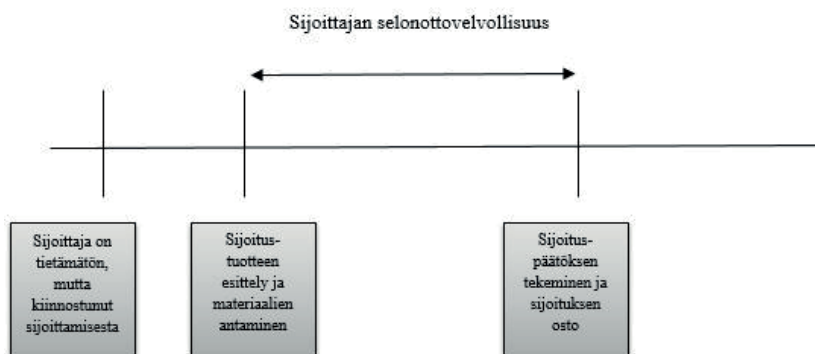
<sup>175</sup> *Wuolijoki* 2009 s. 347.

<sup>176</sup> Hyvän esimerkin tästä antaa ratkaisu APL 17/2013, jossa kokenut osake- ja rahasto-sijoittaja on sijoittanut sijoituswarrantteihin. Kyseinen asiakas on allekirjoittanut merkintälomakkeen, jossa hän on vahvistanut huolellisesti perehtyneensä tuotteen markkinointimateriaaliin, sen ehtoihin ja ohjelmaesitteeseen tiivistelmineen ja kykenee siten arvionsa mukaan tekemään tuotteen riskit ja oman taloudellisen asemansa huomioonottavia itsenäisiä sijoituspäätöksiä. Myöhemmin asiakas on kuitenkin riitauttanut sijoituksensa sen perustella, että hänellä on ollut erilainen käsitys sijoituskohteidensa riskipitoisuudesta. Asiakas on kuitenkin myöntänyt, ettei hän ole tutustunut eikä saanut allekirjoittamassaan merkintälomakkeessa mainittuja materiaaleja, vaan on allekirjoittanut lomakkeen ja tehnyt sijoitukset niihin paremmin tutustumatta. Tapauksessa VKL 407/2006 vakuutuksenottajana oli ollut elinkeinotoimintaa harjoittava A Oy eikä annettuihin materiaaleihin ollut tutustuttu.

<sup>177</sup> Tuotteen tarjoaja voi täyttää tiedonantovelvollisuutensa antamalla tietoa osissa, näin esimerkiksi tapauksessa APL 10–13/2012.

<sup>178</sup> Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 16/2013 Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat s. 21.

tuullisesti aikaa perehtyä tietoihin ja ymmärtää tarjottavan sijoituspalvelun tai rahoitusvälineen ominaispiirteet.<sup>179</sup> Myös VSL 5.1:n mukaan vakuutusenantajan on annettava vakuutuksen hakijalle vakuutustarpeen arvioimiseksi ja vakuutuksen valitsemiseksi tarpeelliset tiedot ennen vakuutussojimuksen päättämistä.<sup>180</sup> Jos sijoitustuote on asiakkaalle uusi tai tuote on monimutkainen, tulisi asiakkaalle antaa enemmän aikaa tuotteeseen tutustumiseen.<sup>181</sup> Korkein oikeus on todennut ratkaisussa KKO 2015:93, että kymmenen päivän harkinta-aika on melko lyhyt, mikäli kyseessä on monimutkainen sijoitustuote.<sup>182</sup> Käytännön tilanteissa materiaaliin tutustumiseen ja sijoituspäätöksen tekemiseen käytettävissä oleva aika voi olla hyvinkin lyhyt.



**Kuvio 2.** Selonottovelvollisuuden ajallisuus.

<sup>179</sup> HE 43/2007 vp s. 93.

<sup>180</sup> Momentissa ei säädetä lähemmin siitä, millä tavalla ja missä yhteydessä tietoja on annettava, eikä siitä, kuinka yksityiskohtaisia tietoja kulloinkin on annettava. Vakuutusten merkitys, sisältö ja vakuutuksen ottamistilanteet vaihtelevat niin paljon, ettei täsmällisiä vaatimuksia tältä osin voida asettaa. Tiedonantovelvollisuuden täyttämistapa ja tietojen sisältö yksittäistapauksessa ovat näin ollen riippuvaisia vakuutuksen laadusta ja vakuutuksen ottamiseen liittyvistä olosuhteista. HE 114/1993 s. 29–30.

<sup>181</sup> Myös tällä hetkellä implementoitavan uudistuneen rahoitusvälineiden markkinoista annetun eli MiFID II -direktiivin mukaan sijoitustuotetta ostavalle asiakkaalle on annettava sijoitustuotetta koskevat tiedot hyvissä ajoin ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Direktiivin 83 resitaalin mukaan määrittäessään, milloin tiedot katsotaan annetuiksi hyvissä ajoin ennen direktiivissä säädettyä ajankohtaa, sijoituspalveluyrityksen olisi myös tilanteen kiireellisyys huomioon ottaen kiinnitettävä huomiota siihen, että asiakkaalla on riittävästi aikaa tietojen lukemiseen ja ymmärtämiseen ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Asiakas tarvitsee todennäköisesti enemmän aikaa tutustuaakseen tietoihin, jotka koskevat monimutkaista tai asiakkaalle vierasta tuotetta tai palvelua, tai sellaista tuotetta tai palvelua, josta asiakkaalla ei ole kokemusta, verrattuna asiakkaaseen, joka harkitsee yksinkertaisempaa tai tutumpaa tuotetta tai palvelua tai jolla on jo aiempaa kokemusta asiasta.

<sup>182</sup> KKO 2015:93, perustelujen kohta 46.

On tilanteita, joissa asiakas on väittänyt, että hän on saanut tarvittavat sijoitukseen ja sijoituspäätökseen liittyvät asiakirjat vasta hieman ennen kuin päätös sijoituksen tekemisestä on tehty eikä hänelle ole ”annettu mahdollisuutta tutustua ennalta laadittuihin asiakirjoihin”<sup>183</sup>. Kuitenkin sijoittaja on monesti päätenyt allekirjoittamaan merkintätoimeksiannon, asiakassuhdesopimuksen tai muun asiakirjan, jonka mukaan hän on saanut tietyt tuotteeseen liittyvät materiaalit ja tutustunut niihin, vaikka ei mitään ilmeisimmin ole tutustunut annettuun materiaaliin tai edes saanut sitä.<sup>184</sup>

Arvopaperilautakunta on arvioinut tilanteita, joissa asiakas on tehnyt sijoituspäätöksen heti sen tapaamisen jälkeen, jossa tälle on esitelty ja kerrottu tuotteesta. Näissä tilanteissa lautakunta<sup>185</sup> on kiinnittänyt huomiota siihen, onko tuotteen tarjoajan puolelta tapahtunut jonkinlaista laiminlyöntiä tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi, onko sijoitustuotteesta annettu mahdollisesti jo aiemmin tietoa asiakkaalle, onko tehty sijoitus ollut merkittävä osa asiakkaan kokonaissijoitusvarallisuudesta sekä onko asiakkaalla ollut mahdollisuus esittää lisäkysymyksiä sijoituksesta ja onko asiakkaan päätöksentekoa kiirehditty tuotteen tarjoajan taholta. Sijoitustuotteen esitleminen ja sijoituspäätöksen tekeminen samassa tapaamisessa ei itsessään ole kiellettyä.<sup>186</sup> On selvää, ettei tuotteen tarjoajan tulisi hoputtaa asiakasta sijoituspäätöksen tekemisessä.<sup>187</sup> Jos tuotteen tarjoaja on hoputtanut asiakasta tekemään sijoituspäätöksen, voisi se perustellusti kaventaa asiakkaan selonottovelvollisuutta.<sup>188</sup>

Arvopaperilautakunta on huomionnut myös tilanteet, joissa sijoitustuotteen ostaja on käyttänyt – tai hänellä on ainakin ollut käytettävissään – runsaasti aikaa sijoituspäätöksen tekemiseen. Tällöin oletuksena on, että asiakas on todella tutustunut annettuun materiaaliin. Asiakkaalla on myös velvollisuus epäselvässä tapauksessa esittää kysymyksiä ja selvittää asiat, joita hän ei ymmärrä.<sup>189</sup> Jos sijoittajalla on ollut aikaa tutustua annettuihin

<sup>183</sup> Näin esimerkiksi APL 13/2013.

<sup>184</sup> Näin esimerkiksi ratkaisussa APL 25/2011 ja APL 17/2013.

<sup>185</sup> Ks. esim. APL 28–30/2011, APL 513/2009 ja APL 506/2009.

<sup>186</sup> Ks. esim. APL 15/2012.

<sup>187</sup> Toimintamalli ei ole kuitenkaan harvinainen. Esimerkiksi Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINEn tekemästä koeostosselvityksestä käy ilmi, kuinka osassa palvelutilanteista tuotteen tarjoaja on olettanut ostajan tekevän sijoituspäätöksensä heti. Koeostosselvityksessä selvitettiin kotivakuutuksen ja erilaisten säästötuotteiden (sijoitussidonnaisen vakuutuksen ja sijoitusrahastojen) osalta sitä, millaista suullista informaatiota palvelun tarjoajien toimihenkilöt itsenäisesti antavat asiakkaille henkilökohtaisessa myyntitilanteessa ja tuodaanko tuotteiden keskeinen sisältö ja olennaisimmat rajoitukset ja riskit esille. Ks. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINEn koeostosraportti 2012.

<sup>188</sup> Näin myös *Norros* 2009 s. 384.

<sup>189</sup> Näin ainakin *Wuolijoki* 2009 s. 351 ja *K. Hoppu* 2009 s. 257.

materiaaleihin rauhassa ja esittää tarpeen mukaan lisäkysymyksiä<sup>190</sup>, sijoittajan tulisi pystyä ymmärtämään saamansa tiedot, jos ne on annettu selkeässä ja ymmärrettävässä muodossa.<sup>191</sup> Mikäli asiakkaalla on ollut tilaisuus kysyä hänelle epäselviksi jääneitä asioita, tämä on vaikuttanut myös tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin arviointiin. Epäselvyyksien selvittämisen voidaan nähdä kuuluvan jo lojaliteettiperiaatteen mukaiseen toimintaan.<sup>192</sup> Tuotteen tarjoajan aloitteellisuus sijoitustuotteen myynnissä voi puolestaan kaventaa asiakkaan selonottovelvollisuutta.<sup>193</sup>

Tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi tiedot on annettava ennen kuin sijoituspäätös on tehty. Toisaalta voi olla tilanteita, joissa sijoittaja on jo tehnyt päätöksensä ennen kuin mitään materiaalia tuotteesta on annettu. Siihen ei käytännössä voida vaikuttaa, missä välissä sijoittaja tosiasiaa tekee päätöksensä. Esimerkiksi harkinta-ajalla voisi olla jonkinlainen vaikutus siihen, että sijoittaja todella tutustuu annettuun materiaaliin, vaikka sijoittaja olisi jo tehnyt alustavan päätöksen sijoituskohteesta.<sup>194</sup>

### 4.3 Näytöstä

Lähtökohtaisesti tuotteen tarjoajalla on näyttötaakka siitä, että tämä on täyttänyt lain mukaisen tiedonantovelvollisuutensa.<sup>195</sup> Kuten edellä on mainittu, tiedonanto- ja selonottoilanteisiin liittyvissä riidoissa tulee monesti myös ilmi tilanteita, joissa sijoittaja on allekirjoittanut saaneensa materiaalia liittyen sijoitustuotteeseen. Samalla sijoittaja on voinut myös vahvistaa tutustuneensa annettuun materiaaliin ja ymmärtäneensä tuotteen sisällön. Myöhemmin sijoittaja on kuitenkin väittänyt, ettei ole lainkaan saanut näitä materiaaleja. Useissa tapauksissa arvopaperituotteiden koh-

<sup>190</sup> Näin esim. ratkaisuissa APL 28–30/2011, APL 513/2009 ja APL 506/2009.

<sup>191</sup> APL 28–30/2011.

<sup>192</sup> Ks. *Wuolijoki* 2009 s. 351 viitteineen. *Karhu* 2008 s. 101–116.

<sup>193</sup> *Norros* 2009 s. 383–389.

<sup>194</sup> On huomattava, että vakuutuksissa, mukaan lukien sijoitussidonnaiset vakuutukset, on sopimuksen tekemisen jälkeen ns. katumisaika ja asiakas voi peruuttaa tekemänsä sopimuksen. VSL 13 a §:n mukaan vakuutuksenottajalla on oikeus peruuttaa eläkevakuutus tai säästöhenkivakuutus ilmoittamalla siitä vakuutuksenantajalle kirjallisesti 30 päivän kuluessa siitä päivästä, jona vakuutuksenottaja on saanut tiedon vakuutushakemuksen tai tarjouksen hyväksymisestä.

<sup>195</sup> Vakuutusten osalta ks. esim. *E. Hoppu – Hemmo* 2006 s. 59. Vakuutuksenantajalla on samanlainen näyttövelvollisuus, vaikka vakuutus olisikin myyty etämyyntimenetelmän avulla, *Lehtipuro – Luukkonen – Mäntyniemi – Raulos – Santavirta* 2010 s. 146. Lautakuntakäytännöstä, ks. esim. VKL 334/2008. Vastaavasti arvopaperituotteiden osalta, ks. esim. *Norros* 2009 s. 376.



dalla asiakkaan allekirjoitus on käytännössä toiminut näyttönä siitä, että tuotteen tarjoaja on täyttänyt tiedonantovelvollisuutensa ja tuotteen ostaja on ehdot hyväksynyt.<sup>196</sup> Samoin on asian laita, jos vakuutuksenottaja on esimerkiksi allekirjoittamalla vakuutushakemuksen vahvistanut samalla vastaanottaneensa vakuutukseen liittyvää materiaalia, kuten vakuutusehdot, tuoteselosteen ja sopimuksen. Tällöin vakuutuksenottajan katsotaan saaneen mainituista asiakirjoista ilmenevät tiedot.<sup>197</sup> Vastaavasti tuotteen tarjoajan näkökulmasta ottamalla asiakkaan allekirjoituksen siitä, että tiedot on annettu, varmistaa tuotteen myyjä näytön kannalta sen, että tiedot on todella annettu.<sup>198</sup> Mikäli vakuutuksenottaja kiistää saaneensa tietoja, todistustaakka siirtyy vakuutusyhtiöltä vakuutuksenottajalle ja vakuutuksenottajan tulee osoittaa, ettei hän ole saanut mainittuja tietoja.<sup>199</sup> Se, että asiakas pelkästään kieltää saaneensa materiaaleja, ei riitä osoittamaan, ettei hän niitä olisi saanut.<sup>200</sup>

Arvopaperilautakunnan tapauksessa APL 17/2013 oli kyse muun muassa siitä, oliko warrantteihin sijoittaneen henkilön sijoittajaprofiili arvioitu oikein ja olivatko warrantit tuotteina sopineet henkilön sijoittajaprofiiliin. Lautakunta on ratkaisussaan pohtinut myös sitä, onko henkilö saanut tarpeeksi tietoa sijoituskohteista ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Ratkaisu on asiakkaan selonottovelvollisuuden kannalta mielenkiintoinen, sillä asiakas on myöntänyt, että hän on allekirjoituksellaan ilmoittanut tutustuneensa tuotteen markkinointiaineistoon, mutta kertonut myös, että oli allekirjoittanut valmiiksi rastitetut lomakkeet niihin tarkemmin tutustumatta.<sup>201</sup> Asiakas oli myös kertonut, että hänellä ei muutoinkaan ollut tosiasiallista mahdollisuutta tutustua aineistoon.

<sup>196</sup> Ks. esimerkiksi APL 128/2003, jossa lautakunnan mukaan asiakkaan allekirjoitus omaisuudenhoitosopimuksessa oli indisiona siitä, että hän oli hyväksynyt sopimuksen ehtoineen. Ratkaisussa APL 278/2008 oli vastaava tilanne, mutta kyse oli indeksilainasta.

<sup>197</sup> Näin esimerkiksi ratkaisuissa VKL 310/2012, VKL 874/2008 ja VKL 669/2011.

<sup>198</sup> Erityisesti jos asiakkaan ja tuotteen tarjoajan kanssa on keskusteltu tavanomaisista poikkeavista seikoista, on myös hyödyllistä, että osapuolet kirjaavat keskustelusta muistiinpanot ylös. Ks. *Hemmo* 2005 s. 207–208.

<sup>199</sup> Asiasta yleisesti ks. esim. *E. Hoppu* 2001 s. 117. Näin siitäkkin huolimatta, että erään vakuutuksenottajan mukaan sitä, että hän on allekirjoituksellaan vahvistanut saaneensa ja tutustuneensa annettuihin materiaaleihin, ei voi pitää osoituksena vakuutusyhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttämisenä sen vuoksi, että ”asiakkaat yleisesti allekirjoittavat pankki-toiminnassa tällaisia asiakirjoja niihin tarkemmin perehtymättä”, VKL 874/2008.

<sup>200</sup> Ks. esim. VKL 874/2008.

<sup>201</sup> Henkilö on allekirjoituksellaan vahvistanut, että on ”huolellisesti perehtynyt tuotteen markkinointimateriaaliin, sen ehtoihin ja ohjelmaesitteeseen tiivistelmineen ja kykenee siten arvionsa mukaan tekemään tuotteen riskit ja oman taloudellisen asemansa huomioonottavia itsenäisiä sijoituspäätöksiä”.

Lautakunta katsoi, ettei tuotteen tarjoaja ole täyttänyt asianmukaisesti selonottovelvollisuuttaan asiakkaan sijoittajaprofiilin arvioimiseksi. Tapauksessa lautakunta on myös todennut jääneen epäselväksi, että tuotteen tarjoaja olisi antanut tai toimittanut asiakkaalle tarvittavat tiedot sijoitus- tuotteesta. Vaikka lautakunta on arvioinut tiedonantovelvollisuuden täyttämistä, se ei ole myöskään liiemmin ottanut kantaa siihen mainittuun seikkaan, että asiakas on allekirjoituksellaan vahvistanut tutustuneensa annettuun aineistoon, vaikka hän ei ole ilmeisesti edes saanut sitä. Kuitenkin sijoittajan allekirjoittamassa lomakkeessa on lueteltu erinäiset aineistot, joihin sijoittaja on allekirjoituksellaan ilmoittanut tutustuneensa. Tapauksesta käy ilmi, että henkilöllä on ollut laaja kokemus sijoittamisesta. Tällaiselta henkilöltä voidaan olettaa, että hän tutustuisi edes siihen lomakkeeseen, jonka hän saa allekirjoitettavakseen, ja huomaisi samalla, ettei ole saanut annettua materiaalia lainkaan. Tapauksen suhteen voidaan myös pohtia sitä, tulisiko sijoittajan selonottovelvollisuuden ulottua myös sijoittajaprofiilin arviointiin. Mikäli sijoittaja olisi kiinnittänyt huomiota allekirjoittamaansa lomakkeeseen ja pyytänyt mainitut materiaalit, hän olisi voinut havaita, että sijoitustuote ei sovi hänelle, koska se on suuririskinen. Tilanteessa, jossa sijoittajalla on jo aiempaa sijoituskokemusta, ei voitane kuitenkaan vain antaa sijoittajalle mahdollisuutta ostaa tuotetta, johon hän ei ole lainkaan tutustunut ilman, että hän vastaa itse siitä, ettei ole tuotteeseen tutustunut.

#### **4.4 Sijoittajan yksilölliset ominaisuudet vaikuttavat selonottovelvollisuuteen**

Edellä on jo hieman tuotu esille sitä, että sijoittajan sijoituskokemukselle tulisi antaa painoarvoa selonottovelvollisuuden laajuudessa. Miten sijoittajan subjektiiviset ominaisuudet vaikuttavat yleisesti ottaen selonottovelvollisuuteen? Lähtökohtaisesti arvopaperisijoittajan luokittelu ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi, ammattimaiseksi asiakkaaksi tai hyväksyttäväksi vastapuoleksi vaikuttaa siihen, miten sijoittajan katsotaan lainsäädännön valossa ymmärtävän sijoitustoimintaan liittyvät lainalaisuudet, kuten tuotteeseen liittyvän riskin.<sup>202</sup> Myös vakuutussijoituksissa vakuutusenantajan

<sup>202</sup> Konkreettisesti tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi sijoituspalvelulain mukainen tiedonantovelvollisuus vaihtelee sen mukaan, onko asiakas ammattimainen vai ei-ammattimainen. Sijoituspalveluyritys voi nimittäin kohdella henkilöä ammattimaisena asiakkaana, mikäli se arvioi, että asiakkaalla on valmiudet tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää niihin liittyvät riskit ja tämä täyttää tietyt varallisuuteen tai kokemukseen perustuvat

tulee tiedonantovelvoitettaan täyttäessä ottaa erityisesti huomioon vakuutuksen hakijan aikaisempi sijoituskokemus ja sijoittamisen tavoitteet (VSL 5.1 §). Siten myös sijoitussidonnaisissa vakuutuksissa sijoittajan sijoituskokemuksella on merkitystä arvioitaessa sijoittajan subjektiivista kykyä ymmärtää sijoituksen luonne, vaikka toistaiseksi vakuutuslainsäädännön mukaan arvioida vastaavalla tavalla kuin arvopaperisijoittajia.<sup>203</sup> Sijoitustuotteen tarjoamisen lähtökohtana on jo sekä arvopaperi- että vakuutuslainsäädännössä asiakkaan subjektiiviset ominaisuudet sijoituskokemuksensa ja -tavoitteensa suhteen.

Kokeneelle sijoittajalle ja ammattimaiselle asiakkaalle voidaan lähtökohtaisesti asettaa laajempi selonottovelvollisuus kuin kokemattomalle sijoittajalle tai ei-ammattimaiselle asiakkaalle.<sup>204</sup> Asiakkaan subjektiiviset ominaisuudet saattavat myös vaikuttaa muutoinkin asiakkaan selonottovelvollisuuteen. Wuolijoki perustelee tätä muun muassa sillä, että lähtökohtaisesti tiedonantovelvollisuuden ajatuksena on, että tiedonanto kohdistuisi asiakkaisiin, jotka todella ovat tiedon tarpeessa. Lisäksi subjektiivisten piirteiden huomioon ottaminen vähentää vilpillisiä tarkoituksiperiä, kun tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuden laiminlyöntiin ei voi vedota henkilö, joka tiesi, miten asiat ovat. Täten Wuolijoen mukaan on perusteltua, että asiakkaan subjektiivisia ominaisuuksia voidaan ottaa huomioon.<sup>205</sup>

Myös K. Hoppu on sillä kannalla, että asiakasluokittelun lisäksi tulee kiinnittää huomiota myös asiakkaan subjektiivisiin ominaisuuksiin. Ammattimaiset tai ei-ammattimaiset asiakkaatkaan eivät ole yhtenäinen ryhmä.<sup>206</sup> Norros on samoilla linjoilla Wuolijoen ja K. Hopun kanssa. Norrok-

---

muodolliset edellytykset (SPL 1:18.2 §).

<sup>203</sup> Käytännössä sijoitusvakuutuksia myydään paljon siten, että esimerkiksi pankki toimii vakuutusyhtiön asiamiehenä. Tällöin menettely on yleensä sama, oli kyseessä sitten vakuutus- tai arvopaperituote. Ks. *Norio-Timonen* 2005.

<sup>204</sup> *Wuolijoki* 2009 s. 360–364. Wuolijoki viittaa kirjoituksessaan MiFIDin toisen tason komission direktiivin 44 resitaaliin, jossa todetaan, että MiFIDin tarkoituksena on varmistaa, että sijoittajansuoja ja sijoituspalveluyrityksille asetettu tiedonantovelvollisuus olisivat tasapainossa. Täten ei-ammattimaisia asiakkaita tulee suojata enemmän ja ammattimaisten asiakkaiden tulisi pystyä pääsääntöisesti selvittämään, mitä tietoja ne tarvitsevat tehdäkseen sijoituspäätöksen, *Wuolijoki* 2009 s. 363.

<sup>205</sup> *Wuolijoki* 2009 s. 365–367.

<sup>206</sup> Hopun mukaan asiakkaan subjektiivisina ominaisuuksina voidaan ottaa huomioon esimerkiksi ymmärryskyky, tietotaso, sijoituskokemus, koulutus ja elämäntilanne, *K. Hoppu* 2009 s. 256. Esimerkiksi vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevassa lainsäädännössä lainsäätäjä voi jaotella ei-ammattimaiset asiakkaat kuluttajiin ja sellaisiin ei-ammattimaisiin asiakkaisiin, jotka eivät ole kuluttajia ja jotka ymmärtävät sijoitukseen liittyvät riskit, sijoittavat pitkäjänteisesti ja joilla on sijoituksen koko huomioon ottaen riittävät edellytykset kantaa sijoitukseen liittyvä riski. Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto: Vaihtoehtora-

sen mukaan on selvää, että mikäli asiakas on iäkäs tai sijoitusmaailmassa kokematon, ei häneltä voida olettaa samanlaista asioiden ymmärtämistä ja selonottoa kuin toisilta asiakkailta. Norroksen mukaan oletuksena on, että sijoittajan subjektiiviset ominaisuudet vaikuttavat selonottovelvollisuuteen ennemmin laajentavasti kuin supistavasti. Sijoittajan subjektiivista ymmärryskykyä on arvioitava kokonaisuutena<sup>207</sup>, ottaen huomioon sijoitus-  
tuotteiden yksilölliset ominaisuudet.

Vakuutuslainsäädännön 9 § mukaan jos vakuutusenantaja on laiminlyönyt lain mukaisen informointivelvollisuutensa, katsotaan vakuutuslainsäädännön mukaisen olevan voimassa sen sisältöisenä kuin vakuutusenantajalla oli saamiensa tietojen perusteella ollut aihetta käsittää. Asiaa on arvioitava sen mukaan, miten tavallinen vakuutuksenhakija olisi asian ymmärtänyt eli vakuutusenantajalle syntyneen käsityksen arvioinnin tulee perustua *objektiivisiin näkökohtiin*. Vakuutusenantajalle sopimuksen sisällöstä syntyneen käsityksen arvioinnissa voidaan poikkeuksellisesti nojautua myös subjektiivisiin seikkoihin, jotka vakuutusenantajan tai sen edustajan on otettava huomioon, mikäli ne ovat tai niiden pitäisi olla vakuutusenantajan tai edustajan tiedossa.<sup>208</sup> Jos toisaalta vakuutusenantajalla on vakuutusalan erityistuntemusta, voidaan ottaa huomioon paitsi se, mitä hän tiesi, myös se, mitä hänen olisi asiantuntemuksensa perusteella pitänyt tietää. Voidaan esimerkiksi edellyttää, että vakuutusikäntä hyvin tuntevan henkilön olisi pitänyt ymmärtää oikein vakuutuksen sisältö, vaikka vakuutus-  
esite objektiivisesti arvioiden antaisikin siitä harhaanjohtavan kuvan.<sup>209</sup> Näin ollen vakuutusenantajan subjektiiviset ominaisuudet voivat vaikuttaa molempiin suuntiin.

Mikäli vakuutuslainsäädännöllä on jo aiemmin ollut kokemusta sijoittamisesta tai hänellä tulisi muutoin olla asemansa puolesta enemmän tietämystä taloudesta, voidaan asiakkaan selonottovelvollisuuden nähdä korostuvan

---

hastojen hoitajia koskevaa lainsäädäntöä täydentävät asetukset – esittelymuistio 25.3.2014, s. 7–8. Sijoittajien luokittelu vastaavalla tai muulla tavalla myös muussa rahoitusmarkkina-  
lainsäädännössä ei ole poissuljettua. TaVM 38/2013 vp s. 4–5

<sup>207</sup> Norros 2009 s. 384–385.

<sup>208</sup> Hallituksen esityksen mukaan vakuutusenantajan on kiinnitettävä hakijan yksilöllisiin olosuhteisiin huomiota silloin, kun vakuutuksen ottaminen perustuu *vakuutuksen hakijan ja vakuutusenantajan edustajan välisiin keskusteluihin*. Esimerkkeinä hallituksen esityksessä mainitaan ikä tai muu havaittava syy, jonka vuoksi vakuutuksen hakijalla on ollut puutteellinen kyky ymmärtää vakuutusenantajalta saamaansa informaatiota, HE 114/1993 vp s. 29–30. Hyvän esimerkin tästä tarjoaa Vakuutuslautakunnan ratkaisu VKL 580/2007, jossa vakuutusenantaja oli näkövammaisen ja tämän vuoksi suullisesti annetuilla tiedoilla on ollut korostunut merkitys, mistä vakuutusenantajan edustaja on ollut lautakunnan mukaan tietoinen.

<sup>209</sup> HE 114/1993 vp s. 29–30.

vakuutukseen liittyvien sijoitusominaisuuksien kohdalla. Vakuutuslautakunta on kiinnittänyt huomiota ratkaisussaan VKL 407/2006 siihen, että elinkeinotoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden edustajilla on yleensä katsottava olevan taloudellisen toiminnan lainalaisuuksista ja siihen liittyvistä riskeistä keskimääräistä paremmat tiedot ja käsitys, minkä vuoksi vakuutuksenottajan olisi tullut ymmärtää, että maininta ”rahastojen arvonkehitys vaikuttaa vakuutussäästöjen määrään” voi merkitä myös vakuutussäästöjen arvon alenemista. Vastaavasti korkeimman oikeuden tapauksessa KKO 2011:5 riidatonta oli, että vakuutuksenottajat, B:n puoliset, olivat ymmärtäneet, että sijoituksen tuoton määräytyminen on sidottu osakekurssien kehitykseen. Lisäksi puolisoilla on ollut laaja sijoituskokemus, minkä vuoksi heidän olisi tullut ymmärtää, ettei sijoitussidonnaisen vakuutuksen alkuperäisen vakuutussäästön arvo ole turvattu.<sup>210</sup> Hallituksen esityksen mukaisesti tuotteen tarjoajan ja ostajan välisiin keskusteluihin perustuvat, ostajan yksilöllisiä ominaisuuksia koskevat seikat tulivat tapauksessa ilmi. Myös vakuutuksenottajien subjektiiviset seikat kokeneina sijoittajina otettiin objektiivisten perusteiden lisäksi huomioon, kun arvioitiin sitä, millainen käsitys heille oli pankin tiedonannosta syntynyt.<sup>211</sup>

Subjektiiviset ominaisuudet ovat olleet esillä myös muissa lautakuntaratkaisuisa. Esimerkiksi korkorahastosijoituksia koskevassa ratkaisussa APL 79/2009 lautakunta on todennut, ettei ikä ole tae siitä, että asiakkaan ymmärryskyky olisi heikompi. Myös Vakuutuslautakunta on katsonut, että yksinomaan korkea ikä ei ole automaattisesti osoitus siitä, että henkilön oikeudellista toimintakykyä olisi pidettävä puutteellisena. Asiakkaan ikä yksistään ei voi olla peruste olla tarjoamatta tai tarjota jotakin tiettyä sijoituspalvelua tai -tuotetta asiakkaalle, vaan tähän vaaditaan mukaan myös muita henkilöön liittyviä kriteereitä ja arviointeja.

Tuotteen tarjoaja voi myös tietyissä tilanteissa joutua korostamaan jotakin ehtoa tai seikkaa asiakkaan subjektiivisten ominaisuuksien vuoksi. Tapauksessa VKL 827/2009 lautakunta on todennut, että ottaen huomioon vakuutuksenottajan iäkkyyys olisi vakuutukseen liitettävän indeksilainan pääomaturvan 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 indeksilaina olisi tästä syystä tullut huolellisesti toimien erikseen varmistaa. Tapaukset osoittavat, että asiakkaan subjektiivisten ominaisuuksien huomioon ottamisen

<sup>210</sup> KKO 2011:5, perustelujen kohta 18.

<sup>211</sup> *Norio-Timonen* 2011b s. 77.

tulee perustua esimerkiksi keskustelun yhteydessä esiin tuleviin, havaittavissa oleviin seikkoihin. Mikäli asiakkaan ymmärryskyky on esimerkiksi iän perusteella heikentynyt, korostuu tuotteen tarjoajan informointivelvollisuus, minkä voidaan puolestaan nähdä vähentävän asiakkaan selonottovelvollisuutta.

## 5 KÄYTTÄYTYMISTIETEIDEN HUOMIOON-OTTAMINEN FINANSSIMARKKINOILLA?

Kuten edellä on todettu, ihmisten tosiasiallisia käyttäytymismalleja on alettu huomioida laajemminkin osana talouspolitiikkaa esimerkiksi OECD:ssa ja EU:ssa.<sup>212</sup> Euroopan parlamentin tekemän selvityksen kuluttajansuojasta finanssimarkkinoilla mukaan kuluttajien taloudellinen lukutaito on rajallinen ja erilaiset käyttäytymisvinoumat ohjaavat kuluttajien toimintaa esimerkiksi sijoituspäätöksissä.<sup>213</sup> Tuotteen tarjoajan tiedonantovelvoitteiden lisääminen ei auta, vaan tiedon esittämistapa on ratkaisevaa, jotta kuluttajat pystyisivät omaksumaan annetun tiedon. Kuluttajien tulisi ”oppia ostaessaan” (*”learn as they buy”*) ja ostaa vain sellaisia rahoitusmarkkinatuotteita, joiden sisällön he ymmärtävät täysin.<sup>214</sup>

OECD perustelee toimintatapohjeessaan *”Consumer Policy Toolkit”*<sup>215</sup> käyttäytymistaloustieteen huomioon ottamista kuluttajapolitiikassa lähin-

<sup>212</sup> Myös Valtioneuvoston kanslia on tulevaisuusksatksauksessaan ottanut kantaa politiikan teon ohjausvälineen valintaan: *”Perinteisten, normi-, resurssi- ja informaatio-ohjauksen rinnalle on nousemassa hienovaraisempi, yksilöiden vapaaseen valintaan käyttäytymistieteelliseen ymmärrykseen nojaava väline, josta käytetään nimitystä nudging tai tuuppaaminen. Siinä perusajatuksena on, että kansalaisen tai muun toimijan päätöksentekoympäristöä muokataan siten, että toivottu käyttäytyminen on luontevampaa, kuin mitä se muutoin olisi.”* Päätöksenteosta muutoksenteekoon – Valtioneuvoston kanslian tulevaisuusksatkaus 2014 s. 13. Lisäksi mainittakoon, että esimerkiksi Hongkongissa on finanssikriisin jälkimainingeissa havahduttu paikallisen finanssivalvojan (*Hong Kong Monetary Authority*) toimesta siihen, ettei perinteinen, laajalle tiedonantovelvollisuudelle perustuva sijoittajansuoja nähtävästi toimikaan, *Law* 2010 s. 18–19.

<sup>213</sup> European Parliament – Directorate-General for Internal Policies – Policy Department, *Economic and Scientific Policy: Consumer Protection Aspects of Financial Services* 2014 s. 11.

<sup>214</sup> *Consumer Protection Aspects of Financial Services* 2014 s. 13.

<sup>215</sup> OECD:n *”Consumer Policy Toolkit”* on päättäjille suunnattu käytännön toimintatapohje, jonka tarkoituksena on identifioida ja arvioida kuluttajaongelmia sekä kehittää, implementoida ja analysoida tehokkaita kuluttajapolitiikoita, jotta kuluttajat voisivat toimia dynaamisessa talousmaailmassa. Viimeisen 20 vuoden aikana muuttuneet markkinat ovat positiivisten seikkojen lisäksi tuoneet myös haasteita, kuten monimutkaiset sijoitustuotteet. Myös kuluttajien asema ja käyttäytyminen markkinoilla on muuttunut. Vaikka kuluttajat ovat yhä koulutetumpia OECD-maissa, monelta puuttuu silti sellaiset matemaattiset tiedot

nä kahdella seikalla: käyttäytymistieteeseen perehtyneet ekonomistit voivat auttaa tuloksillaan identifioimaan sellaisia toimialueita, joilla valtion väliintulo esimerkiksi lainsäädännöllisin keinoin on perusteltua, vaikka perinteiset taloustieteelliset mallit osoittaisivat muuta. Toiseksi, jotkin käyttäytymistaloustieteen selkeimmistä havainnoista vaikuttavat tehokkaiisiin poliittisiin toimiin. Esimerkkinä jälkimmäisestä voidaan mainita tuotteiden tarjoajien laajat tiedonantovelvollisuudet.

Käyttäytymistieteellinen tutkimus on kuitenkin osoittanut, että tiedon esittämistavalla on suuri vaikutus siihen, miten kuluttajat vastaanottavat ja omaksuvat annetun tiedon.<sup>216</sup> Huonosti esitetty tieto voi olla täysin hyödytöntä. Onkin tärkeää, että kuluttajille annettu tieto on ensisijaisesti sellaista, jolla on kuluttajien päätöksentekoon vaikutusta.<sup>217</sup> OECD:n mukaan tiedonantovelvollisuuksien ja annettavan tiedon lisääminen voi johtaa epätoivottuun lopputulokseen, sillä informaation runsaus voi vaikeuttaa ihmisten päätöksentekoa vieden huomion tärkeistä asioista muihin seikkoihin. Tiedon esittämistapaan on kiinnitettävä huomiota.<sup>218</sup> Tietoa ei tulisi olla liikaa ja sen pitäisi olla ymmärrettävässä muodossa.<sup>219</sup> Tiedonantovelvollisuuden täyttämisen tulisi olla *sosiaalista kanssakäymistä*.<sup>220</sup> Norros viittaa tutkimuksessaan pohjoismaiseen keskusteluun sijoitusneuvojan pedagogisesta velvollisuudesta, johon kuuluu sen korostaminen, että sijoitusneuvoja vastaa myös antamansa tiedon ymmärrettävyydestä.<sup>221</sup>

Kuten perinteinen taloustiede, myös Euroopan unionin rahoitusmarkkinalainsäädäntö perustuu ainakin toistaiseksi vielä ajatukselle sijoittajasta

---

ja lukutaito, joita tarvittaisiin esimerkiksi monimutkaisempien sijoitustuotteiden ymmärtämiseksi. OECD Consumer Policy Toolkit 2010, s. 16-28. OECD:n Policy Toolkitin arviosta, ks. *Lissowska* 2011 s. 393–398.

<sup>216</sup> OECD Consumer Policy Toolkit 2010, s. 42.

<sup>217</sup> OECD Consumer Policy Toolkit 2010, s. 82.

<sup>218</sup> OECD Consumer Policy Toolkit 2010 s. 46.

<sup>219</sup> OECD Consumer Policy Toolkit 2010 s. 86. Näin myös *Moloney* 2010. Moloney on pohtinut arvopaperimarkkinaoikeudellisten sisämarkkinoiden onnistumista ja haasteita. Hänen mukaansa sijoittajansuojassa haasteellista on, että unioninkin alueella on sijoittajia laidasta laitaan: miten onnistutaan parhaiten palvelemaan kaikkia? *Moloney* 2010 s. 30. Moloney huomauttaa, että etenkin vähittäissijoittajan kannalta tiedonannon laatua tulisi korostaa määrän sijaan, *Moloney* 2010 s. 40; ks. myös *Korling* 2010 s. 685. On myös muistettava, etteivät sijoittajat aina toimi rationaalisesti, vaan päätöksenteko voi pohjautua johonkin muuhun kuin järkipäraseen harkintaan; tämän vuoksi olisi erityisen tärkeää, että sijoittajalle annettavan tiedon määrä ei olisi valtava, *Moloney* 2010, s. 77 ss. Lisäksi Moloney muistuttaa tiedon vertaamisen vaikeudesta, ja siitä, että tavallisten ihmisten finanssi-koulutuksella on suuri merkitys myös tässäkin asiassa, *Moloney* 2010 s. 194 ss. ja 374–376.

<sup>220</sup> *Davidoff – Hill* 2013 s. 632.

<sup>221</sup> *Norros* 2009 s. 355 viitteinen.

rationaalisenä toimijana.<sup>222</sup> Esimerkiksi MiFID II -direktiivi lähtee edeltäjensä tavoin ajatuksesta, että finanssikriisin jälkimainingeissa on edelleenkin vahvistettava tuotteen tarjoajien tiedonanto- ja informointivelvollisuuksia, minkä vuoksi direktiivissä laajennetaan tuotteen tarjoajien informointivelvollisuuksia osittain myös esimerkiksi hyväksyttäviin vastapuoliin.<sup>223</sup> Joitakin yksittäisiä poikkeuksia löytyy, kuten esimerkiksi sijoitusrahastojen tarjonnassa on jo vuosia ollut vaatimus yksinkertaisen esitteen laatimisesta. Vahvana olettamuksena kuitenkin edelleen on EU:ssa, että tiedonantovelvoitteita lisäämällä saadaan sijoittajat tekemään ”parempia” päätöksiä ja pystytään ehkäisemään mahdollisesti tulevia kriisejä.<sup>224</sup> Tiedonantovelvoitteiden laajentaminen koskemaan hyväksyttäviä vastapuolia on perusteltua siitä lähihistoriallisen opetuksen näkökulmasta, etteivät kokeenkaan institutionaaliset sijoittajat välttämättä ymmärrä, mihin ovat sijoittamassa. Toisaalta tiedonantovelvoitteiden lisääminen tuskin tuo ratkaisua siihen ongelmaan, että sijoittaja on saatava itse lukemaan ja ymmärtämään annettu aineisto sijoitustuotteen sisällöstä.

Vastaavasti vakuutusyhtiöille on asetettu lisää tiedonantovelvoitteita. Tiedonantovelvoitteiden tarkoitus on vakuutuslalla lisätä eri sidosryhmien, kuten asiakkaiden, tiedonsaantia, mutta myös tehostaa markkinoiden toimintaa siten, että vakuutusyhtiöiltä vaaditaan riskienhallintaan liittyvää julkista tietoa. Vuoden 2016 alusta voimaan tullessa vakuutusyhtiöiden vakavaraisuutta sääntelevässä Solvenssi II -sääntelyssä<sup>225</sup> vakuutusyhtiöiden informaatiovelvoitteita on lisätty huomattavasti niin yhtiön johdon, omistajien, vakuutusvalvojien kuin asiakkaidenkin suuntaan.

Solvenssi II:n nojalla yhtiöiden on vuosittain julkistettava vakavaraisuuskertomus internetsivuillaan. Ensimmäisen kerran kertomus on julkis-

---

<sup>222</sup> EU-sääntelystä, eritoten MiFIDistä ja sen vaikutuksista, ks. esim. *Ferran – Moloney – Hill – Coffee Jr* 2012; *Moloney* 2008; *Ferrarini – Recine* 2007, s. 238–240; *Köndgen – Theissen* 2007, s. 275–276.

<sup>223</sup> Esimerkiksi MiFID II:n 24 artiklassa todetaan, että kaiken asiakkaalle tai potentiaaliselle asiakkaalle annettavan tiedon on oltava selkeää eikä se saa olla harhaanjohtavaa. Muunlaiseen tiedon toimittamistapaan ei oteta kantaa.

<sup>224</sup> *Davidoff – Hill* 2013 s. 632.

<sup>225</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/138/EY, annettu 25 päivänä marraskuuta 2009, vakuutus- ja jälleenvakuutustoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta. Solvenssi II -säännösten tarkoituksena on, että yksittäisten vakuutusyhtiöiden riskiprofiili otetaan aiempaa paremmin huomioon säännöksissä, HE 344/2014 vp s. 7. Solvenssi II -järjestelmä perustuu kolmeen toisiaan täydentävään pilariin, jotka koskevat kvantitatiivisia vaatimuksia, kvalitatiivisia vaatimuksia ja valvontaa sekä valvontaraportointia ja tietojen julkistamista. Ensinnäkin vakuutus- ja jälleenvakuutusyritysten on täytettävä kvantitatiiviset vaatimukset, jotka jakautuvat kuuteen osioon, kuten varojen ja velkojen arvostaminen, vakuutustekninen vastuuvetko, vakavaraisuuspääomavaatimus, vähimmäispääomavaatimus ja sijoitukset.



tettava koskien vuoden 2016 vakavaraisuutta ja taloudellista tilannetta eli alkuvuodesta 2017. Vakavaraisuuskertomus tulee olemaan noin 200-sivuisen selvitys yhtiön taloudellisesta ja hallinnollisesta tilanteesta. Tarkoituksena on, että vakuutusasiakkaat tutustuisivat siihen arvioidessaan ja vertaillaan vakuutusyhtiöitä. Voidaankin kysyä, tuleeko keskiverto vakuutusasiakas todella lukemaan kyseistä kertomusta? Vastaus on luultavasti ei. Osaako keskiverto vakuutusasiakas arvioida vakuutusyhtiöiden vakavaraisuutta? Ei osaa. Lisäksi vakuutuksenottajille täytyy antaa jo nyt vakuutus-sopimuslain nojalla runsaasti tietoa muun muassa vakuutussopimuksesta ja sen rajoituksista. Suomen oikeus- ja lautakuntakäytännöt osoittavat, etteivät vakuutuksenottajat monesti tutustu edes tähän annettuun ja kohden-nettuun aineistoon. Näin ollen tiedonantovelvoitteiden lisääminen tältä osin lienee turhaa ja resursseja tuhlaavaa.

Voisiko tiedonantovelvollisuuden täyttämistapaan vaikuttaa? Euroopan unionin lainsäätäjät ovat havahtuneet ainakin osittain tähän ongelmaan. Sen lisäksi, että tiedonantovelvoitteita sekä muuta menettelytapasäännöstöä lisätään niin arvopaperi- kuin vakuutus tuotteisiin, on myös tiedonantotapaan kiinnitetty huomiota. Loppuvuodesta 2014 annettiin EU-asetus N:o 1286/2014<sup>226</sup> vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita koskevasta avaintietoasiakirjasta (PRIIP-tuote, *Packaged Retail and Insurance-Based Investment Product*). Asetuksen on tarkoitus tulla voimaan EU:n jäsenmaissa 31.12.2016.

Asetuksen tavoitteena on asiakkaalle annettavia tietoja koskeva yhtenäinen sääntely kaikissa paketoituissa sijoitustuotteissa. Sijoittajille tarjotaan yhä useammin paketoituja sijoitustuotteita, jotka ovat monimutkaisia ja vaikeaselkoisia. Paketoituja sijoitustuotteita ovat esimerkiksi sijoitusrahastot, strukturoidut talletukset sekä sijoitussidonnaiset vakuutukset. Kaikkiin näihin sijoitustuotteisiin kohdistuisi samanlainen tiedonantovelvoite avaintietoasiakirjan muodossa. Avaintietoasiakirjasta tulee ilmetä tuotteen tärkeimmät tiedot ja helpottaa yksityissijoittajaa vertailemaan eri tuotteita.<sup>227</sup> Tarkoituksena on, että tiedot esitetään nimenomaisesti yksityissijoittajan kannalta ymmärrettävässä muodossa kiinnittäen huomiota sanastoon ja kirjoitustyyliin.<sup>228</sup> Merkittävää on, että avaintietoasiakirjan on pidettävä

<sup>226</sup> 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.

<sup>227</sup> Asiakirjassa tulee antaa tietoa erityisesti tuotteen luonteesta ja ominaisuuksista, kuten mahdollisista pääomatappiosta, tuotteen kuluista ja riskiprofilista, tuotto- tai arvonkehityksestä sekä muita tietoja, jotka saattavat olla tarpeen käsityksen saamiseksi erityyppisten tuotteiden ominaisuuksista.

<sup>228</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1286/2014, 13 resitaali.

sisällään tiedot, jotka ovat tarpeen *harkitun sijoituspäätöksen tekemiseksi ja eri PRIIP-tuotteiden vertailemiseksi*.<sup>229</sup> Sijoittajan on siis voitava tehdä sijoituspäätöksensä avaintietoasiakirjan perusteella.<sup>230</sup> Mikäli sijoitustuote ei ole yksinkertainen ja voi olla hankalasti yksityissijoittajan ymmärrettävissä, on kyseisissä tapauksissa avaintietoasiakirjaan tilanteen mukaan sisällytettävä tuotteen ymmärrettävyyttä koskeva varoitus.<sup>231</sup>

Muissa maissa on otettu käyttöön PRIIPs-asetusta vastaavia säädöksiä. Esimerkiksi Singaporessa on finanssikriisin jälkimainingeissa siirrytty yksinkertaistamaan sijoittajille annettavaa informaatiota ”*Product Highlights Sheet*” -dokumentin avulla.<sup>232</sup> Kyseisen dokumentin tarkoitus on samanlainen kuin PRIIPsin avaintietoasiakirjan. Kuitenkin esimerkiksi Australiasa, jossa vastaavanlainen käytäntö on ollut käytössä jo pidemmän aikaa, on huomattu, että lyhyiksi ja selkeiksi tarkoitettujen avaintietoasiakirjojen pituudet ovat alkaneet kasvaa ja asiakirjojen sisällöt monimutkaistua.<sup>233</sup> Kun tuotteet monimutkaistuvat, vaikuttaa tämä luonnollisesti myös asiakirjoihin. PRIIPsissä on kuitenkin huomioitu monimutkaiset tuotteet siten, että niistä tulee antaa varoitus.

PRIIPs-asetuksen tavoite on positiivinen: luodaan yksinkertainen esite, josta käyvät ilmi tuotteen olennaisimmat tiedot ja jonka perusteella sijoituspäätös voidaan tehdä. Toisaalta avaintietoasiakirjan lisäksi tullaan edelleen antamaan runsaasti muuta materiaalia asiakkaalle, minkä seurauksena avaintietoasiakirja hukkuu informaatiotulvan joukkoon. Lisäksi PRIIPs-asetus koskee vain tiettyjä, paketoituja sijoitustuotteita. Voidaan myös pohtia sitä, onko mahdollisella varoitustekstillä minkäänlaista vaikutusta sijoittajiin. Standardimuodoissa olevat varoitukset voivat helposti menettää merkityksensä.<sup>234</sup> Maailma on nykyään varoituksia täynnä: ostaesasi take away -kahvin aamulla matkalla töihin lukee pahvimukin laidassa varoitus sisällön kuumuudesta, särkylääkepurkin kyljessä on varoitus käytön haitallisuudesta, tupakka-aski julistaa tupakan tappavuudesta ja mikroaaltouunin ohjeissa varoitetaan laittamasta vaatteita uuniin. Jos elämme jo valmiiksi maailmassa, jossa meitä varoitetaan lähes joka asiasta, kiinni-

<sup>229</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 1286/2014, 15 resitaali.

<sup>230</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 1286/2014, 22 resitaali.

<sup>231</sup> Tällainen tuote voi olla kysymyksessä silloin, kun siinä sijoitetaan kohteisiin, joihin yksityissijoittajat eivät tavallisesti sijoita tai jos siinä käytetään erilaisia menetelmiä sijoituksen lopullisen tuoton laskemiseksi ja yksityissijoittajan riski ymmärtää tuote väärin kasvaa tai jos tuotteessa käytetään hyödyksi yksityissijoittajan käyttäytymistä. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 1286/2014, 18 resitaali.

<sup>232</sup> Chan – Chua 2011 s. 35–39.

<sup>233</sup> Chan – Chua 2011 s. 36.

<sup>234</sup> Ks. esim. Klohn 2009 s. 446–447.

tämmekö sijoittajina huomiota tuoteselosteessa tai avaintietoasiakirjassa olevaan varoitukseen siitä, että kyseinen sijoitustuote on riskipitoinen tai vaikeaselkoinen? Luultavasti emme.

## 6 LOPUKSI

Käyttäytymistaloustieteellinen tutkimus ja empiiriset havainnot kotimaastamme ja ulkomailta osoittavat sijoittajan epärationaaliset toimintatavat. Kuitenkin rahoitusmarkkinalainsäädäntömme Euroopassa pohjautuu edelleen siihen käsitykseen, että sijoittajaksi mielivä toimii rationaalisesti: tutustuu annettuun aineistoon, kysyy kysymyksiä, mikäli ei ymmärrä, harkitsee ja tekee sijoituspäätöksensä annettujen tietojen nojalla. Arvopaperilautakunnan, Vakuutuslautakunnan sekä korkeimman oikeuden ratkaisut osoittavat, että asiakas ei välttämättä tutustu annettuun aineistoon tai tutustuttuaan siihen tekee päätöksen ymmärtämättä sijoitustuotteen sisältöä ja ominaisuuksia. Asiakas saattaa allekirjoittaa sijoitustuotetta koskevan sopimuksen ilman, että on saanut juuri mitään tietoa tuotteesta.

Sijoittajalle asetettava selonottovelvollisuus on lähtökohtaisesti suhteellisen laaja. Sijoittajan on tutustuttava kohtuullisella huolellisuudella kaikkien annettuun materiaaliin huolimatta siitä, miten paljon materiaalia on annettu. Sijoittajan selonottovelvollisuuteen vaikuttavat kuitenkin erinäiset seikat, kuten sijoittajaprofiili, muut subjektiiviset ominaisuudet ja mahdollisesti myös muut tuotteen tarjoamisen olosuhteisiin liittyvät seikat. Kuitenkaan sijoittajan tosiasiallista käyttäytymistä, päätöksentekoon vaikuttavia seikkoja, ei lainsäädännössämme vielä huomioida.

Toisaalta tässä artikkelissakin käsitellyt oikeus- ja lautakuntakäytännöt osoittavat, että tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuus on ensisijainen sijoittajan selonottovelvollisuuteen nähden. Mikäli tietoa on annettu esimerkiksi suullisesti tai markkinointiesitteessä, on tämä tieto ensisijaista muuhun annettuun materiaaliin nähden. Sijoittaja voi siis yleensä luottaa esimerkiksi siihen, jos tuotteen tarjoaja suullisesti tai PowerPoint-esityksessä kertoo tuotteen olevan riskitön.

Mitä tästä sitten voi seurata? Mikäli sijoittajan ei tarvitse tutustua kaikkien annettuun aineistoon, hän voi vastaisuudessakin jättää tutustumatta asiakirjoihin. Tämä voi kannustaa sijoittajia suurempaan riskinottoon asian suhteen ja johtaa enenevässä määrin ns. ”*signing-without-reading*” -ongelmaan.<sup>235</sup> Asiakkaat voivat ajatella, että ei ole kannattavaa alkaa lukea kym-

<sup>235</sup> De Geest 2002 s. 222

mensivuisia tuote-esitteitä ja -ehtoja, koska ehdot eivät muutu siitä miksi-kään, eivätkä ne ole neuvoteltavissa. Asiakkaat voivat ajatella, ettei ole mitään hyötyä lukea 200-sivuista tuote-esitettä, koska olennaiset tiedot on jo annettu yhden sivun markkinointiesitteessä. Voidaan kysyä, ajaako tämä sijoittajia epätoivottuun käyttäytymiseen? Vastaus on ei. Sijoittajat käyttäytyvät jo nyt lainsäätäjän toivomuksiin nähden epätoivotusti. Käyttäytymistaloustieteessä on osoitettu, miten sijoittajat käyttäytyvät, ja nyt lainsäätäjän tulisi kiinnostua asiasta laajasti.

Yksinkertaisin ratkaisu on yksinkertaistaminen. Yksinkertaistaminen ei tarkoita sitä, että tuotekehittelyä täytyisi rajoittaa tai tietynlaisten tuotteiden myynti kieltää kokonaan. Yksinkertaistaminen tarkoittaa sitä, että sijoitustuotetta koskeva tieto on esitettävä mahdollisimman yksinkertaisesti ja helppotajuisesti. Mikäli sijoitustuote on niin monimutkainen, ettei esimerkiksi sen sisältämää riskiä voida kuvata yksinkertaisesti, tulee tästä selkeästi mainita. Tällöin tuotteen tarjoajien tulee arvioida, myyvätkö he lainkaan tällaisia tuotteita kaikille sijoittajille.

PRIPs-asetus on tuore osoitus siitä, että EU:ssa on hieman alettu ottaa huomioon myös tiedon esittämistapa sijoittajalle. Käyttäytymistaloustieteellinen tieto sijoittajan käyttäytymisestä ei ole uutta tietoa, mutta vasta nyt muun muassa OECD ja Euroopan unioni ovat havahtuneet siihen jossakin määrin. Toisaalta esimerkiksi tuoreet Solvenssi II -sääntelyn tuomat tiedonantovelvoitteet puhuvat päinvastaisesta ja jopa epästabiilista kehityksestä. Vaikka PRIPs-asetus tulee meillä voimaan 2016 vuoden lopussa, mikään ei estä tuotteen tarjoajia ottamasta huomioon jo nyt käyttäytymistieteellisiä tuloksia markkinoidessaan ja myydessään tuotteita sijoittajille. Ideaalitulanteessa sekä lainsäätäjä, tuotteen tarjoajat ja sijoittajat havaitsisivat ja ottaisivat toiminnassaan huomioon käyttäytymistieteelliset tosiasiat. Mikäli tuotteen tarjoaja ymmärtää, ettei asiakas ymmärrä esimerkiksi tuotteen riskiä, tuotteen tarjoajan olisi viisasta pidättäytyä myymästä tuotetta asiakkaalle.<sup>236</sup> Ei ole tuotteiden tarjoajienkaan näkökulmasta kannattavaa pitkällä tähtäimellä myydä asiakkaille sopimattomia tuotteita, sillä mahdollisista ongelmista ja riidoista voi mennä maine vuosikausiksi.

Tiedonantovelvollisuuden täyttäminen ilman, että tiedonantotapaan, -laatuun ja -määrään kiinnitetään huomiota, voi olla tehotonta.<sup>237</sup> Annetun tiedon tulee keskittyä yksinkertaisiin ja tärkeisiin asioihin, kuten hintaan.<sup>238</sup> Tiedonantovelvollisuuden, annetun materiaalin, tulisi olla määrältään kohutuullista ja korostaa sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavia seikkoja, kuten

<sup>236</sup> Näin esim. *Hemmo* 2005 s. 207–208.

<sup>237</sup> *Faure – Luth* 2011 s. 346.

<sup>238</sup> *Faure – Luth* 2011 s. 348–349.

sijoitustuotteen riskiä, tuotto-odotusta, pääoman menettämisen mahdollisuutta, kuluja ja verotusta. Asiakkaalle on annettava aikaa tutustua materiaaliin, edes yön yli. Olennaiset tiedot on annettava selkeästi ja ymmärrettävästi, oli kyseessä sitten kokematon tai kokenut, ei-ammattimainen tai ammattimainen sijoittaja. Tuotteiden tarjoajat voivat myydessään tuotteita huomioida sijoittajien – ja omat – toimintatavat. Yksinkertaistaminen säästää sekä tuotteiden tarjoajien että asiakkaiden resursseja.

Lainsäätäjä tai viranomainen ei voi estää sijoittajia – tai ihmisiä yleensä – tekemästä ”tyhmiä” päätöksiä ja valintoja. Sijoitukseen liittyy aina riski. Annetulla tiedolla ja tiedon esittämistavalla voidaan kuitenkin edesauttaa paljon sijoittajansuojan perimmäisen tarkoituksen toteutumista: sitä, että sijoittaja tekee perustellun ja harkitun sijoituspäätöksen. Sijoitustuotteen tarjoajien tiedonantovelvoitteita voidaan lisätä loputtomiin, mutta loppujen lopuksi paljon on kiinni sijoittajan omasta selonottovelvollisuudesta.

## LÄHTEET

- Akerlof, George*: The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 488–500, Vol. 84, No. 3, 1970.
- Alhonsuo, Vesa – Nisén, Anne – Pellikka, Tuula*: Finanssitoiminnan käsikirja. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy, Helsinki 2009.
- Ali, Paul – Ramsay, Ian – Read, Cate*: Behavioural law and economics: regulatory reform of consumer credit and consumer financial services. *Common Law World Review*, p. 298–343, Vol. 43, No. 4, 2014.
- Annola, Vesa*: Informaatio, sisäpiiri, markkinat – Arvopaperioikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Turku 2005.
- Arsalidou Demetra*: Institutional investors, behavioral economics and the concept of stewardship. *Law & Financial Markets Review*, p. 410–421, Vol. 6, No 6, 2012.
- Astola, Tiina*: Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla: tiivistelmä lausunnoista. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu, Helsinki 1990.
- Baker, H. Kent – Nofsinger, John R.* (eds.): Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets. John Wiley & Sons, New Jersey USA 2010.
- Barberis, Nicholas C. – Thaler, Richard H.*: A survey of behavioral finance. Teoksessa Constantinides, George M. – Harris, Milton – Stulz, René M. (eds.): *Handbook of The Economics of Finance: Volume 1B, Financial Markets and Asset Pricing*, p. 1053–1128. Elsevier North Holland 2003.
- Byrne, Alistair – Brooks, Mike*: Behavioral Finance: Theories and Evidence. The Research Foundation of CFA Institute Literature Review 2008.
- Chan, Elaine – Chua, Reina*: Marketing of investment products in Singapore post-Lehman. *Journal of International Banking Law and Regulation*, p. 35–39, Vol. 26, No. 1, 2011.
- Davidoff, Steven M. – Hill, Claire A.*: Limits of Disclosure. *Seattle University Law Review*, p. 599–637, Vol 36, 2013.
- Decision Technology Ltd and European Commission*: Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective Final Report November 2010.
- Ehdotus oikeusministeriön asetukseksi henkivakuutuksesta annettavista tiedoista 2011.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2016/97, annettu 20 päivänä tammikuuta 2016, vakuutusten tarjoamisesta. EUVL L26/19, 2.2.2016.
- 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. EUVL L 173/349, 12.6.2014.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 600/2014, annettu 15 päivänä toukokuuta 2014, rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta. EYVL L173/84, 12.6.2014.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) N:o 1286/2014, annettu 26 päivänä marraskuuta 2014, vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevista avaintietoasiakirjoista. EUVL L 352 9.12.2014.

- European Commission: Consumer Empowerment in the EU, SEC (2011), 469 Final 2011.*
- European Parliament – Directorate-General for Internal Policies – Policy Department, Economic and Scientific Policy: Consumer Protection Aspects of Financial Services 2014.*
- Faure, Michael G. – Luth, Hanneke A.: Behavioural Economics in Unfair Contract Terms Cautions and Considerations. Journal of Consumer Policy, p. 337–358, Vol. 34, 2011.*
- Ferran, Eilís – Moloney, Niamh – Hill, Jennifer G. – Coffee Jr, John C.: The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis. International Corporate Law and Financial Market Regulation. Cambridge University Press, Cambridge 2012.*
- Ferrarini, Guido – Recine, Fabio: The MiFID and Internalisation. Teoksessa Ferrarini, Guido – Wymeersch, Eddy (eds.): Investor Protection in Europe – Corporate Law Making, MiFID and Beyond. Oxford University Press, Oxford 2007.*
- Finanssivalvonta: Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 10/2012 Pitkäaikaissäästämissopimusten ja vakuutusten kulujen ja tuottojen ilmoittaminen.*
- Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 15/2013 Finanssipalvelujen ja -tuotteiden markkinointi.*
- Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 16/2013 Finanssipalvelujen tarjoamisessa noudatettavat menettelytavat.*
- de Geest, Gerrit: The signing-without-reading problem: An analysis of the European Directive of unfair contract terms. Teoksessa Schäfer, H. B. – Kwiwisjum H. J. (eds.): Konsequenzen wirtschaftsrechtlicher Normen Festschrift für Klaus Ott, p. 213–235, Wiesbaden 2002.*
- Haapasaari, Riitta – Hanén, Emilia – Mäntyranta, Tiina: Korkeimman oikeuden ratkaisuja vakuutus- ja pankkiasioissa 2006–2011. Teoksessa Sisula-Tulokas, Lena – Luukkonen, Irene – Sirén, Erik – Raulos, Ville (toim.): Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 40 vuotta, s. 285–335. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta, Helsinki 2011.*
- Hacker, Philipp: The behavioral divide: a critique of the differential implementation of behavioral law and economics in the US and the EU. E.R.C.L. European Review of Contract Law, p. 299–345, Vol. 11, No. 4, 2015.*
- Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko: Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto, Helsinki 2001.*
- Helsingin Sanomat, Tuomo Pietiläinen: ”Perheyhtiöt vastaan Nordea – vuorineuvosten perilliset käyvät oikeustaistelua miljoonien eurojen huonoista sijoituksista”, julkaistu 14.2.2016. Artikkelin osoitteessa <http://www.hs.fi/talous/a1455336812645> (viitattu 14.2.2016).*
- HE 157/1988 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkina-laiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
- HE 114/1993 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle vakuutus-sopimuslaiksi ja laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 43/2007 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinain muuttamisesta ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi.
- HE 63/2009 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi vakuutus-sopimuslain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

- HE 32/2012 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.
- HE 344/2014 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi vakuutusyhtiölain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyvistä laeista.
- Hirshleifer, David*: Investor Psychology and Asset Pricing. *The Journal of Finance*, p. 1533–1597, Vol. 56, No. 4, 2001.
- Hemmo, Mika*: Sopimusoikeus I. Talentum, Helsinki 2007.
- Hemmo, Mika*: Sopimusoikeus III. Talentum, Helsinki 2005.
- Honkapohja, Seppo*: Bounded rationality in macroeconomics – A review essay. *Journal of Monetary Economics*, p. 509–518, No. 35, 1995.
- Hoppu, Esko*: Vakuutusyhtiön tiedonantovelvollisuudesta vakuutus sopimusta solmittaessa. Teoksessa *Sisula-Tulokas, Lena – Luukkonen, Irene – Saario, Marja (toim.): Kuluttajien vakuutustoimisto ja vakuutuslautakunta 30 vuotta*, s. 104–119. Kuluttajien vakuutustoimisto, Helsinki 2001.
- Hoppu, Esko – Hemmo, Mika*: Vakuutusoikeus. WSOYpro, Helsinki 2006.
- Hoppu, Kari*: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. WSOY Lakitieto, Helsinki 2004.
- Hoppu, Kari*: Sijoituspalvelusopimukset. WSOYpro, Helsinki 2009.
- Häyhä, Juha*: Sopimus, laki ja vakuutustoiminta. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1996.
- Inderst, Roman – Ottaviani, Marco*: Regulating financial advice. *European Business Organization Law Review*, p. 237–246, Vol. 13, No. 2, 2012.
- Isokoski, Harri*: Sijoitussidonnaiset vakuutukset ja kuluttajansuoja. Teoksessa *Sisula-Tulokas, Lena – Luukkonen, Irene – Saario, Marja (toim.): Kuluttajien vakuutustoimisto ja vakuutuslautakunta 35 vuotta*, s. 162–188. Kuluttajien vakuutustoimisto, Helsinki 2006.
- Jokela, Teemu – Lammi, Veera – Lohi, Ilkka – Silvola, Timo*: Vapaaehtoinen henkilövakuutus. Viides, uudistettu painos. Finanssi- ja vakuutuskustannus, Vammala 2009.
- Järventaus, Jussi*: Ehdotus henkilövakuutuslaiksi. Oikeusministeriö, 1985.
- Kahneman, Daniel*: Thinking fast and slow. Farrar, Straus and Giroux, New York 2011.
- Kahneman, Daniel – Knetsch, Jack L. – Thaler, Richard H*: Experimental tests of the endowment effect and the Coase theorem. *Journal of Political Economy*, p. 1325–1348, Vol. 98, No. 6, 1990.
- Kahneman, Daniel – Riepe, Mark W.*: Aspects of Investor Psychology. *The Journal of Portfolio Management Summer*, p. 52–65, Vol. 24, No. 4, 1998.
- Kahneman, Daniel – Slovic, Paul – Tversky, Amos (eds.)*: Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. Cambridge University Press, Cambridge 1982.
- Kahneman, Daniel – Tversky, Amos*: Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, p. 1124–1131, Vol. 185, No. 4157, 1974.
- Kahneman, Daniel – Tversky, Amos*: Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, p. 263–292, Vol. 47, No. 2, 1979.



- Karhu, Juha*: Lojaliteettiperiaate sopimus oikeudessa – oikeudellista peruskartoitusta. Teoksessa Vihervuori, Pekka – Hemmo, Mika – Tammi-Salminen, Eva (toim.): Juhlajulkaisu Leena Kartio 1938 – 30/8 – 2008, s. 101–116. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Turku 2008.
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo*: Arvopaperimarkkinlaki. Talentum, Helsinki 2008.
- Klohn, Lars*: Preventing excessive retail investor trading under MiFID: a behavioural law & economics perspective. *European Business Organization Law Review*, p. 437–454, Vol. 10, No. 3, 2009.
- Knüpfner, Samuli – Puttonen, Vesa*: Moderni rahoitus. Kolmas, uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2014.
- Korling, Fredric*: Rådgivningsansvar. Jure, Stockholm 2010
- Korobkin, Russell B. – Ulen, Thomas S.*: Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics. *California Law Review*, p. 1051–1144, Vol. 88, No. 4, 2000.
- Köndgen, Johannes – Theissen, Erik*: Internalisation under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection? Teoksessa Ferrarini, Guido – Wymeersch, Eddy (eds.): *Investor Protection in Europe – Corporate Law Making, MiFID and Beyond*, Oxford University Press, Oxford 2007.
- Law, Michael K. H.*: Behavioral Risk Disclosure and Retail Investor Protection: Reflections on the Lehman Brothers Minibonds Crisis. *Hong Kong Law Journal*, p. 15–42, No. 15, 2010.
- Lehtipuro, Katriina*: Försäkringsbolagets ansvar för sin personal och sina ombud samt försäkringstagarens upplysningsplikt. Suomen vakuutuslakimiesten yhdistyksen julkaisuja XXIV, Helsinki 1997.
- Lehtipuro, Katriina*: Hyvä vakuutustapa. Teoksessa Sisula-Tulokas, Lena – Luukkonen, Irene – Saario, Marja (toim.): Kuluttajien vakuutustoimisto ja vakuutuslautakunta 35 vuotta, s. 47–55. Kuluttajien vakuutustoimisto, Helsinki 2006.
- Lehtipuro, Katriina – Luukkonen, Irene – Mäntyniemi, Lea – Raulos, Ville – Santavirta, Pia*: Vakuutuslainsäädäntö. Neljäs, uudistettu painos. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy, Helsinki 2010.
- Leppiniemi, Jarmo*: Mitä sijoittaja odottaa säätelyltä? Teoksessa Sisula-Tulokas, Lena – Luukkonen, Irene – Sirén, Erik – Raulos, Ville (toim.): Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 40 vuotta, s. 98–120. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta, Helsinki 2011.
- Liikanen, Erkki* (chair): High-level Expert Group on Reforming the Structure of the EU banking sector – Final Report; Brussels, 2 October 2012. Saatavilla osoitteessa [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf).
- Lissowska, Maria*: Overview of Behavioural Economics Elements in the OECD Consumer Policy Toolkit. *Journal of Consumer Policy*, p. 393–398, Vol. 34, 2011.
- Loss, Louis*: The Protection of Investors: The Role of Government. *South African Law Journal*, No 80, 1963.
- Lunn, Peter D.*: Are consumer decision-making phenomena a fourth market failure? *Journal of Consumer Policy*, p. 315–330, Vol. 38, No. 3, 2015.

- de Manuel Aramendía, Mirzha – Valiante, Diego*: A Life Cycle Approach to Investor Protection. ECMI Working Paper, 1/September 2014.
- Minor, Jacqueline*: Consumer protection in the EU: searching for the real consumer. *European Business Organization Law Review*, p. 163–168, Vol. 13, No. 2, 2012.
- Moloney, Niamh*: *EC Securities Regulation*. Second edition, Oxford University Press, Oxford 2008.
- Moloney, Niamh*: *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*. Cambridge University Press, Cambridge 2010.
- Moloney, Niamh*: The investor model underlying the EU's investor protection regime: consumers or investors? *European Business Organization Law Review*, p. 169–193, Vol. 13, No. 2, 2012.
- Montier, James*: *Behaving Badly*. Dresdner Kleinwort Wasserstein 2006.
- Mullainathan, Sendhil – Nöth, Markus – Schoar, Antoinette*: *The Market for Financial Advice: An Audit Study*, 2011. Osoitteessa <http://www.econ.yale.edu/~shiller/behavior/2011-04-11/Mullainathan.pdf>.
- Mäntysaari, Petri*: *Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2001.
- Nofsinger, John R.*: *The psychology of investing*. Second edition, Pearson Prentice Hall 2005.
- Norio-Timonen, Jaana*: *Kuluttajavakuutusten vertailtavuus ja sääntely*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1997.
- Norio-Timonen, Jaana*: *Pankki vakuutusten jakelukanavana*. Teoksessa Halila, Heikki – Hemmo, Mika – Sisula-Tulokas, Lena (toim.): *Juhlakirja Esko Hoppu 1935 – 15/1 – 2005*, s. 263–275. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2005.
- Norio-Timonen, Jaana*: *Myyjän tiedonantovelvollisuus sijoitussidonnaisten vakuutusten kaupassa*. Teoksessa Norio-Timonen, Jaana (toim.): *Kansainvälistyvät rahoitusmarkkinat ja asiakas – kirjoituksia rahoitusmarkkinaoikeudesta*, s. 9–43. Edita, Helsinki 2007.
- Norio-Timonen, Jaana*: *Eläkevakuutusta koskevien tietojen puutteellisuus ja harhaanjohtavuus*. Teoksessa *Timonen, Pekka* (toim.): *KKO:n ratkaisut kommentein 2010: I*, s. 208–221, Talentum, Helsinki 2010 (*Norio-Timonen 2010a*).
- Norio-Timonen, Jaana*: *Vakuutusopimuslain pääkohdat*. Talentum, Helsinki 2010 (*Norio-Timonen 2010b*).
- Norio-Timonen, Jaana*: *Sijoitussidonnaista henkivakuutusta koskevien tietojen puutteellisuus ja harhaanjohtavuus*. Teoksessa *Timonen, Pekka* (toim.): *KKO:n ratkaisut kommentein*, s. 42–53. Talentum, Helsinki 2011 (*Norio-Timonen 2011a*).
- Norio-Timonen, Jaana*: *Vakuutusentajan tiedonantovelvollisuus sijoitussidonnaisten vakuutusten myynnissä*. Teoksessa *Sisula-Tulokas, Lena – Luukkonen, Irene – Sirén, Erik – Raulos, Ville* (toim.): *Vakuutus- ja rahoitusneuvonta 40 vuotta*, s. 67–85. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta, Helsinki, 2011 (*Norio-Timonen 2011b*).
- Norros, Olli*: *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla*. WSOYpro, Helsinki 2009.
- Norros, Olli*: *KKO 2011:5 – Annettiinko sijoitussidonnaisesta vakuutuksesta riittävät tiedot?, oikeustapauskommentti*. *Lakimies 2011/4*, s. 799–809.
- OECD*: *Consumer Policy Toolkit 2010*.

- Oehler, Andreas – Werner, Christina*: Saving for Retirement – A Case for Financial Education in Germany and UK? An Economic Perspective. *Journal of Consumer Policy*, p. 253–283, Vol. 31, 2008.
- Parkkonen, Jarmo – Knuts, Märten*: Arvopaperimarkkinat. Talentum, Helsinki 2014.
- Peltonen, Anja – Määttä, Kalle*: Kuluttajansuojaoikeus. Talentum Pro, Helsinki 2015.
- Pesonen, Martti – Soininen, Pentti – Tuominen, Tapani*: Henkivakuutusmatematiikka. Suomen vakuutusalan koulutus ja kustannus. Helsinki 2000.
- Piha, Samuel – Lähteenmäki-Uutela, Anu*: Evoluutiopsykologian soveltaminen kauppatieteissä. Liiketaloudellinen Aikakauskirja, s. 299–319, Nro 4, 2014.
- Pólya, George*: How to solve it. Princeton University Press, Princeton 1948.
- Pompian, Michael*: Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions. Wiley Finance, 2012.
- Rantala, Jukka – Kivisaari, Esko*: Vakuutusoppi. 12., uudistettu painos. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy, Helsinki 2014.
- Rantala, Jukka – Pentikäinen, Teivo*: Vakuutusoppi. 11., uudistettu painos. Finanssi- ja vakuutuskustannus Oy, Helsinki 2009.
- Rantala, Ville*: How Do Investment Ideas Spread through Social Interaction? Evidence from a Ponzi Scheme, 2015.
- Raulos, Ville*: Hyvä tapa lautakuntakäytännössä. Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINE, 2. painos, 2011.
- Ricciard, Victor*: The Psychology of Risk: The Behavioral Finance Perspective. Teoksessa Fabozzi, Frank J. (ed.): Handbook of finance: Volume 2: Investment management and financial management, p. 85–111. John Wiley & Sons, 2010.
- Ronkainen, Vesa*: Stochastic modeling of financing longevity risk in pension insurance, Suomen Pankki ja Finanssivalvonta 2012.
- Rudanko, Matti*: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1998.
- Ruohonen, Janne*: KKO velvoitti sijoitustilaisuuden järjestäjän korvaamaan sijoittajalle aiheutuneen 260.000 euron vahingon – sijoituskohteena olleen Lehman Brothers Treasuryn obligaation liikkeeseenlaskijariskiä ei ollut tuotu esille (KKO 2015:93). Edilex 1.2.2016.
- Saarnilehto, Ari – Annola, Vesa*: Sopimus. Teoksessa Saarnilehto, Ari – Annola, Vesa – Hemmo, Mika – Karhu, Juha – Kartio, Leena – Tammi-Salminen, Eva – Tolonen, Juha – Tuomisto, Jarmo – Viljanen, Mika: Varallisuus-oikeus, s. 397–494. Toinen, uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki 2012.
- Schindler, Mark*: Rumors in Financial Markets: Insights into Behavioral Finance. Wiley Finance 2007.
- Sillanpää, Matti J.*: Arvopaperien markkinointi ja emissionjärjestäjän vastuu. Teoksessa Björne, Lars – Kairinen, Martti – Tuomisto, Jarmo (toim.): Sopimus, vastuu, velvoite – Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947 – 21/11 – 2007, s. 321–334. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Turku 2007.
- Simon, Herbert A.*: A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 99–118, Vol. 69, No. 1, 1955.

- Simon, Herbert A.*: Bounded Rationality and Organizational Learning. *Organization Science*, p. 125–134, Vol. 2, No. 1, Special Issue: Organizational Learning: Papers in Honor of (and by) *James G. March*, 1991.
- van der Sluijs, Jessika*: Soft law-reglering av försäkringsrätten. *Juridisk Tidskrift*, s. 296–326, Nr 2 2010/11.
- Sunstein Cass R.*: Nudges do not undermine human agency. *Journal of Consumer Policy*, p. 207–210, Vol. 38, No. 3, 2015.
- Synovate Ltd*: Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services – Final Report Prepared for: European Commission, Directorate-General Health and Consumer Protection, 2011.
- Talousvaliokunnan mietintö TaVM 38/2013 vp.
- Thaler, Richard H. – Sunstein, Cass R.*: *Nudge. Improving decisions about health, wealth and happiness*. Yale University Press, New Haven 2008.
- The Guardian, Mark King*: Investments: “Orlando is the cat’s whiskers of stock picking”, julkaistu 13.1.2013. Artikkelin osoitteessa <http://www.theguardian.com/money/2013/jan/13/investments-stock-picking/print> (viitattu 5.1.2016).
- Turtiainen, Matti*: *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita, Helsinki 2004.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel*: The framing of decisions and the psychology of choice. *Science*, p. 453–458, Vol. 211, No. 4481, 1981.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel*: Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 4, Part 2: The Behavioral Foundations of Economic Theory, 1986.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel*: Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, p. 297–323, Vol. 5, No. 4, 1992
- Vahtera, Veikko*: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2011.
- Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINE*: Finanssialan sopimus pohjaisen asiakasorganisaation ohjesääntö. Saatavissa osoitteessa <https://www.fine.fi/>.
- Vakuutus- ja rahoitusneuvonta FINE*: Koeostorasraportti 2012.
- Valtioneuvoston kanslia*: Päätöksenteosta muutoksenteekoon – Valtioneuvoston kanslian tulevaisuus katsaus 2014
- Valtiovarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto*: Vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaa lainsäädäntöä täydentävät asetukset – esittelymuistio 25.3.2014.
- Vihma, Väinö*: Vakuutuksenottajan tiedonantovelvollisuus. Suomen vakuutuslakimiesten yhdistyksen julkaisuja, Helsinki 1945.
- Wilhelmsson, Thomas*: *Social civilrätt*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1987.
- Wilhelmsson, Thomas*: *Vakiosopimus*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1995.
- Wuolijoki, Sakari*: Hyvä pankki- ja vakuutustapa. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.
- Wuolijoki, Sakari*: Pankin neuvontavastuu. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2009.
- Wuolijoki, Sakari*: KKO 2015:93: Arvopaperi – Markkinointi – Vahingonkorvaus – Korvattava vahinko – Syy-yhteys, oikeustapauskommentti. *Defensor Legis*, s. 278–297, Nro 2, 2016.

## LYHENTEET

APL	Arvopaperilautakunta
ESMA	European Securities and Markets Authority (Euroopan arvopaperi- markkinaviranomainen)
KKO	korkein oikeus
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Rahoitusmarkkinadirektiivi)
OM	oikeusministeriö
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-Based Investment Product
SPL	sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747
SRL	sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48
VKL	Vakuutuslautakunta
VSL	vakuutuslainsäädännön lakien muuttaminen 28.6.1994/543

## OIKEUS- JA LAUTAKUNTAKÄYTÄNTÖ

### **Korkein oikeus**

KKO 2010:25

KKO 2011:5

KKO 2015:93

### **Arvopaperilautakunta**

APL 621/2002

APL 128/2003

APL 79/2004

APL 197/2006

APL 41/2008

APL 42/2008

APL 249/2008

APL 271/2009

APL 504/2009

APL 506/2009

APL 513/2009

APL 5/2010

APL 11/2010

APL 25/2011

APL 28–30/2011

APL 33–35/2011

APL 10–13/2012

APL 15/2012

APL 21/2012

APL 3/2013  
APL 13/2013  
APL 17/2013  
APL 17/2013  
APL 7/2014

**Vakuutuslautakunta**

VKL 645/2002  
VKL 12/2003  
VKL 636/2004  
VKL 407/2006  
VKL 647/2006  
VKL 580/2007  
VKL 334/2008  
VKL 874/2008  
VKL 8/2009  
VKL 148/2009  
VKL 149/2009  
VKL 284/2009  
VKL 355/2009  
VKL 669/2011  
VKL 310/2012

## READ, UNDERSTAND AND DECIDE – INVESTOR’S DUE DILIGENCE DUTY

### **A legal and behavioral economics perspective**

One of the purposes of securities market regulation is to protect the functionality and stability of financial markets, reduce transaction costs and prevent information asymmetry in the market. Investor protection is an important part of this regulation as investment products are becoming more complicated all the time. While a simple stock investment might be easy to understand, the nature of structured bonds, for example, might fool even an experienced investor. Good examples of this are the so-called collateralized debt obligations, which came to the retail investor markets in the middle of the 21<sup>st</sup> century and caused a gargantuan amount of problems both to retail and institutional investors due to their nontransparent nature.

An important part of investor protection are requirements for investors. Generally investor protection refers only to the duties and responsibilities of product providers and issuers of securities, but the investor can not only be inactive and expect a return for his investments; obligations and duties are also imposed on him. Although the providers of the products have been imposed a wide array of responsibilities, the investor should also contribute to the process. The objective of investor protection is to ensure that the investor has access to relevant and sufficient information which should be the basis for a reasoned investment decision, and that the investor himself will bear the investment risk.

This study deals *with investor’s obligation to explore the given information before making a contract or buying an investment product, the so called “due diligence duty”*. An investment product provider has, among other things, an extensive duty to provide information to investors about the investment before the investor makes an investment decision according to the Finnish Investment Services Act, the Finnish Financial Supervisory Authority’s regulations and guidelines, as well as the Insurance Contracts Act and the Regulation of Life Insurance of Ministry of Justice. The scope and content of the given information depend on investor’s profile. In principle, the investor is obliged to explore the information and material an investment firm provides him, but the scope and content of the given information depends on the investor’s profile.

In general, a risk is included in the investment product unless the product is capital guaranteed. As noted after the financial crisis, which broke in 2007–2008, the extent of consequences and effects from the investors’ point of view has been due to the fact that rapid product development

created very complex products, and some products which should not have caused losses, lost their value. Both the insurance and securities products are abstract, and can be very complex, making them difficult to understand for novice investors. Therefore the given information is very important for the investor and affects his decisions regarding his investments.

Many studies and empirical findings in behavioral economics state that investors do not act rationally. For example, there are many behavioral biases that affect rational thinking, decision making and beliefs. However, the Finnish and European financial markets regulation is still based on the idea that an investor acts rationally: he gets the investment material before making the investment, asks questions, if he does not understand, and ultimately considers and makes investment decisions on the basis of the information provided. Additionally, the Finnish Insurance and Securities Complaints Boards' decisions, which are alternative dispute resolution bodies that work in the same manner as regular courts of law, demonstrate that the client does not necessarily read the material given to him and may make a decision totally and without understanding the content and features of the investment product.

The investor's due diligence duty is relatively extensive in principle. The investor must explore the given material with the reasonable diligence no matter how much material he has been given. However, the investor's due diligence duty is affected by various aspects, such as investor's investment profile, other subjective features, and possibly other conditions related to the product or investor.

On the other hand, our court and board practices show that the product provider's obligation to provide information often overrides the investor's due diligence duty. If the information is given, for example, orally, or in a short marketing brochure, this information takes precedence over any other given material. Therefore, if a product provider has given the information regarding investment product's risk for example orally or in a PowerPoint presentation, and stated that the product is risk free, the investor may tend to rely on this information, even if it did not reflect reality or there was other material that contained more accurate information about the product.

The European Union has given a Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products (PRIIPs), which will adjust the disclosure obligation of packaged retail and insurance-based investment products. The idea of PRIIPs is that the investment product seller has to provide the customer with a standardized Key Investor Information Document to facilitate the comparison of products from the customer's point of view. Key Investor Information



Document is intended to have information on all the relevant information about the product, including a description of the associated risk. PRIIPs regulation will take effect in the end of 2016. PRIIPs is one of the few examples that the European Union has started to consider investors' ways of behavior.

Legislator cannot prevent investors – or people in general – from making stupid decisions and choices and investments always involve a risk. However, a given piece of information and method of presentation of information can help a lot to realize the ultimate purpose of investor protection: the fact that the investor makes an informed and prudent investment decision. Investment product providers' disclosure duties can be increased indefinitely, but after all, much depends on the investor's due diligence duty.