

# OIKEUSTIEDE

## JURISPRUDENTIA

XXXVIII

2005

---

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

*Toimitusneuvosto*

Pekka Vihervuori, puheenjohtaja

Antti Jokela

Matti Ilmari Niemi

Pekka Timonen

*Toimittaja*

Leena Halila

*Tilausosoite*

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 6120 300, f. (09) 604 668

sly@lakimies.org

www.lakimies.org

© 2005 kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys

ISSN 0355-8215

ISBN 951-855-246-0

ISBN 978-951-855-733-6 (verkkokirja)

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2005

**Iiro Lähdevuori**

**KNOW YOUR CUSTOMER  
-PERIAATE JA  
ASIAKKAAN SIJOITUSTARPEIDEN  
SELVITTÄMISVELVOLLISUUS**



---

# Sisällys

1 JOHDANTO .....	267
2 ARVOPAPERINVÄLITTÄJÄN SELONOTTOVELVOLLISUUDEN SÄÄNTELY .....	269
2.1 Sijoituspalveludirektiivi .....	269
2.1.1 Sijoituspalveludirektiivin tavoitteet .....	269
2.1.2 Sijoittajansuoja ja kansalliset menettelytapasäännöt .....	269
2.1.3 Direktiivin sijoittajansuojaperiaatteet .....	270
2.2 Arvopaperimarkkinalaki .....	272
2.2.1 Arvopaperinvälitystä koskeva sääntely .....	272
2.2.2 Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuus .....	273
2.2.3 Arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuus .....	274
2.3 Rahoitustarkastuksen määräykset .....	274
2.4 Itsesääntely .....	276
2.5 Selonottovelvollisuuden sääntely ulkomailla .....	277
2.5.1 Yhdysvallat .....	277
2.5.2 Iso-Britannia .....	279
3 SELONOTTOVELVOLLISUUDEN SISÄLTÖ JA SOVELTUVUUS .....	281
3.1 Selonottovelvollisuus sijoitusneuvontaa annettaessa .....	281
3.1.1 Arvopaperimarkkinalain mukainen selonottovelvollisuus .....	281
3.1.2 Selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden välinen suhde .....	282
3.1.3 Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean suositus sijoituspalveludirektiivin tulkitsemiseksi .....	285
3.1.4 Sijoitussuosituksen arviointia Yhdysvalloissa .....	287
3.2 Toimeksiantojen toteuttaminen ilman sijoitusneuvontaa .....	290
3.2.1 Execution only -välitys arvopaperimarkkinalain mukaan .....	290
3.2.2 Sijoituspalveludirektiivin asettamat vaatimukset .....	291
3.2.3 Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean suositus .....	292

3.2.4	Execution only -välitys Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa .....	293
3.2.5	Arvopapereiden välitys internetissä .....	294
3.2.5.1	Arvopapereiden internetvälitys Suomessa .....	294
3.2.5.2	Arvopapereiden internetvälitys Yhdysvalloissa .....	295
4	SELONOTTOVELVOLLISUUS JA ARVOPAPERINVÄLITYKSEN OSAPUOLET .....	299
4.1	Arvopaperinvälittäjään kohdistuvia velvollisuuksia .....	299
4.1.1	Arvopaperinvälittäjä sijoitusneuvojana .....	299
4.1.2	Velvollisuus ottaa huomioon asiakkaalta hankitut tiedot .....	300
4.1.3	Selonottovelvollisuuden vaikutus riskinarviointiin .....	302
4.1.4	Arvopaperinvälittäjän velvollisuus tarkistaa asiakkaalta saadut tiedot .....	304
4.1.5	Arvopaperinvälittäjän tietojen ajanmukaistamis- ja dokumentointivelvollisuus .....	307
4.2	Asiakkaan ominaispiirteet ja selvitysvelvollisuus .....	308
4.2.1	Asiakkaan henkilökohtaisten ominaisuuksien merkitys .....	308
4.2.2	Asiakkaan selvitysvelvollisuus .....	309
4.2.3	Sijoittajan ammattimaisuus sijoittajansuojan poistavana tekijänä .....	310
4.2.4	Sijoittajan ammattimaisuuden merkitys Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa .....	313
5	TULEVAISUUDENNÄKYMÄ – RAHOITUSVÄLINEIDEN MARKKINOISTA ANNETTU DIREKTIIVI .....	314
5.1	Direktiivin syntytausta .....	314
5.2	Sijoitusneuvonnan määritelmä .....	316
5.2.1	Sijoitussuosituksen käsite .....	316
5.2.2	Sijoitussuosituksen yksilöllisyyden arviointi .....	317
5.3	Menettelytavat sijoituspalvelua tarjottaessa .....	318
5.3.1	Menettelytapaa koskeva sääntely .....	318
5.3.2	Sijoitussuosituksen soveltuvuusarviointi .....	319
5.3.3	Sijoitustuotetta tai -palvelua koskeva soveltuvuusarviointi .....	322
5.3.4	Execution only -arvopaperinvälitys .....	323
5.4	Asiakkaan luokittelu ammattimaiseksi sijoittajaksi .....	325

6 LOPUKSI .....	326
LÄHTEET .....	329
OIKEUSTAPAUKSET .....	331
LYHENTEET .....	332
KNOW YOUR CUSTOMER -PRINCIPLE AND THE OBLIGATION TO DEFINE CLIENT'S INVESTMENT NEEDS .....	333





---

# Know your customer -periaate ja asiakkaan sijoitustarpeiden selvittämiselvöllisuus

## 1 JOHDANTO

Arvopaperimarkkinoiden merkitys yritysten rahoituslähteenä lähti 1980-luvun aikana voimakkaaseen kasvuun, ja kasvu on jatkunut yli vuosittu-  
hannen vaihtumisen. Markkinoiden luonne muuttui, kun yritykset alkoi-  
vat hakea rahoitusta yleisöltä aiemmin pankkien myöntämien luottojen  
sijaan. Toisaalta kehitys johti samalla yksityisten kotitalouksien arvo-  
paperisäästämiseen kohdistuneen kiinnostuksen kasvuun. Arvopape-  
rimarkkinoiden tarkoituksena on, että sijoittajat siirtävät markkinoilla pää-  
omaa sellaisiin yrityksiin, joissa pääoman käyttö osoittautuu yhteiskun-  
nan kannalta hyödyllisimmäksi.

Tarkoituksen toteutuminen edellyttää markkinoiden toimivuutta, jonka  
edellytyksenä puolestaan on sijoittajien luottamus markkinoihin. Kun ta-  
pahtuneen kehityksen myötä arvopaperimarkkinoiden toimintaan osallis-  
tui aktiivisten sijoittajien lisäksi yhä suurempi joukko kokemattomampia  
sijoittajia, tuli sijoittajansuojan toteutumisesta tärkeä lainsäädännölle ase-  
tettu tavoite. Luottamuksen turvaamiseen liittyvä olennainen tekijä on tie-  
to. Laajemmasta näkökulmasta kysymys on yrityksille asetetusta tiedonan-  
toveloitteesta, jonka nojalla yritysten tulee saattaa itseään koskevia tietoja  
yleisesti arvopaperimarkkinoiden tietoisuuteen. Kun yksittäisen sijoittajan  
kannalta yritysten tiedonantovelvoitetta ei ole katsottu sijoittajansuojan  
kannalta riittäväksi, on myös arvopaperinvälittäjille säädetty velvollisuus  
antaa asiakkailleen sijoituskohteisiin liittyvää, markkinoilla olevaa tietoa.

Arvopaperinvälittäjät tarjoavat usein arvopapereiden välityspalvelun  
ohella myös sijoitusneuvontaa. Tällöin välittäjä antaa yksittäiselle asiak-  
kaalle markkinoita koskevan yleisen informaation lisäksi sellaisen sijoi-  
tustoimenpidettä koskevan suosituksen, jonka välittäjä on arvioinut asiak-  
kaan kannalta asianmukaiseksi. Jotta arvopaperinvälittäjä voisi arvioida  
sijoitustoimenpiteen asianmukaisuutta yksittäisen asiakkaan osalta, tulee

hänellä olla kyseistä sijoittajaa koskevaa tietoa. Know your customer -periaatteen tarkoituksena on varmistaa, että välittäjä hankkii asiakkaastaan riittävät tiedot sijoitusneuvon muodostamista varten.

Know your customer -periaatteesta johtuva selonottovelvollisuus on keskeinen tekijä sijoittajansuojan toteutumisessa, sillä onnistunut sijoitusneuvonta edellyttää asiakkaan tuntemista. Artikkelissa tarkastellaan know your customer -periaatteen sääntelyperustaa, sisältöä ja soveltamisalaa. Artikkelellä rakentuu siten, että toisessa jaksossa tarkastellaan selonottovelvollisuuden sääntelyperustaa ja jaksossa kolme tarkastellaan tarkemmin selonottovelvollisuuden sisältöä ja know your customer -periaatteen taustalla olevia ajatuksia. Lisäksi arvioidaan velvoitteen soveltumista sellaiseen arvopaperinvälitykseen, jossa ei anneta sijoitusneuvontaa. Tässä yhteydessä tarkastellaan myös arvopaperimarkkinailla (495/1989) toteutetun, sijoituspalveludirektiivin edellyttämän kansallisen sääntelyn asianmukaisuutta. Lähestymistapa on tältä osin lainopillinen. Lisäksi vertaillaan arvopaperimarkkinain mukaisen selonottovelvollisuuden eroa arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä perinteisissä edelläkävijämaissa, Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa, omaksuttuihin selonottovelvollisuuden sääntelytapoihin.

Neljännessä jaksossa esitellään yksityiskohtaisemmin selonottovelvollisuuden arvopaperinvälittäjälle synnyttämiä velvoitteita sekä asiakkaan ominaisuuksien merkitystä tämän olosuhteita koskevassa arvioinnissa ja sijoitusneuvonnan antamisessa. Tässä yhteydessä tuodaan ilmi niitä perusteita, joiden nojalla sijoittaja voidaan katsoa ammattimaiseksi sijoittajaksi. Sijoittajan ammattimaisuudella on merkitystä sijoittajansuojan laajuuden kannalta. Lisäksi arvioidaan asiakkaalta vaadittavaa arvopaperimarkkinoiden toimintaa koskevaa selvitysvelvollisuutta. Viidennessä jaksossa esitellään huhtikuussa 2004 voimaan tulleen rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin sisältöä sijoitusneuvonnan käsitteen ja sijoituspalvelujen tarjonnassa noudatettavien menettelytapojen osalta.

Know your customer -periaate edellyttää arvopaperinvälittäjältä asiakasta koskevien tietojen hankkimista kahdenlaista tarkoitusta varten. Ensimmäkin välittäjän tulee hankkia laissa rahanpesun estämisestä ja selvittämisestä (68/1998) tarkoitettuja, asiakkaan henkilöllisyyttä koskevia tietoja. Tältä osin kysymys on välittäjälle asetetusta tunnistamisvelvollisuudesta. Artikkelin teemana on erityisesti know your customer -periaatteen toinen ulottuvuus, jonka mukaan arvopaperinvälittäjän tulee tuntea asiakkaansa sijoitustarpeet, jotta hän voi palvella asiakastaan tämän etujen mukaisesti. Artikkelissa käytetään käsitteitä selonottovelvollisuus tai selvitysvelvollisuus, joilla tarkoitetaan know your customer -periaatteen mukaista asiakkaan sijoitustarpeita koskevaa selonottovelvollisuutta.

## 2 ARVOPAPERINVÄLITTÄJÄN SELONOTTO-VELVOLLISUUDEN SÄÄNTELY

### 2.1 Sijoituspalveludirektiivi

#### 2.1.1 Sijoituspalveludirektiivin tavoitteet

Euroopan neuvosto antoi vuonna 1993 sijoituspalvelun tarjoamista sääntelevän direktiivin (93/22/ETY), jonka tarkoituksena on toteuttaa Euroopan unionin sijoituspalvelujen tarjoamisen vapauttamiseen pyrkivää sisämarkkinaohjelmaa.<sup>1</sup> Direktiivin tavoitteeksi asetettiin sellainen jäsenvaltioiden sääntelyn yhdenmukaisuuden luominen, että toimilupien myöntäminen ja sijoituspalveluyritysten toimintaa koskevien valvontajärjestelmien vastavuoroinen tunnustaminen olisi mahdollista niin, että voitaisiin myöntää yksi koko yhteisön alueella hyväksytty toimilupa ja soveltaa kotivaltion valvonnan periaatetta. Lähtökohtana on, että kotivaltio myöntää toimiluvat ja valvoo toimintaa alueellaan, ja isäntävaltion (valtio, jossa palvelu tarjotaan) vastuulla on kotimaisiin ja ulkomaisiin sijoituspalveluyrityksiin soveltuvien menettelytapasääntöjen laatiminen.<sup>2</sup>

#### 2.1.2 Sijoittajansuoja ja kansalliset menettelytapasäännöt

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan mukaan jäsenvaltioiden tulee laatia arvopaperimarkkinoita koskevat menettelytapasäännöt, joissa otetaan huomioon artiklassa luetellut yleiset sijoittajansuojaa koskevat periaatteet. Sijoituspalveludirektiivin yleisen tavoitteen ja sen 11 artiklan mukaisten periaatteiden taustalla vallitsee pyrkimys parantaa sijoittajansuojan lisäksi markkinoiden vakautta ja yhtenäisyyttä.<sup>3</sup> Sijoittajansuojan parantaminen on ensiarvoista siinä mielessä, että puutteellisuudet sijoittajansuojassa heikentävät sijoittajien luottamusta markkinoihin. Tällä puolestaan on haitallinen vaikutus markkinoiden toimivuuteen ja tehokkuuteen.

<sup>1</sup> Varsinaiset sijoituspalvelut, joiden tarjoamista varten sijoituspalveludirektiivin mukainen toimilupa on pakollinen, käsittävät toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen, toimeksiantojen suorittamisen (meklaritoiminta), arvopaperikaupinnan (nk. dealing-toiminta, jossa palvelun tarjoaja käy arvopaperikauppaa omaan lukuunsa ja omista nimissään antamalla markkinoille sijoituskohteita koskevia sitovia tai viitteellisiä osto- ja myyntitarjouksia), yksilöllisen omaisuudenhoidon ja merkintäsitoumukset. Toimiluvan saaneet sijoituspalveluyritykset voivat toimilupansa perusteella tarjota rajatylittävällä tasolla varsinaisten sijoituspalvelujen lisäksi liitännäispalveluja. Tärkeimmät liitännäispalvelut kattavat varojen säilyttämisen ja hoidon (säilytystoiminta) sekä sijoitusneuvonnan. Ks. KOM(2002) 625, s. 38.

<sup>2</sup> HE 56/1998 vp, s. 5.

<sup>3</sup> *Köndgen* 1998, s. 115.

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan periaatteet koskevat sijoituspalvelun tarjoajan ja tämän asiakkaan välistä suhdetta, eivätkä niinkään arvopaperimarkkinoita yleisemmällä tasolla. Direktiivissä on erityisesti otettu huomioon se, että kaupankäynti pörssissä edellyttää arvopaperinvälittäjän palvelujen käyttämistä. Tämän vuoksi sijoittajan asemaa pyritään suojaamaan suhteessa arvopaperinvälittäjiin.<sup>4</sup> Sen lisäksi, että sijoittaja tarvitsee suojaan asiakassuhteen aikana, direktiivissä on otettu huomioon se, että sijoittaja voi joutua epäasiallisen menettelyn kohteeksi myös ennen varsinaisen asiakassuhteen alkamista. Esimerkkeinä tällaisista menettelyistä ovat muun muassa harhaanjohtava mainonta ja välittäjän aloitteesta tehdyt sijoitusehdotukset, joita asiakas ei ole välittäjältä pyytänyt.<sup>5</sup> Tämän vuoksi sijoituspalveludirektiivin 11 artikla on tarkoitettu sovellettavaksi myös välittäjien ennen asiakassuhteen alkamista harjoittamaan toimintaan.<sup>6</sup>

Sijoittajansuojan toteutumista edesauttaa yhteisölaainsäädännössä noudatettu periaate, jonka mukaan isäntävaltiolla on oikeus soveltaa koti- ja ulkomaisiin sijoituspalveluyrityksiin sellaisia markkinoita koskevia menettelytapasääntöjä (conduct of business rules), jotka ovat perusteltavissa ns. yleisen edun mukaisesti. Näin ollen esimerkiksi suomalaisia piensijoittajia voidaan edelleen suojata niillä kotimaisilla kuluttajansuojasäännöksillä, joita ei voida yhteisöjen tuomioistuimen oikeuskäytännössä vakiintuneiden periaatteiden mukaan katsoa syrjiviksi, suhteettomiksi tai tarpeettomiksi ja jotka eivät johda velvoitteiden kaksinkertaistumisiin.<sup>7</sup>

### 2.1.3 Direktiivin sijoittajansuojaperiaatteet

Sijoituspalveludirektiivin alkuperäisessä ehdotuksessa ei ollut mainintaa 11(1) artiklan mukaisista välittäjän menettelytapaa koskevista säännöistä, joita sijoituspalveluyhteisön tulisi noudattaa asiakassuhteissaan. Vaatimus kansallisten menettelytapaa koskevien sääntöjen laatimisesta lisättiin ehdotuksen lopulliseen tekstiin, koska eräät jäsenmaat katsoivat, että alku-

---

<sup>4</sup> *Köndgen* 1998, s. 116.

<sup>5</sup> Tämänkaltaisen välittäjäaloitteinen yhteydenotto voi tapahtua esimerkiksi puhelimitse (cold calling), faksilla (cold faxing) tai sähköpostitse (spamming). Menettelytapaa koskevat periaatteet koskevat asiakassuhdetta edeltävää ja asiakassuhteen aikaista sijoituspalvelun tarjoamisessa noudatettavaa toimintaa, eikä niinkään tarjottavaa ”tuotetta” itsessään. Tässä mielessä periaatteet ovat toiminnallisesti yhteydessä normeihin, jotka sääntelevät sijoitus- ja tuotteiden markkinointia ja erityisesti niiden mainontaa. Ks. *Köndgen* 1998, s. 127. Ks. *Hoppu* 2004, s. 187 ss. sijoitustuotteiden markkinoinnin lainmukaisuuden arvioinnista.

<sup>6</sup> *Köndgen* 1998, s. 116.

<sup>7</sup> HE 56/1998 vp, s. 6; *Lomnicka* 2000, s. 328.

peräisen ehdotuksen mukainen säännös ei olisi riittävällä tavalla varmistanut sijoittajansuojan toteutumista. Koska menettelytapaa koskevien yksityiskohtaisten säännösten sisällöstä päättäminen olisi kestänyt liian kauan, päätettiin sijoituspalveludirektiivin 11(1) artiklaan sisällyttää luetelo niistä periaatteista, jotka kansallisissa menettelytapasäännöissä tulisi panna täytäntöön.<sup>8</sup> Kyseiset periaatteet velvoittavat:

- sijoituspalveluyrityksen toimimaan liiketoimia harjoittaessaan rehdisti ja oikeudenmukaisesti asiakkaidensa etujen ja markkinoiden lahjomattomuuden hyväksi,
- sijoituspalveluyrityksen toimimaan asianmukaisen pätevästi, huolellisesti ja tarmokkaasti asiakkaidensa etujen ja markkinoiden lahjomattomuuden hyväksi,
- että sijoituspalveluyrityksellä on tarvittavat voimavarat ja menettelyt, jotta se voisi hoitaa oikein liiketoimiaan, ja että se käyttää näitä tehokkaasti,
- että sijoituspalveluyritys hankkii asiakkailtaan tietoja, jotka koskevat heidän taloudellista tilannettaan, sijoittamiskokemusta sekä pyydettyjä palveluja koskevia tavoitteita,
- että sijoituspalveluyritys toimittaa asianmukaisella tavalla tietoja, jotka ovat tarpeen neuvotteluissa niiden asiakkaiden kanssa,
- että sijoituspalveluyritys yrittää välttää eturistiriitoja, ja silloin kun ne eivät ole välttävissä, varmistaa, että sen asiakkaita kohdellaan oikeudenmukaisesti,
- että sijoituspalveluyritys noudattaa kaikkia sen liiketoimintaan sovellettavia säännöksiä siten, että sen asiakkaiden etuja ja markkinoiden lahjomattomuutta edistetään.<sup>9</sup>

Direktiivin periaatteet täytäntöönpanevia menettelytapasääntöjä tulee direktiivin mukaan soveltaa tavalla, jossa otetaan huomioon sen henkilön ammattiasema, jolle palveluja tarjotaan.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Periaatteet ovat arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten kansainvälisen yhteistyöjärjestön (International Organisation of Securities Commissions, IOSCO) suosittelemia ja perustuvat Ison-Britannian ja Ranskan välillä sovittuihin yleisiin standardeihin. Ks. *Cruickshank* 1998, s. 131.

<sup>9</sup> Sijoituspalveludirektiivi 11 artikla.

<sup>10</sup> *Köndgen* huomauttaa, että sellaisia menettelytapasääntöjä, jotka on laadittu suojaamaan kaikkia sijoittajia yhtäläisesti, voidaan tuskin soveltaa siten, että asiakkaan ammattiasema voidaan ottaa soveltamisessa huomioon. Tämän vuoksi pelkkä sääntöjen soveltaminen edellä mainitulla tavalla ei ole riittävää, vaan ensi sijassa säännöt tulee kirjoittaa siten, että ohjeet mahdollistavat erilaisiin asiakasryhmiin kuuluvien sijoittajien erilaisen kohtelun. Erilaisen kohtelun ollessa direktiivin nojalla siten pakollista ammattiasemaltaan erilaisia asiakkaita samanveroisesti kohtelevat kansalliset säännökset ovat vastoin direktiivin sanamuotoa ja henkeä. Ks. *Köndgen* 1998, s. 128. Arvopaperimarkkina-asiakkaan ammattiasema on otettu huomioon.

## 2.2 Arvopaperimarkkinalaki

### 2.2.1 Arvopaperinvälitystä koskeva sääntely

Arvopaperimarkkinalain keskeisenä tavoitteena on varmistaa, että arvopaperimarkkinoiden toimivuus ja markkinoihin kohdistettu luottamus on turvattu.<sup>11</sup> Markkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen.<sup>12</sup> Luottamus markkinoihin riippuu keskeisesti arvopaperinvälittäjien keskuudessa noudatetuista menettelytavoista.<sup>13</sup> Arvopaperimarkkinalain 4 luku sisältää arvopaperikaupaa ja arvopaperinvälitystä sekä arvopaperinvälittäjien velvollisuuksia koskevat säännökset. Arvopaperimarkkinalakia säädettäessä luvun säännöksillä asetettiin välittäjälle muun muassa velvollisuus noudattaa hyvää tapaa arvopaperikaupassa (AML 4:1), välttää hyvän tavan vastaisia sopimusehtoja (AML 4:2.2) ja hoitaa toimeksiannot huolellisesti ilman aiheutonta viivytystä (AML 4:4.1). Lisäksi AML 4 lukuun sisältyi arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuus (AML 4:4.2) sekä velvollisuus pyrkiä välttämään eturistiriitilanteita asiakkaan intressien kanssa.

Sijoituspalveludirektiivin täytäntöönpanovaiheessa jouduttiin arvopaperimarkkinalain sisältöä arvioimaan direktiivin 11 artiklaan kirjoitettujen periaatteiden valossa ja tekemään AML:iin tarvittavia muutoksia. Kovin suuria uudistuksia direktiivin täytäntöönpano ei AML:iin kuitenkaan aiheuttanut, sillä laki täytti jo tuolloin pitkälti direktiivin asettamat vaatimukset. Arvopaperimarkkinalain 4 luvun säännösten osalta vailla selkeää ilmaisua oli välittäjän velvollisuus pyrkiä välttämään eturistiriitoja asiakkaan intressien kanssa ja kokonaan säännöksistä puuttui välittäjän selontotovelvollisuutta koskeva säännös. Ensimmäinen velvollisuus kirjattiin

---

<sup>11</sup> Juuri arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden turvaaminen oli yksi arvopaperimarkkinalain laatimisperusteista. Kun 1980-luvun aikana arvopaperimarkkinoiden merkitys kasvoi niin yritysten rahoituslähteenä kuin piensijoittajien sijoituskohteenakin, oli tarpeellista kiinnittää huomiota arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen sekä valvontaan. Erityisesti piensijoittajien suojan parantamista pidettiin tärkeänä. Vuonna 1989 voimaan tullut arvopaperimarkkinalaki merkitsikin huomattavaa muutosta aikaisempaan oikeustilaan, jossa arvopapereiden vaihdantaan liittyvä sääntely perustui hajanaisesti yleiseen velvoite-, sopimus- ja kauppa-oikeuteen sekä yksittäisiin lakeihin ja yhtiöoikeuteen. Ks. *Tiilikainen* 1989, s. 111.

<sup>12</sup> Markkinoiden puolueettomuudella tarkoitetaan karkeasti ilmaistuna sijoittajien keskinäistä yhdenvertaisuutta ja tehokkuudella puolestaan markkinoilla vallitsevaa tietoa ja sen heijastumista arvopapereiden hintaan. Ks. HE 157/1988 vp, s. 3; *Hoppu* 2004, s. 25.

<sup>13</sup> HE 157/1988 vp, s. 37.

AML 4 luvun 4 §:n 3 momenttiin ja jälkimmäisen velvoitteen voimaan saattamiseksi säädettiin AML 4 lukuun uusi 3a §.<sup>14</sup>

### 2.2.2 Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuus

Arvopaperimarkkinalain mukaan sijoituspalveluna *omaisuudenhoitoa*<sup>15</sup> tarjoavan arvopaperinvälittäjän on ennen sijoituspalvelun tarjoamista pyydettävä asiakkaaltaan riittävät tiedot tämän taloudellisesta asemasta, sijoituskokemuksesta ja sijoituspalvelua koskevista tavoitteista (AML 4:3a.1). Selonottovelvollisuutta ei kuitenkaan ole, jos se asiakkaan sijoituskokemukseen tai olosuhteisiin nähden on ilmeisen tarpeetonta.<sup>16</sup>

Arvopaperinvälittäjällä on selonottovelvollisuus myös silloin, kun hän tarjoaa sijoituspalveluna *arvopaperinvälitystä* tai *emissionjärjestämistä* (AML 4:3a.2). Tällöin välittäjällä ei kuitenkaan ole selonottovelvollisuutta lähtökohtaisesti, vaan se tulee täytettäväksi vain niissä arvopaperin hankinta- tai luovutustilanteissa, joissa sijoittaja pyytää sijoitusneuvontaa ennen toimeksiannon antamista. Hallituksen esityksessä tarkennetaan, että emissionjärjestämisessä selonottovelvollisuus koskee lähinnä emissionmyyntiä ja että arvopaperinvälityksessä ns. execution only brokerage -toimintajää selvitysvelvollisuuden ulkopuolelle.<sup>17</sup>

AML 4:3a :n tarkoituksena on sijoittajan suojaaminen varmistamalla, että sijoituspalvelun tarjoaja oppii tuntemaan asiakkaansa ja tietämään tämän sijoitustavoitteet, jotta palveluntarjoaja voi palvella asiakastaan tämän etujen mukaisesti. Hallituksen esityksessä todetaan, että säännös ei

<sup>14</sup> Lisäksi direktiivin täytäntöönpanossa otettiin huomioon myös se, että voimassa olleen AML 4 luvun menettelytapaa koskevat säännökset eivät pääsäännön mukaan soveltuneet muihin sijoituspalvelujen tarjoamisen muotoihin kuin arvopaperinvälitykseen. Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan mukaan sijoituspalveluyrityksen ja luottolaitoksen on kuitenkin noudatettava menettelytapasääntöjä kaikissa liiketoimissa riippumatta siitä, mitä sijoituspalvelua ne tarjoavat ja mitä sijoituskohdetta sijoituspalvelu koskee. Tämän vuoksi AML:ia oli syytä tarkistaa myös siten, että se kattaa kaikki sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten tarjoamat sijoituspalvelut ja sijoituskohteet. Ks. HE 56/1998 vp, s. 30–31.

<sup>15</sup> Omaisuudenhoidolla tarkoitetaan palvelua, jossa asiakkaan sijoituskohteita hoidetaan siten, että toimeksiantajan päätösvalta on kokonaan tai osittain annettu toimeksisaajalle. Ennen vuoden 2004 määritelmän muutosta omaisuudenhoidolla tarkoitettiin ns. täyden valtakirjan omaisuudenhoitoa, jossa kaikki päätösvalta oli toimeksisaajalla. Nykyään omaisuudenhoitosopimuksessa voidaan määritellä, että myös toimeksiantajana olevalla asiakkaalla on päätösvaltaa ja siten myös vaikutusmahdollisuuksia sijoituskohteiden hoitamisessa. Ks. HE 110/2003 vp, s. 80–81; *Hoppu* 2004, s. 150.

<sup>16</sup> Säännöksen tarkoituksena on suojata ei-ammattimaisesti toimivaa piensijoittajaa, joten lähtökohtana on, että säännöksen mukaista selvitysvelvollisuutta ei ole, kun asiakkaana on ammattimainen sijoittaja. Ks. HE 56/1998 vp, s. 72.

<sup>17</sup> HE 56/1998 vp, s. 74.

edellyttä tietojen pyytämistä kirjallisesti, vaan riittävää on kyseisten seikkojen vapaamuotoinen läpikäynti. Asiakkaan tietojen luovuttamista koskeva tahto on kuitenkin asetettu etusijalle siten, että asiakas voi kieltäytyä tietojen antamisesta ilman, että kieltäytyminen muodostaisi esteen sijoituspalvelun tarjoamiselle.<sup>18</sup> Rahoitustarkastus katsoo kuitenkin antamassaan ohjeessa, että arvopaperinvälittäjän tulisi tällöin lähtökohtaisesti pitääntä tarjoamasta kyseistä sijoituspalvelua.<sup>19</sup>

### *2.2.3 Arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuus*

Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 4.2 §:n mukaan välittäjän tulee antaa asiakkaalleen sijoituspalvelusta ja sen kohteena olevista arvopapereista ne tiedot, joilla saattaa olla olennaista vaikutusta asiakkaan päätöksentekoon. Säännöksen tarkoituksena on, että välittäjä varoittaa asiakastaan arvopaperiin tai sen liikkeeseenlaskijaan liittyvistä mahdollisista erityisistä riskeistä. Tiedonantovelvollisuutta ei kuitenkaan ole, jos se sijoituspalvelun luonteeseen tai muutoin olosuhteisiin nähden on ilmeisen tarpeetonta. Välittäjällä ei ole tiedonantovelvollisuutta esimerkiksi silloin, kun välittäjän asiakkaana on ammattimainen sijoittaja. Välittäjällä ei myöskään ole velvollisuutta tiedottaa sellaisista lain nojalla salassa pidettävistä seikoista, jotka koskevat liikkeeseenlaskijan tai jonkun muun liike- tai ammattisalaisuuksia, henkilön taloudellista asemaa tai muuta yksityistä olosuhdetta taikka liikkeellelaskijan taloudellista asemaa. Velvollisuus salassapitoon voi perustua AML 7 luvun 3 §:ään tai muussa laissa olevaan salassapitosäännökseen.<sup>20</sup>

## **2.3 Rahoitustarkastuksen määräykset**

Rahoitustarkastuksen (Rata) tehtävänä on valvoa arvopaperimarkkinalain ja sen nojalla annettujen säännösten noudattamista (AML 7:1). Rahoitustarkastuksesta annetun lain (587/2003) 4 §:n 4 kohdan mukaan Rata antaa lain soveltamisen kannalta tarpeellisia määräyksiä. Rahoitustarkastus on rahoitustarkastuslain nojalla antanut arvopaperinvälittäjille sijoituspalvelun tarjoamista koskevan ohjeen (Rahoitustarkastuksen ohje 201.7), jossa kuvataan niitä menettelytapoja, joita sijoituspalveluyrityksen on AML 4 luvun nojalla noudatettava.

---

<sup>18</sup> HE 56/1998 vp, s. 73.

<sup>19</sup> Rahoitustarkastuksen ohje 201.7, s. 8, <http://www.rata.bof.fi> 29.5.2005.

<sup>20</sup> Ks. HE 157/1988 vp, s. 39.



Ratan ohje koostuu viidestä jaksosta, joista kahdessa ensimmäisessä jaksossa on yleistä tietoa ohjeesta sekä käsitelmääritelmiä. Kolmannessa jaksossa määritellään hyvän tavan sisältö arvopaperinvälityksessä. Neljännessä ja viidennessä jaksossa on arvopaperinvälitystä koskevia yleisiä ja erityisiä ohjeita. Hyvän tavan sisältöä koskevassa jaksossa on hyvän tavan mukaista menettelyä koskeva määritelmäluettelo, joka vastaa pitkälti sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan periaateluettoa. Vastaavuus johtuu siitä, että ohjeella on tarkoitus osaltaan panna Suomessa täytäntöön direktiivin menettelytapaperiaatteet. Niiden täytäntöönpano on siten Suomessa toteutettu arvopaperimarkkinalain 4 luvun säännöksillä sekä Ratan ohjeen 201.7 määräyksillä.<sup>21</sup>

Luettelon toisen kohdan mukaan hyvä tapa sijoituspalvelun tarjoamisessa edellyttää, että sijoituspalveluyritys hankkii asiakkailtaan riittävät tiedot heidän taloudellisesta asemastaan, sijoituskokemuksestaan ja sijoituspalvelua koskevista tavoitteistaan. Ohjeen neljännen jakson yleisissä ohjeissa selvitysvelvollisuuden sisältöä on täsmennetty. Niiden mukaan sijoituspalveluyhteisön on asiakkaaltaan saamiensa tietojen perusteella pyrittävä varmistumaan siitä, että asiakkaan taloudellinen vastuunkantokyky ja sijoituskokemus ovat riittävät asiakkaan kaavailemiin tai tälle suositeltaviin sijoitustoimiin. Huomiota on kiinnitettävä esimerkiksi siihen, kuinka hyvin asiakas tuntee arvopapereiden ja johdannaissovimusten ominaisuudet ja niihin liittyvät riskit, sekä siihen, tapahtuuko sijoittaminen omalla vai vieraalla pääomalla. Jos asiakas kieltäytyy antamasta edellä mainittuja tietoja, sijoituspalveluyhteisön tulisi lähtökohtaisesti pidäytyä tarjoamasta asiakkaalle kyseistä sijoituspalvelua. Jos sijoituspalveluyhteisö kuitenkin tarjoaa sijoituspalvelua, sen tulee pyrkiä toteuttamaan saamansa toimeksianto huolellisesti asiakkaan edun mukaisesti.<sup>22</sup> Selontotovelvollisuutta ei arvopaperinvälityksessä ja emissionjärjestämisessä ole ohjeen mukaan niissä tapauksissa, joissa välittäjä ei toimeksiannon vastaanottamisen yhteydessä anna sijoitusneuvontaa (execution only -väilytys).<sup>23</sup>

Rahoitustarkastus on parhaillaan uudistamassa määräyskokoelmaansa. Uudistettavassa menettelytapasääntelyssä on tarkoitus ottaa huomioon muun muassa Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean antama suosi-

<sup>21</sup> Rahoitustarkastuksen ohjeen 201.7 laadinnassa on erityisesti otettu huomioon sijoituspalveludirektiivin 11 artikla ja sen mukaiset sijoittajansuojaa koskevat periaatteet. Ks. Rahoitustarkastuksen ohje 201.7, s. 9.

<sup>22</sup> Rahoitustarkastuksen ohje 201.7, s. 7–8.

<sup>23</sup> Rahoitustarkastuksen ohje 201.7, s. 4.

tus sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan soveltamisesta.<sup>24</sup> Lisäksi jatkossa Ratan tarkoituksena on huomioida sääntelyssä vuonna 2004 rahoitusvälineiden markkinoista annettu direktiivi.<sup>25</sup>

## 2.4 Itsesääntely

Arvopaperimarkkinoita koskevalla itsesääntelyllä on tärkeä merkitys sijoittajansuojaa sääntelevän normiston osana. Itsesääntelyn etuna on mahdollisuus antaa nopeasti tarkempia määräyksiä sääntelyn piiriin kuuluville arvopaperimarkkinoiden osapuolille, mikä puolestaan takaa lainsäädäntöön verrattuna joustavamman keinon ottaa huomioon arvopapereiden vaihdantaan vaikuttavat muutokset.<sup>26</sup>

Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuutta ei kuitenkaan ole itsesääntelyssä juurikaan otettu huomioon. Arvopaperipörssin säännöt sisältävät lähinnä arvopapereiden liikkeeseenlaskijoihin kohdistuvia velvollisuuksia ja ohjaavat arvopaperimarkkinoiden toimintaa siten yleisemmällä tasolla kuin välittäjien ja sijoittajien välistä suhdetta koskevat normit.

Myöskään Arvopaperivälittäjien yhdistyksen (APVY) itsesääntelyssä ei tarkenneta selvitysvelvollisuuden sisältöä. APVY on laatinut muun muassa sijoituspalvelun yleisiä sopimusehtoja sekä osto- ja myyntitoimeksiantoehtoja koskevat ohjeet, jotka sisältävät konkreettisia määräyksiä sijoittajan ja välittäjän oikeuksista ja velvollisuuksista.<sup>27</sup> Välittäjän selonottovelvollisuudesta ei ole otettu määräyksiä näihin ohjeisiin.

Välittäjien menettelytapaa koskevan, lakia alemmantasoisen norminannon keskittyminen yhden tahon eli Rahoitustarkastuksen tehtäväksi voi olla tarkoituksenmukaistakin sääntelyn yhdenmukaisuuden vuoksi. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa itsesääntelyorganisaatioiden norminantovalta lakkautettiin vuosituhannen vaihteen tienoilla ja siirrettiin Ison-Britannian rahoitustarkastukselle. Tarkoituksena oli selkeyttää nimenomaan menettelytapaa koskevaa sääntelyä.<sup>28</sup>

---

<sup>24</sup> CESR/01-014d, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

<sup>25</sup> Direktiivi 2004/39/EY. Ks. Rahoitustarkastuksen sääntelyn linjaukset Dnro 9/120/2004. <http://www.rata.bof.fi> 29.5.2005.

<sup>26</sup> HE 157/1988 vp, s. 5; HE 56/1998 vp, s. 13.

<sup>27</sup> Sijoituspalvelun yleisillä sopimusehdoilla säännellään asiakkaan ja välittäjän välisen asiakassuhteen yleisiä ehtoja, ja erillinen osto- ja myyntitoimeksiantosopimus tehdään arvopapereiden ostosta ja myynnistä. Ks. APVY:n sijoituspalvelun yleiset sopimusehdot, <http://www.apvy.fi> 2.9.2004.

<sup>28</sup> Suomessa ei tosin voida puhua APVY:n ja Arvopaperipörssin kaltaisen itsesääntely-

## 2.5 Selontovelvollisuuden sääntely ulkomailla

### 2.5.1 Yhdysvallat

Yhdysvalloissa keskeisimmät arvopaperimarkkinoita koskevat liittovaltion tasoiset lainsäädännökset ovat *Securities Act of 1933* ja *Securities Exchange Act of 1934*. Karkeasti ilmaistuna ensimmäinen laki koskee arvopapereiden liikkeeseenlaskua ja siihen liittyviä velvollisuuksia, kuten yrityksen tiedonantovelvollisuutta. Jälkimmäinen laki sääntelee puolestaan jälkimarkkinoiden arvopaperikaupankäyntiä.

Arvopaperinvälittäjän velvollisuus ottaa selvää asiakkaansa taloudellisesta tilanteesta ja sijoituspreferensseistä, niin kutsuttu *suitability*-doktriini, on peräisin alan itsesääntelytahojen eettisistä ohjeista.<sup>29</sup> Suitability-velvoite perustuu Yhdysvaltain arvopaperinvälittäjien yhdistyksen (National Association of Securities Dealers, NASD) sääntöön NASD Conduct Rule 2310.<sup>30</sup> Säännön mukaan arvopaperinvälittäjällä on oltava perusteltu

---

tahon vallasta antaa sitovia oikeusnormeja, kun kysymys on yhteisön jäseniä velvoittavien sääntöjen antamisesta. Yhteisön normien sitovuus perustuu jäsenien sitoutumiseen yhteisön sääntöjen noudattamiseen. Rahoitustarkastuksella puolestaan on lakiin perustuva valtuutus antaa esimerkiksi sijoituspalveluyrityksiä velvoittavia oikeusnormeja.

<sup>29</sup> Yhdysvaltain arvopaperiviranomaisen (Securities Exchange Commission, SEC) ratkaisukäytännöllä on kuitenkin ollut merkittävä rooli doktriinin kehittämisessä, kun SEC on ratkaissut NASD:n kurinpitolautakunnan päätöksistä tehtyjä valitusasioita. Siitä lähtien, kun edellä mainitut arvopaperimarkkinat säädettiin, SEC ei ole katsonut velvollisuuden liittyvän ainoastaan itsesääntelytahojen (self-regulatory organization, SRO) eettisiin sääntöihin perustuvaksi, vaan on tulkinnallaan katsonut sen kuuluvan myös lakiin perustuvaksi velvoitteeksi. SEC on nimittäin ratkaisukäytännössään katsonut *suitability*-velvoitteen liittyvän Securities Exchange Actin vilpillisen toiminnan kieltäviin säännöksiin. Ensimmäiset tämän mukaiset SEC:n ratkaisut annettiin 1960-luvulla. Ratkaisut perustuivat common law -oikeudessa omaksuttuun nk. ”shingle-teoriaan”, jonka mukaan liiketoiminnan aloitettava arvopaperinvälittäjä lupautuu implisiittisesti toimimaan rehellisesti asiakkaitaan kohtaan. Tähän liittyy muun muassa se, että välittäjä ei suosittele asiakkaalleen sijoituksia, jotka eivät ole tälle sopivia. Ks. *Lowenfels – Bromberg* 1999, s. 1580–1581.

<sup>30</sup> NASD Conduct Rule 2310, Recommendations to Customers (Suitability): ”(a) In recommending to a customer the purchase, sale or exchange of any security, a member shall have reasonable grounds for believing that the recommendation is suitable for such customer upon the basis of the facts, if any, disclosed by such customer as to his other security holdings and as to his financial situation and needs. (b) Prior to the execution of a transaction recommended to a non-institutional customer, other than transactions with customers where investments are limited to money market mutual funds, a member shall make reasonable efforts to obtain information concerning: (1) the customer’s financial status; (2) the customer’s tax status; (3) the customer’s investment objectives; and (4) such other information used or considered to be reasonable by such member or registered representative in making recommendations to the customer – –.”

käsitys siitä, että sen antama sijoitussuositus (recommendation) on asiakkaan olosuhteisiin ja sijoitustavoitteisiin soveltuva (suitable). Suosituksen soveltuvuutta koskevan arvioinnin tulee perustua asiakkaan antamiin tietoihin, jotka välittäjän tulee asiakkaalta kysyä. Välittäjän on ennen sijoitussuosituksen antamista otettava selvää asiakkaan taloudellisesta tilanteesta, verotusasemasta, sijoitustavoitteista ja muista merkityksellisistä seikoista.<sup>31</sup>

Myös New Yorkin pörssin säännöissä on jäseniä velvoittava selonottovelvollisuutta koskeva määräys (NYSE Rule 405), joka ei kuitenkaan ole NASD:n sääntöä vastaava suitability-sääntö. NYSE:n sääntöä kutsutaan ”know your customer” tai virallisemmin ”Diligence as to Accounts” -säännöksi.<sup>32</sup> NYSE Rule 405:n mukainen velvollisuus ei rajoitu niihin tilanteisiin, joissa välittäjä antaa asiakkaalleen sijoitussuosituksen, vaan sitä on noudatettava kaikissa asiakassuhteissa. Tämä johtuu siitä, että alun perin säännöksen tarkoituksena oli suojata jäsenyrityksiä velvoittamalla nämä tutkimaan, että asiakas kykenee suoriutumaan toimeksiannosta johtuvista kustannuksista.<sup>33</sup> Ongelmallista säännöksessä on, että se ei määrittele niitä ”olennaisia tietoja”, jotka arvopaperinvälittäjän tulee hankkia asiakkaaltaan.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> NASD:n nykyinen säännös NASD Rule 2310(a) on peräisin 1930-luvun loppupuolelta ja sen soveltuminen rajoittui säännöksen nimenomaisen ilmaisun mukaan vain tilanteisiin, joissa välittäjä antoi asiakkaalleen sijoitussuosituksen. Säännökseen sisältyi kuitenkin pitkään ongelma: säännöksen kirjaimellisesta tulkinnasta johtui, että suositeltavan sijoituksen asianmukaisuus tuli arvioida vain niiden tietojen valossa, jotka asiakas oli välittäjälleen antanut, eikä välittäjällä ollut velvollisuutta erikseen tiedustella asiakkaaltaan kyseisiä tietoja. Tämän kannan myös NASD oli jäsenilleen antamassaan tiedotteessaan ottanut. SEC ei puolestaan koskaan hyväksynyt tätä kantaa ja katsoikin ratkaisuihinsa, että säännöksen 2310(a) ”if any” -sanat eivät tarkoittaneet sitä, että välittäjällä ei olisi velvollisuutta tiedustella asiakkaaltaan tietoja tämän taloudellisesta tilanteesta ja sijoitustarpeista. 1990-luvun alkupuolella NASD lisäsi hyvää tapaa koskevan säännön 2310(b), jonka eksplisiittinen ilmaus selvitysvelvollisuudesta ratkaisi kyseisen ongelman. Ks. *Lowenfels – Bromberg* 1999, s. 1562–1563.

<sup>32</sup> Säännöksen mukaan jäsenyrityksen tulee ”[u]se due diligence to learn the essential facts relative to every customer, every order, every cash or margin account accepted or carried by such organization and every person holding power of attorney over any account accepted or carried by such organization”.

<sup>33</sup> *Lowenfels – Bromberg* 1999, s. 1571; *Mäntysaari* 2001, s. 36, alav. 134.

<sup>34</sup> Ongelmana on lisäksi ollut se, että NYSE on kohdistanut asiakkaalleen sopimattomia toimeksiantoja toteuttaneisiin jäseniinsä kurinpidollisia toimia know your customer -säännön sijaan väljemmän säännön perusteella (NYSE Rule 476(a), jossa kielletään välittäjää menettelemästä tavalla, joka on ”inconsistent with just and equitable principles of trade”). Ongelmia voi aiheuttaa myös se, että NYSE:n säännöksen soveltuminen ei rajoitu niihin tilanteisiin, joissa välittäjä antaa sijoitussuosituksen. Tästä seurauksena on, että säännös soveltuu myös execution only -välityspalveluihin. NYSE Rule 405:n merkitystä on kuitenkin

## 2.5.2 Iso-Britannia

Isossa-Britanniassa selonottovelvollisuus perustui aikaisemmin Yhdysvaltain tavoin alan eri itsesääntelyorganisaatioiden sääntelyyn. Vuoden 2000 rahoituspalvelu- ja markkinlain (Financial Services and Markets Act 2000, FSMA) myötä keskeiseksi norminantajaksi tuli kuitenkin vuonna 1997 perustettu rahoitustarkastus (Financial Services Authority, FSA),<sup>35</sup> jolle asetetun norminantovallan johdosta rahoituspalvelun tarjoamista koskevien säännösten antaminen on keskittynyt ja selkeytynyt. Aikaisemman sääntelyrakenteen johdosta eri itsesääntelytahojen käytännöt olivat toisistaan poikkeavia. Tästä puolestaan johtui, että eri sääntelytahojen alaisten sijoituspalveluyritysten asiakkaat kokivat olevan erilaisessa asemassa toisiinsa nähden.<sup>36</sup>

Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuutta koskevat normit sisältyvät liiketoiminnan menettelytapaa sääntelevään normistoon (Conduct of Business, COB), joka on osa FSA:n laatimaa säännöskokoelmaa.<sup>37</sup> Selonottovelvollisuus perustuu NASD:n säännön tapaan suitability-velvoitteen. FSA:n uuden normiston myötä velvoitetta koskevan sääntelyn rakenne muuttui hieman, sillä COB:ssa know your customer -velvoite ja suitability-velvoite on kirjattu eri säännöksiin. Tällä sääntelytavalla haluttiin korostaa know your customer -periaatteen merkitystä.<sup>38</sup>

---

kin omiaan vähentämään se, että SEC on, käsitellessään NYSE:n kurinpitolautakunnan antamia ratkaisuja, usein jättänyt mainitsematta NYSE Rule 405:n ja perustanut ratkaisunsa sääntöön 476(a). Samalla SEC on perusteluissaan viitannut periaatteisiin, jotka on ilmaistu sellaisissa ratkaisuisa, joiden perustana on ollut NASD Rule 2310. *Lowenfels – Bromberg* 1999, s. 1571–1572.

<sup>35</sup> Aikaisemmin Ison-Britannian useille eri itsesääntelyorganisaatiolle (self-regulating organization, SRO) oli vuoden 1986 rahoituspalvelulain (Financial Services Act 1986) nojalla asetettu velvollisuus valvoa sijoitustoimintaa ja antaa sitä koskevia normeja. Itsesääntelyorganisaatioiden toimintaa ja pääomamarkkinoita yleensä valvoi puolestaan saman lain perusteella Arvopaperi- ja sijoitusneuvosto (The Securities and Investment Board, SIB). Uuden lain myötä itsesääntelyorganisaatioiden norminantovalta siirrettiin arvopaperi- ja sijoitusneuvoston tehtävien ohella pankki-, vakuutus ja pääomamarkkinoita valvovalle rahoitustarkastukselle, joka antaa keskitetysti rahoituspalveluja koskevia normeja. FSMA:n korvasi vuoden 1986 rahoituspalvelulain.

<sup>36</sup> *Watkins* 1998, s. 108.

<sup>37</sup> FSA Handbook of rules and guidance. Kokoelma koostuu ylemmän tason periaatteista (highlevel standards), jotka soveltuvat kaikkiin sääntelyn kohteena oleviin yrityksiin, ja näihin periaatteisiin perustuvista tarkemmista liiketoimintaa koskevista säännöksistä (business Standards). Liiketoimintaa koskevien standardien yhtenä osana on liiketoiminnan menettelytapaa (Conduct of Business, COB) koskevat normit.

<sup>38</sup> FSA – Consultation paper 45a, s. 50, <http://www.fsa.gov.uk> 8.11.2004.

Know your customer -veloitteen nojalla (COB 5.2.5R)<sup>39</sup> palveluntarjoajan tulee ennen aiottua sijoitusta tai salkunhoitoa koskevan yksilöllisen sijoitussuosituksen antamista yksityisasiakkaalle kohtuullisin toimenpitein varmistaa, että hänellä on riittävät tiedot asiakkaan henkilökohtaisesta ja taloudellisesta tilanteesta.<sup>40</sup> Sääntö ei sitä koskevan ohjeistuksen mukaan sovellu execution only -välitystoimintaan.<sup>41</sup> Toisaalta, milloin yritys tarjoaa yksityiselle asiakkaalle jollakin tavoin rajoitettua sijoitusneuvontaa, neuvonnan antamista mahdollisesti seuraavaa toimeksiantoa ei saa katsoa execution only -välitykseen kuuluvaksi.<sup>42</sup>

Suitability-veloitteen (COB 5.3.5R) johdosta palveluntarjoaja ei saa antaa asiakkaalleen sijoitussuositusta tai tehdä salkunhoitoon liittyviä sijoituspäätöksiä ennen kuin se on varmistanut, että aiottu suositus tai päätös on asiakkaalle sopiva ottaen huomioon ne tiedot, jotka se on know your customer -veloitteen nojalla asiakkaalta hankkinut. Lisäksi välittäjän tulee ottaa huomioon myös muut merkitykselliset seikat, joista välittäjä on tietoinen tai joista sen tulisi olla tietoinen.<sup>43</sup> Palveluntarjoajalle on lisäksi asetettu velvollisuus – silloin kun asiakas antaa suositeltua sijoitustoimenpidettä koskevan toimeksiannon – antaa asiakkaalle sijoituksen soveltuvuutta koskeva kirjelmä (suitability letter). Kirjelmä tulee antaa mahdollisimman pian toimeksiannon toteuttamisen jälkeen, ja siinä on kerrot-

---

<sup>39</sup> COB koostuu varsinaisista FSA:n säännöksistä ja niitä selittävästä ohjeellisista teksteistä. Normisto rakentuu siten, että normia seuraa opastava kirjoitus, mutta sääntöjä ei ole eroteltu ohjeellisista kirjoituksista säännösten juoksevassa numeroinnissa. Viittauskäytännössä tekstin normiluonne ilmenee juoksevan numeron perään liitettävästä kirjaimesta R tai G, sen mukaan onko kyseessä säännös vai sitä koskeva ohjeellinen teksti. Myös tässä säännöksiin viitataan vastaavan käytännön mukaisesti.

<sup>40</sup> COB 5.2.5R: "Before a firm gives a personal recommendation concerning a designated investment to a private customer, or acts as an investment manager for a private customer, it must take reasonable steps to ensure that it is in possession of sufficient personal and financial information about that customer relevant to the services that the firm has agreed to provide."

<sup>41</sup> COB 5.2.2G: "A firm that arranges an execution-only transaction for a private customer is not generally required to obtain any personal or financial information about that customer, except when the Money Laundering sourcebook applies."

<sup>42</sup> COB 5.2.3G: "When a firm provides limited advice on investments to a private customer, the firm should not treat any resulting transaction as an execution-only one."

<sup>43</sup> COB 5.3.5R: "Requirement for suitability generally. (1) A firm must take reasonable steps to ensure that it does not in the course of designated investment business: (a) make any personal recommendation to a private customer to buy or sell a designated investment; or (b) effect a discretionary transaction for a private customer (except as in (3)); unless the recommendation or transaction is suitable for the private customer having regard to the facts disclosed by him and other relevant facts about the private customer of which the firm is, or reasonably should be, aware – –."

tava muun muassa syyt, joiden perusteella kyseinen palveluntarjoaja päätyi katsomaan tietyn sijoitustoimenpiteen asiakkaan olosuhteisiin sopivaksi. Lisäksi kirjelmässä tulee olla yhteenveto sijoitustoimenpiteen seurauksista ja maininta toimeksiannon mahdollisista haittapuolista.<sup>44</sup>

### 3 SELONOTTOVELVOLLISUUDEN SISÄLTÖ JA SOVELTUVUUS

#### 3.1 Selonottovelvollisuus sijoitusneuvontaa annettaessa

##### 3.1.1 Arvopaperimarkkinalain mukainen selonottovelvollisuus

Arvopaperinvälittäjän tulee AML 4 luvun 3a §:n mukaan kysyä asiakkaaltaan tietoja tämän taloudellisesta asemasta, sijoituskokemuksesta ja sijoituspalvelua koskevista tavoitteista. Ennen toimeksiannon vastaanottamista sekä yksityis- että yhteisöasiakkaalta on tiedusteltava esimerkiksi asiakkaan yleistä arvopaperimarkkinoiden tuntemusta ja aiempaa kaupankäyntiaktiivisuutta arvopapereilla tai muilla sijoituskohteilla. Lisäksi arvopaperinvälittäjän tulee ottaa selvää siitä, minkälaista tuotto- ja riskitasoa asiakas tavoittelee.<sup>45</sup>

*Omaisuudenhoitoa* koskevan sijoituspalvelun tarjoamisessa selonottovelvollisuutta ei ole niissä tapauksissa, joissa se on asiakkaan sijoituskokemukseen tai muutoin olosuhteisiin nähden ilmeisen tarpeetonta. Lain esitöiden mukaan tietojen pyytäminen voisi olla tarpeetonta esimerkiksi silloin, kun arvopaperinvälittäjä tietää asiakkaan olevan ammattimainen sijoittaja,<sup>46</sup> tai kun sama asiakas on äskettäin käyttänyt arvopaperinvälittäjän tarjoamaa vastaavaa sijoituspalvelua.<sup>47</sup> Ammattimaisuuteen perustuva ilmeisestä tarpeettomuudesta on kuitenkin säännöksen mukaan varmistuttava pyytämällä asiakkaalta riittävät tiedot sen selvittämiseksi, voidaanko asiakasta pitää AML 1 luvun 4.4 §:ssä tarkoitettuna ammattimaisena sijoittajana.<sup>48</sup> *Arvopaperinvälitystä ja emissionjärjestämistä* koske-

<sup>44</sup> COB 5.3.14R

<sup>45</sup> HE 56/1998 vp, s. 73.

<sup>46</sup> Tällöin välittäjän tulee ilmoittaa sijoittajalle siitä, että hän pitää sijoittajaa ammattimaisena sijoittajana. Sijoittajalla on mahdollisuus vastustaa ilmoitusta.

<sup>47</sup> HE 56/1998 vp, s. 73–74.

<sup>48</sup> HE 56/1998 vp, s. 74–75.

vaa sijoituspalvelua tarjottaessa selonottovelvollisuus on puolestaan olemassa vain silloin, kun ei-ammattimainen sijoittaja pyytää sijoitusneuvontaa arvopapereiden hankinnassa tai luovutuksessa.

*Mäntysaari* pitää ongelmallisena sitä, että selonottovelvollisuus ulottuu arvopaperinvälitystä ja emissionjärjestämistä koskevissa sijoituspalveluissa (AML 4:3a.2) vain niihin tilanteisiin, joissa asiakas pyytää välittäjältä sijoitusneuvontaa. Mäntysaaren mukaan AML ei nimittäin tällöin täytä sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan vaatimuksia. Tämä johtuu siitä, että selonotto- ja tiedonantovelvollisuus ovat sillä tavoin yhteydessä toisiinsa, että tiedonantovelvollisuutta ei voida täyttää ilman välittäjän selonottovelvollisuutta.<sup>49</sup> Mäntysaari toteaa:

Sijoituspalveludirektiivin mukaisen tiedonantovelvollisuuden pitää sijoituspalveludirektiivin systematiikan mukaan perustua tietoihin asiakkaan taloudellisesta tilasta, sijoittamiskokemuksesta sekä pyydettyjä palveluja koskevista tavoitteista. Jos selonottovelvollisuus olisi riippuvainen siitä, pyytääkö asiakas sijoitusneuvontaa vai ei, arvopaperinvälittäjällä olisi vastoin sijoituspalveludirektiivin tarkoitusta oikeus antaa asiakkaalleen neuvontaa selvittämättä niitä seikkoja, jotka tekevät tiedoista asiakkaan kannalta mielekkäitä.<sup>50</sup>

Tästä johtuu myös se, että selonottovelvollisuuden tulee Mäntysaaren mukaan soveltua execution only -välitystoimintaan, sillä AML:n edellyttämää tiedonantovelvoitetta ei voida laiminlyödä.

### *3.1.2 Selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden välinen suhde*

Arvopaperimarkkina-alaissa säädetty arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuus on läheisessä yhteydessä AML 4 luvun 3a §:n mukaiseen selonottovelvollisuuteen. Niissä tilanteissa, joissa välittäjä tarjoaa sijoitusneuvontaa asiakkaalleen, arvopaperinvälitystä koskevan toimeksiannon huolellinen suorittaminen edellyttää välittäjän ja sijoittajan välistä vuorovaikutusta, jossa asiakas kertoo sijoitustavoitteistaan ja välittäjä puolestaan informoi sijoittajaa suunniteltuun sijoitukseen liittyvistä seikoista. Tiedonannon laajuutta määrittävät asiakkaan henkilökohtaiset seikat, jotka käyvät ilmi selonottovelvollisuuden täyttämisen myötä. Siten vuorovaikutuksen seurauksena päädytään lopulta tulokseen, jossa sijoitustoimenpide vastaa asiakkaan tavoitteita ja jossa tämä kykenee kantamaan sijoitukseen liitty-

---

<sup>49</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 28–29.

<sup>50</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 27–28.



vän riskin. *Mäntysaari* katsookin, ettei ole mielekästä asettaa arvopaperinvälittäjälle selonottovelvollisuutta, joka ei olisi yhteydessä tiedonantovelvollisuuteen.<sup>51</sup>

Siitä huolimatta, että sijoitusneuvontatilanteessa selonotto- ja tiedonantovelvoite liittyvät kiinteästi toisiinsa, voidaan arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus täyttää ilman selonottovelvollisuutta silloin, kun sijoitusneuvontaa ei anneta. Tiedonantovelvollisuuden nimenomaisena tarkoituksena on varmistaa, että asiakas saa sellaiset toimeksiannon kohdetta koskevat tiedot, jotka saattavat olennaisesti vaikuttaa asiakkaan sijoituspäätökseen. Tiedonantovelvollisuuden johdosta annettava informaatio koskee markkinoilla yleisesti olevaa objektiivista tietoa. Olennaista on tiedottaa asiakasta liikkeeseenlaskijaa tai arvopaperia koskevista mahdollisista erityisistä riskeistä. Tiedonantovelvollisuutta perustellaan välittäjän markkinatuntemuksella sekä sijoittajaa paremmilla kyvyillä ja mahdollisuuksilla analysoida markkinoiden tapahtumia. AML:n esitöissä todetaan, että tiedonantovelvollisuus ei edellytä varsinaisen sijoitusneuvonnan antamista, joten välittäjän ei tarvitse olla tietoinen esimerkiksi asiakkaan arvopaperisalkun koostumuksesta tai suunnitellun sijoitustoimenpiteen vaikutuksesta asiakkaan kokonaisriskiin.<sup>52</sup>

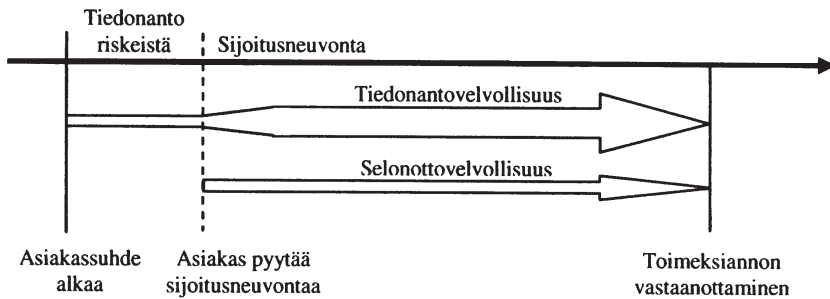
Varsinaiseen sijoitusneuvontatilanteeseen soveltuvan selonottovelvollisuuden taustalla vallitsee puolestaan ajatus siitä, että kun hankitaan riittävästi asiakkaan henkilökohtaisia ja taloudellisia olosuhteita sekä sijoitustavoitteita koskevaa tietoa, arvopaperinvälittäjän antama sijoitusneuvo vastaa paremmin juuri kyseisen asiakkaan olosuhteita. Myös sijoitusneuvon antaminen sisältää markkinoita koskevaa informaatiota, mutta se ei ole samalla tavoin objektiivista kuin tiedonantovelvoitteen nojalla annettu tieto. Sijoitusneuvonnassa on kysymys siitä, että arvopaperinvälittäjä analysoi ammattitaitoaan hyväksikäyttäen markkinoita koskevaa objektiivista tietoa suhteessa sijoittajan aikaisempaan arvopaperisalkkuun ja henkilökohtaisiin olosuhteisiin, kuten asiakkaan riskinsietokykyyn, ja muodostaa henkilökohtaisen näkemyksensä neuvosta, joka kyseisen asiakkaan osalta on asianmukainen.

Tiedonantovelvollisuus soveltuu näin ollen arvopaperinvälitykseen aina, ja selonottovelvollisuus puolestaan arvopaperinvälityksessä ja emissionjärjestämisessä niissä tilanteissa, joissa asiakas pyytää välittäjältä sijoitusneuvontaa. Kun välittäjä saa selonottovelvollisuuden perusteella tietoa muun

<sup>51</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 37–38, 121.

<sup>52</sup> HE 157/1988 vp, s. 39.

muassa asiakkaan sijoituskokemuksesta, laajenee tämän tiedonantovelvollisuus siinä määrin kuin asiakkaan sijoituskokemuksen perusteella on tarpeellista. Käytännössä tiedonantovelvollisuuden voidaan sanoa aina laajentuvan jossain määrin, sillä muutoin asiakkaana olisi niin ammattitaitoinen sijoittaja, että välittäjä voisi tämän vuoksi jättää selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden huomiotta. Asiakassuhteen aikaisen tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden välistä suhdetta arvopaperinvälityksessä ja emissionjärjestämisessä voidaan havainnollistaa seuraavan kaavion avulla:



**Kaavio 1.** Selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden välinen suhde.

Asiakassuhteen aikainen tiedonantovelvollisuus vallitsee ennen selonottovelvollisuuden alkamishetkeä. Selonottovelvollisuuden alkumomentti sijoituu asiakkaan sijoitusneuvoa koskevan pyynnön esittämishetkeen ja päättyy yksittäisen toimeksiannon osalta, kun asiakas antaa toimeksiannon välittäjän hoidettavaksi.

Sijoituspalveludirektiivin yleisluontoisista periaatteista ei käy ilmi se, että direktiivi edellyttäisi Mäntysaaren esittämää selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden välistä yhtenäisyyttä. Kuitenkin Mäntysaaren esittämä huomio välittäjän oikeudesta antaa sijoitusneuvontaa ilman selonottovelvollisuutta on pohdinnan arvoinen. AML:n sääntelytavan vuoksi voidaan nimittäin kysyä, miten tulisi arvioida tilannetta, jossa asiakas ei ole yksittäistä toimeksiantoa koskevan neuvottelun aikana pyytänyt sijoitusneuvontaa, mutta välittäjä kuitenkin tosiasiallisesti kertoo välittäjän ominaisuudessaan<sup>53</sup> asiak-

<sup>53</sup> Tarkoitan tällä sitä, että välittäjä ei vain anna ”kaverillista neuvoa” asiakkaalleen, vaan normaalissa toimeksiantoa koskevassa neuvottelutilanteessa esittää oman näkemyksensä kannattavasta sijoituksesta. Merkitystä tällä on arvioitaessa sijoittajan luottamuksen määrää, mikä annettun neuvon oikeellisuuteen liittyy. Sinänsä asiamiehen huolellisuusvelvoitteesta yleensä voidaan todeta, ettei ystävänpalveluna ja ilman palkkiota suoritettavaakaan toimeksiantoa voida ilman korvausvastuuta huolimattomasti hoitaa. Ks. *Halila – Hemmo* 1996, s. 161.

kaalleen mielipiteensä (erotuksena puhtaasta tiedonannosta) jonkin sijoitustoimen kannattavuudesta ilman, että välittäjä on täyttänyt selonottovelvollisuutensa? Jos asiakas antaa mielipidettä vastaavan toimeksiannon välittäjälle ja tämän jälkeen osoittautuu, että esimerkiksi sijoituskohteen monimutkaisen luonteen vuoksi sijoittaja ei ollut ymmärtänyt oikein sijoitukseen liittyvää riskiä, voidaanko välittäjän selonottovelvollisuus katsoa laininlyödyksi?

Edellä mainittu tilanne lienee varsin teoreettinen, mutta periaatteessa mahdollinen. Kysymykseksi voi tällöin herätä se, milloin asiakkaan voidaan katsoa pyytäneen sijoitusneuvontaa, ja voiko välittäjä välttää vastuunsa väittämällä, että asiakas olisi esittänyt sijoitusneuvoa koskevan pyynnön. Pynnön esittäminen tulisi tällöin liittää helposti todennettavissa olevaan tosiseikkaan, kuten sijoitusneuvontaa koskevan sopimuksen tekemiseen välittäjän ja asiakkaan välillä. Jos osapuolten välillä on solmittu sijoitusneuvontaa koskeva sopimus, arvopaperinvälittäjän on täytettävä selonottovelvollisuus. Toisaalta samaan lopputulokseen johtaisi joka tapauksessa se, jos selonottovelvollisuus olisi sidottu niihin tilanteisiin, joissa *välittäjä antaa sijoitusneuvontaa* asiakkaalleen. Tämä vastaisi Yhdysvalloissa välittäjälle asetettua suitability-velvoitetta.

### *3.1.3 Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean suositus sijoituspalveludirektiivin tulkitsemiseksi*

Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea (CESR)<sup>54</sup> on maaliskuussa 2002 hyväksynyt suosituksen sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan soveltamisesta. Suositus katsottiin tarpeelliseksi, koska 11 artikla määrittelee edellytetyjen menettelytapasääntöjen sisältöä vain hyvin yleisellä tasolla. Tämän johdosta kansallisten säännösten yhdenmukaisuutta ei ollut tavoitellussa määrin saavutettu, mikä puolestaan vaikeutti muun muassa sijoittajansuojan riittävää toteutumista. Suosituksen tarkoituksena on yhdenmukaistaa yhteisön alueella sovellettavia menettelytapasääntöjä sijoituspalvelujen tarjonnassa.<sup>55</sup>

<sup>54</sup> CESR on vuonna 2001 perustettu Euroopan alueella toimiva yhteistyöfoorumi, joka jatkaa ETA-maiden arvopaperimarkkinavalvojen yhteistyöfoorumin (Forum of European Securities Commissions, FESCO) työtä. Komitean tehtävänä on kehittää arvopaperimarkkinoita valvovien viranomaisten yhteistyötä ja toimia neuvonantajana Euroopan komissiolle EU:n lainsäädäntöä kehitettäessä. Suomea yhteistyöfoorumissa edustaa Rahoitus-tarkastus.

<sup>55</sup> CESR/01-014d, s. 3, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuuden osalta suosituksen tarkoituksena on varmistaa, että välittäjän asiakkaaltaan hankkiman tiedon avulla kyetään määrittämään sijoittajalle annettavan tiedon laajuus siten, että se on riittävä kyseisen asiakkaan sijoituspäätöksen tekemistä varten. Lisäksi hankittavan tiedon avulla pyritään varmistumaan siitä, että asiakkaalle tarjotut sijoituspalvelut ja sijoitusneuvot ovat sopivia kyseisen sijoittajan kannalta. Suosituksen mukaiset määräykset soveltuvat niihin tapauksiin, joissa välittäjän asiakkaana on yksityinen asiakas.<sup>56</sup>

Suosituksessa on esitelty toimenpiteitä, joita sijoituspalveluyhteisön tulisi noudattaa täyttääkseen suosituksen asettamat selonottovelvollisuutta koskevat vaatimukset. *Know your customer* -periaatteen sisältöä on tarkennettu sekä rahoitusjärjestelmän rahanpesutarkoituksiin käyttämisen estämisestä annetun Euroopan yhteisöjen neuvoston direktiivin (91/308/ETY) että sijoituspalveludirektiivin mukaisten vaatimusten osalta. Suosituksen mukaan välittäjän tulisi ennen sijoituspalvelun tarjoamista hankkia asiakastaan koskevia tietoja voidakseen arvioida, onko aiottu sijoituspalvelu sovelias kyseiselle asiakkaalle, ja pystyäkseen ylipäänsä täyttämään sijoituspalvelun tarjoamisesta johtuvat velvoitteet asiakastaan kohtaan. Arvopaperinvälittäjän tulisi hankkia tietoa asiakkaan sijoitustoimintaa koskevasta asiantuntemuksesta ja kokemuksesta, sijoituspäämääristä ja riskiprofiilista sekä taloudellisesta tilanteesta. Sijoittajan asiantuntemuksen ja sijoituskokemuksen osalta sijoittajalta tulisi pyytää tietoa esimerkiksi sijoittajalle tuttujen sijoituspalvelujen, toimeksiantojen ja -tuotteiden laadusta sekä sijoittajan arvopapereiden kaupankäyntiin liittyvistä kauppojen luonnetta, volyyimia, tiheyttä ja ajallista kestoa koskevista aikaisemmista kokemuksista. Sijoituspäämääriin ja riskiprofiiliin liittyviä seikkoja ovat esimerkiksi tavoiteltavien sijoitusten ajallinen kesto, riskinottopreferenssit ja sijoittajan vakituiset tulot.<sup>57</sup>

Arvopaperinvälittäjän tulisi asiakassuhteen aikana tarkkailla sijoittajan salkkua ja tehtyjen sijoitusten kehittymistä. Sijoittajaa tulisi neuvoa ilmoittamaan sijoituspalveluyhteisölle sellaisista itseään ja olosuhteitaan koskevista merkityksellisistä muutoksista, joilla on vaikutusta sijoittajan sijoituspäämääriin, riskiprofiiliin tai taloudelliseen asemaan. Tällöin sijoituspalveluyrityksen tulee pyytää asiaa koskevaa lisäinformaatiota.<sup>58</sup> Jos asiakas ei halua antaa välittäjän pyytämiä tietoja, välittäjän tulee varoittaa asiakasta siitä, että tietojen luovuttamatta jättäminen voi vaikuttaa välittäjän mahdol-

---

<sup>56</sup> CESR/01-014d, s. 3–4, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

<sup>57</sup> CESR 01-014d, s. 16, alav. 15–16, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

<sup>58</sup> CESR 01-014d, s. 16, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

lisuuksiin arvioida sijoitustoimenpiteen sopivuutta asiakkaalle ja siten estää toimimasta parhaalla mahdollisella tavalla asiakkaan etujen mukaisesti.<sup>59</sup>

Sijoituspalveluun, jossa toimeksiannon vastaanottamisen yhteydessä annetaan sijoitusneuvontaa, sovelletaan osittain eri säännöksiä kuin sellaiseen sijoituspalveluun, jossa sijoitusneuvontaa ei anneta. Kun välittäjä antaa asiakkaalleen sijoitusneuvontaa, hänellä tulee olla sijoittajalta saadun ja välittäjällä muutoin olevan informaation valossa riittävät perusteet katsoa sijoitusneuvon olevan sopiva (suitable) kyseiselle asiakkaalle. Välittäjän tulee ilmoittaa asiakkaalleen ne perusteet, joiden nojalla sijoitusneuvon voidaan arvioida vastaavan parhaiten niitä asiakkaan etuja, jotka vallitsivat sijoitusneuvon antamisen aikaan. Vastaavasti ennen toimeksiannon vastaanottamista välittäjän tulee edellä mainittujen tietojen valossa varmistua siitä, että asiakkaan antama toimeksianto on sopiva asiakkaan olosuhteisiin nähden.<sup>60</sup>

Jos välittäjä huomaa – edellä mainittujen asiakkaalta saatujen tai välittäjällä muutoin olleiden tietojen perusteella – toimeksiannon olevan sopimaton kyseiselle asiakkaalle, välittäjän tulee ilmoittaa tästä asiakkaalle sekä antaa tarpeellista tietoa toimeksiannon mukaisesta aiotusta kaupasta. Tiedottamisen yhteydessä välittäjän on annettava asiakkaalle toimeksiantoon liittyvä riskivaroitus, jonka jälkeen välittäjä voi suorittaa toimeksiannon vain kahden edellytyksen täytyessä. Ensimmäkin asiakkaan tulee vahvistaa aikomuksensa jatkaa kaupan toteuttamista kirjallisesti tai puhelimitse siten, että puhelu nauhoitetaan. Toiseksi asiakkaan vahvistuksessa tulee nimenomaisesti viitata välittäjältä saatuun varoitukseen, josta huolimatta toimeksianto tulee suorittaa loppuun.

Arvopaperinvälittäjällä on CESR:n ohjeen mukaan jäljempänä esitettävällä tavalla tietynasteinen selonottovelvollisuus myös execution only -välityksessä, jonka vuoksi suositus sisältää selkeästi ankaramman kannanoton ilman sijoitusneuvontaa annettavaan välitykseen liittyvistä velvoitteista kuin mitä yksittäiset maat – esimerkiksi Yhdysvallat ja Iso-Britannia – ovat perinteisesti omaksuneet.

### *3.1.4 Sijoitussuosituksen arviointia Yhdysvalloissa*

Yhdysvalloissa arvopaperinvälittäjän tulee täyttää NASD:n säännön asettama suitability-velvoite. Säännöksen ajatuksena on, että välittäjä ei saa antaa asiakkaalleen sijoitussuositusta ilman, että välittäjä on arvioinut suo-

<sup>59</sup> CESR 01-014d, s. 17, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

<sup>60</sup> CESR 01-014d mp, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

situksen soveltuvan asiakkaan taloudellisiin ja henkilökohtaisiin olosuhteisiin sekä tämän sijoituspäämääriin. Suitability-säännöstä johtuu siis kahden elementin vertailu, jossa on toisaalta huomioitava asiakkaan sijoituspäämäärät ja aikaisemmat sijoitukset sekä toisaalta asiakkaalle ehdotettavan sijoituskohteen luonteenpiirteet.<sup>61</sup>

Käytännössä säännös johtaa siihen, että asiakas ei voi saada välittäjältään mitään henkilökohtaista sijoitusneuvonnanluonteista viestiä ilman, että välittäjä olisi arvioinut sen sopivuuden asiakkaalle. Toisaalta välittäjältä säännös edellyttää sen arviointia, minkälainen asiakkaaseen kohdistettu viestintä on katsottavissa sijoitussuosituksen antamiseksi. Huomiota on tällöin kiinnitettävä esimerkiksi siihen, ettei välittäjän puhtaasti tiedottamistarkoituksessa lähettämää tutkimusraporttia ole katsottava sijoitussuosituksiksi. Esimerkiksi NASD:n ohjeen mukaan sijoitustoimeksiannon katsotaan perustuvan välittäjän antamaan yksilölliseen suositukseen, kun välittäjä saattaa tietyn arvopaperin asiakkaansa tietoisuuteen millä viestintäkeinolla tahansa.<sup>62</sup>

Erityisesti internetympäristössä asiakkaalle voidaan antaa informaatiota erisisältöisten viestien välityksellä, mikä voi aiheuttaa ongelmia arvioitaessa sitä, milloin tietty viesti on lähetetty pelkästään tiedottamismielessä tai milloin se voidaan katsoa viestiksi, jolla tiettyä asiakasta kehoitetaan sijoitustoimeksiannon antamiseen. Toisaalta se, että suitability-velvoitteen perustana on sijoitussuosituksen antaminen asiakkaalle tarkoittaa, että asiakkaan olosuhteita ja sijoituspäämääriä koskeva selonottovelvollisuus ei sovellu execution only -välitystoimintaan.<sup>63</sup>

Suitability-velvoitteen sisältöä on NASD:n säännössä täsmennetty erilaisilla hyvän tavan vastaisten toimien kuvauksilla.<sup>64</sup> Siten sen lisäksi, että

---

<sup>61</sup> *Lowenfels – Bromberg* 1999, s. 1558.

<sup>62</sup> Ks. tarkemmin NASD NtM 96-60, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

<sup>63</sup> NASD:n 1990-luvulla antaman ohjeen mukaan (NASD Notice to Members 96-32) hyvän tavan noudattamista velvoittavat normit edellyttävät spekulatiivisiin sijoituskohteisiin liittyvien sijoitustoimeksiantojen perusteellista asianmukaisuuden arviointia kaikissa tapauksissa. Tämän näkökannan mukaan selonottovelvollisuus soveltui myös execution only -välityspalveluihin. Execution only -välityspalvelua tarjonneet välittäjät protestoivat tätä kannanottoa, jonka vuoksi NASD tarkensi kantaansa uudella ohjeella (NtM 96-60). Ohjeessa NtM 96-60 todetaan suitability-velvoitteen soveltuvan vain niihin tilanteisiin, joissa välittäjä antaa asiakkaalleen sijoitustoimenpidettä koskevan suosituksen, eikä se siten sovellu tilanteisiin, joissa välittäjä ainoastaan vastaanottaa toimeksiannon oma-aloitteisesti toimivalta asiakkaaltaan. Myös SEC on säännöksissään määritellyt ”recommendation”-termin käsitettä NASD säännön 2310(a):n kontekstissa (SEC Rules 15g-1–15g-9). Välittäjien on NASD IM 2301-1:n mukaan huomioitava kyseisten SEC:n säännösten soveltuminen. *Lowenfels – Bromberg* 1999, s. 1558; NASD IM-2310-1.

<sup>64</sup> Ks. NASD Rule 2310 ja siihen liittyvä ohje IM-2310-2.

säännös velvoittaa välittäjän arvioimaan suosituksen sopivuuden asiakkaalle, säännös edellyttää välittäjältä asianmukaista menettelyä aiottua sijoitus-suositusta annettaessa. Suitability-velvoitetta rikkoo esimerkiksi erilaisen hyvän tavan noudattamista edellyttävien tai intressiristiriitojen kieltoa koskevien normien noudattamatta jättäminen. Salkunhoitajan kannalta esimerkiksi ylimääräisten kauppojen tekeminen asiakkaan lukuun rikkoo suitability-velvoitetta. Yleensä tämän menettelyn tarkoituksena on lisätä välittäjän palkkioiden määrää, jonka välittäjä voi toteuttamistaan kaupoista periä. Vaikka tällaista tarkoitusta ei olisikaan, voivat kauppojen suuresta määrästä ja tiheydestä johtuvat taloudelliset velvoitteet olla kohtuuttoman raskaita asiakkaan taloudellisiin olosuhteisiin nähden.<sup>65</sup>

Suitability-velvoitteen vastaista on lisäksi se, että välittäjä ennustaa tarakan hintakehityksen osakekurssille tai että välittäjä vakuuttaa asiakkaalleen, ettei asiakas menetä omaisuuttaan tietyn osakekaupan johdosta.<sup>66</sup> Lisäksi velvoitteen vastaista on suosittaa sellaisen sijoituksen tekemistä, josta koituu asiakkaan kannalta kohtuuttoman suurta riskiä. Tällöin arvioitavaksi tulee sijoituskohteen riskipitoisuuden lisäksi myös asiakkaan varallisuus. Esimerkiksi eläkkeellä olevaa henkilöä ei tulisi suosittaa sijoittamaan merkittävää summaa ei-likvideihin sijoituskohteisiin tai käyttämään riskipitoisia sijoitusinstrumentteja kuten johdannaisopimuksia.<sup>67</sup> Käyttörahaakaan ei tulisi sitoa pitkän aikavälin sijoituksiin. Sijoitussalkun hajauttamisen laiminlyöminen voi myös tarkoittaa suitability-velvoitteen rikkomista riippuen asiakkaan omista sijoituspäämääristä.<sup>68</sup>

<sup>65</sup> NASD IM 2301-2; NASD – Prohibited Conduct, <http://www.nasd.com> 18.10.2004. Sijoittajaa, joka haluaa minimoida verokustannuksiaan, ei tulisi suosittaa sijoittamaan esimerkiksi tiettyihin aktiivisesti kauppaa käyviin sijoitusrahastoihin, jotka tuottavat suuret ja tarpeettomat verovastuut.

<sup>66</sup> Kyse on tällöin arvopapereiden markkinoinnissa esitetyistä väitteistä. Arvopapereiden riskittömyyttä koskevat väitteet on myös Ratan ohjeessa katsottu harhaanjohtaviksi AML 2:1:ssä tarkoitetulla tavalla. Ks. myös *Hoppu* 2004, s. 260.

<sup>67</sup> Johdannaisinstrumentille on ominaista, että sen hinta määräytyy jonkun toisen hyödykkeen (kohde-etuus) arvon perusteella. Johdannaisen kohde-etuutena voi olla esimerkiksi osake, osakeindeksi, valuutta, korko tai raaka-aine. Kohde-etuudet eivät yleensä vaihda omistajaa, vaan johdannaiskaupan toinen osapuoli maksaa tarvittaessa kohde-etuuden markkinahinnan ja johdannaisopimuksen lunastushinnan välisen erotuksen. Johdannainen ei siten ole arvopaperi, vaan sopimus, jonka sisältö määräytyy sopimusehtojen perusteella. Standardoiduista sopimuksista käytetään nimitystä vakioitu johdannaisopimus. Johdannaisia ovat muun muassa optiot, termiinit, futuurit ja swapit. Ks. *Hoppu* 2004, s. 52–55.

<sup>68</sup> NASD – Prohibited Conduct, <http://www.nasd.com> 18.10.2004. Esimerkiksi 1990-luvulla, ennen ”kuplan” puhkeamista, oli ongelmana se, että sijoittajat nimenomaisesti halusivat muuttaa salkkunsuostumusta siten, että se painottui informaatioteknologia-alan

## **3.2 Toimeksiantojen toteuttaminen ilman sijoitusneuvontaa**

### *3.2.1 Execution only -välitys arvopaperimarkkinalain mukaan*

Sijoittajalla on sijoitusneuvontaa hankkimalla mahdollisuus aina varmistua siitä, että hänen tekemänsä sijoituspäätökset perustuvat sellaisiin tietoihin, joissa on huomioitu hänen taloudelliset ja henkilökohtaiset olosuhteensa sekä sijoitustarpeensa. Toisaalta sijoittajan puolesta tehtyjen sijoituspäätösten tulee aina pohjautua vastaaviin tietoihin. Asiakkaan puolesta tehdyt sijoituspäätökset perustuvat asiakkaan ja välittäjän välillä solmittuun omaisuudenhoitosopimukseen. Omaisuudenhoidossa asiakas ei itse arvioi kunkin sijoituspäätöksen asianmukaisuutta, ja siksi välittäjälle on AML 4:3a.1:ssä säädetty velvollisuus selvittää asiakkaan sijoituspreferenssejä koskevat tiedot, jotta välittäjä voi jokaisessa asiakkaan puolesta tekemässään sijoituspäätöksessä ottaa huomioon hankitut tiedot.

Kun asiakas tekee itse sijoituspäätökset, hän voi halutessaan pyytää välittäjältä sijoitusneuvontaa, jolloin välittäjän täytettäväksi tulee arvopaperimarkkinalain edellyttämä selonottovelvollisuus. Jos sijoittaja arvioi kykenevänsä tekemään sijoituspäätökset itsenäisesti, eikä halua sijoitusneuvontaa, hänelle on arvopaperimarkkinalaissa annettu mahdollisuus toteuttaa sijoitus siten, että hän antaa pelkästään sijoitustoimeksiannon välittäjälleen. Tällöin ei luonnollisestikaan ole johdonmukaista vaatia välittäjää selvittämään know your customer -velvoitteen mukaisia tietoja. Selonottovelvollisuus on tästä syystä sidottu arvopaperimarkkinalaissa sijoitusneuvonnan antamiseen, eikä se siten sovellu execution only brokerage-toimintaan, jossa toimeksiannot toteutetaan ilman sijoitusneuvonantamista. Välittäjällä on kuitenkin aina arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus.

*Mäntysaari* katsoo, että välittäjän selonottovelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus ovat voimassa myös execution only -välitystoiminnassa. Tämä johtuu siitä, että pelkkään välitystoimeksiannon toteuttamiseen tulee soveltaa samanlaisia sijoituspalveludirektiivin minimivaatimuksia kuin muuhunkin arvopaperinvälitykseen.<sup>69</sup> Mäntysaaren mukaan sijoituspalveludirektiivin johdosta ei ole tarvetta pohtia sitä, milloin esimerkiksi arvopaperinvälitykseen liittyy sijoitusneuvontaa. Olennaista on sen sijaan miettiä

---

yritysten osakkeisiin. Jos tämänkaltaisessa tilanteessa asiakas pystyi kantamaan salkkuun liittyvän riskin ja sijoitukset olivat asiakkaan päämäärän mukaisia, ei välittäjän voitane katsoa rikkoneen suitability-velvoitettaan.

<sup>69</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 53, 67.



sitä, milloin arvopaperinvälityksen kynnys ylittyy. Näin ollen arvopaperinvälitykseen olisi aina katsottava kuuluvan sijoitusneuvontaa, joten välittäjän tulisi myös aina täyttää selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden asettamat vaatimukset.<sup>70</sup> Näitä velvollisuuksia voidaan Mäntysaaren mukaan kutsua ”tosiasialliseksi velvollisuudeksi antaa sijoitusneuvontaa” ja niitä on siten tarkasteltava kokonaisuutena eli sijoituspalveludirektiivin systematiikan mukaisesti.<sup>71</sup>

### 3.2.2 Sijoituspalveludirektiivin asettamat vaatimukset

Sijoituspalveludirektiivissä ei ole mainintaa execution only -välitystoiminnasta eikä selonottovelvollisuuden soveltumisesta siihen, vaan siinä yksiselitteisesti todetaan, että sijoituspalveluyrityksen tulee hankkia asiakkailtaan tietoja, jotka koskevat heidän taloudellista tilannettaan, sijoittamiskokemuksista sekä pyydettyjä palveluja koskevia tavoitteita. *Köndgen* arvioi, että sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan kirjoitustavan vuoksi ei ole selvää, että selonottovelvollisuus ei soveltuisi execution only -välitystoimintaan. Hän katsoo kuitenkin, että pelkästään toimeksiannon toteuttavalle välitystoiminnalle ei tulisi asettaa sitä tarpeettomasti rasittavia velvoitteita.<sup>72</sup>

Sijoituspalveludirektiiviä voidaan *Köndgenin* mukaan tulkita siten, että execution only -välittäjälle ei koidu selonottovelvollisuudesta johtuvaa taakkaa kokonaisuudessaan. Tämän tulkinnan mukaan välittäjällä olisi asiakassuhteen alkaessa velvollisuus arvioida vain se, soveltuuko execution only -välityspalvelu ylipäänsä kyseiselle asiakkaalle. Jos välittäjä arvioi, että asiakkaan sijoitustoimintaa koskevat taidot eivät ole riittäviä execution only -palvelua varten, välittäjän tulee tehdä tästä ilmoitus asiakkaalle. Tässä vaiheessa välittäjän selonottovelvollisuus on täytetty, ja asiakkaan vastuulle jää siitä päättäminen, toimiiko hän välittäjän antaman neuvon mukaan.<sup>73</sup> Välittäjän velvollisuuksien laiminlyömiseksi ja siten välittäjän vastuulle kuuluvaksi ei voida katsoa sitä, että asiakas toimii vastoin annettuja ohjeita. Täten välitystoimeksiannon toteuttaminen ilman varsinaista selonotto-

<sup>70</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 23.

<sup>71</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 24.

<sup>72</sup> *Köndgen* 1998, s. 129.

<sup>73</sup> Ajatuksena on ilmeisesti se, että asiakkaan tahtoessa execution only -tyyppistä välityspalvelua hän ei odota saavansa sijoitusneuvontaa välittäjältä. Vaikka selvitysvelvollisuutta ei edellä mainitun mukaisesti voida direktiivin valossa katsoa poissuljetuksi execution only -välityksessäkään, vaikuttaa asiakkaan tahto käyttää kyseistä palvelua välittäjän selvitysvelvollisuutta rajaavasti siten, että välittäjän tulee ainoastaan neuvoa asiakastaan siinä, kannattaako hänen käyttää execution only -palvelua vai ei.

velvollisuutta olisi lopulta mahdollista välittäjän velvollisuuksia laiminlyömättä myös ei-ammattimaisten sijoittajien ollessa asiakkaina.<sup>74</sup>

On kuitenkin syytä palauttaa mieleen se aikaisemmin todettu seikka, joka direktiivin 11 artiklan säätämishistoriasta kävi ilmi. Alun perin 11 artiklaan ei ollut tarkoitus sisällyttää menettelytapaa koskevia normeja. Kun menettelytapaa koskeva sääntely sittemmin katsottiin tarpeelliseksi, päädyttiin edellä mainittujen sisällöltään hyvin yleisten periaatteiden kirjaamiseen artiklaan. Tämä puolestaan johtui siitä, että tarkempien säännöksiin sisällöstä päättäminen olisi kestänyt liian kauan.<sup>75</sup> Voidaan siten kysyä, kuinka pitkälle vietyjä johtopäätöksiä voidaan tällä tavoin laaditusta direktiivin säännöksestä vetää? Voidaanko sillä esimerkiksi lakkauttaa kokonaan jossakin jäsenvaltiossa voimassa oleva lakiin perustuva käytäntö – tässä tapauksessa execution only -välitystoiminta?

Arvopaperimarkkinain mukainen selonottovelvollisuus ei sovellu nykyisenkaltaisena execution only -välitystoimintaan. Selonottovelvollisuuden tarkoituksena on sen varmistaminen, että välittäjän antama sijoitusneuvo on yksittäistapauksessa asiakkaan etujen mukainen, eikä selonottovelvollisuuden olemassaololle ole vastaavia perusteita silloin, kun tarkoituksena ei ole antaa asiakkaalle sijoitusneuvontaa. *Mäntysaari* katsoo kuitenkin, että direktiivien tulkintavaikutuksen vuoksi arvopaperimarkkinalakia tulisi tulkita sijoituspalveludirektiivin mukaisesti.<sup>76</sup> Tämä tarkoittaa sitä, että AML:lle annetaan sijoituspalveludirektiivin sanamuodon ja päämäärän mukainen sisältö.<sup>77</sup> *Hidén* ei puolestaan näe perusteita *Mäntysaaren* tulkintatavalle, vaan katsoo, että se aiheuttaisi sijoituspalveluyritykselle kohtuuttoman työtaakan tilanteessa, jossa asiakas on itse valinnut sijoituskohteensa eikä kaipaa neuvontaa välittäjältä.<sup>78</sup>

### *3.2.3 Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean suositus*

Aiemmin esillä olleessa Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean suosituksessa execution only -välitykselle asetetaan melko vaativat edelly-

---

<sup>74</sup> *Köndgen* 1998, s. 129. *Mäntysaaren* mukaan execution only -välitys kuuluu sijoituspalveludirektiivin soveltamisalaan, koska kyseisestä välitystavasta ei direktiivissä ole nimenomaisesti muuta säädetty. Tästä syystä direktiivin edellyttämä selvitysvelvollisuus koskee execution only -välitystä kuin mitä tahansa muutakin välitystoimintaa. Pelkästään execution only -välityksen alhaisempi hinta ei ole riittävä peruste kyseisen palvelumuodon jättämiseksi sijoituspalveludirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle. Ks. *Mäntysaari* 2001, s. 53.

<sup>75</sup> *Cruickshank* 1998, s. 131.

<sup>76</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 39.

<sup>77</sup> *Joutsamo ym.* 1996, s. 81.

<sup>78</sup> *Hidén* 2002, s. 148 alav. 425.

tykset.<sup>79</sup> Suosituksen mukaan välittäjän tulee execution only -välityksessä ensinnäkin etukäteen ennen ensimmäisen toimeksiannon vastaanottamista ilmoittaa sijoitusneuvonnan puuttumisesta ja siten myös siitä, että toimeksiannon vastaanottamisen yhteydessä toimeksiannon sopivuutta asiakkaalle ei arvioida.<sup>80</sup>

Tämän lisäksi arvopaperinvälittäjän tulee määrittää asiakassuhteen alkaessa saatujen tietojen perusteella asiakkaalle sopiva sijoituspalvelu. Arvioinnissa huomioidaan esimerkiksi asiakkaalle sopivat sijoitusinstrumenttien ja arvopaperikauppojen lajit. Välittäjän tulee antaa asiakkaalle tieto arvioinnin lopputuloksesta. Jos välittäjä saa asiakkaaltaan toimeksiannon, joka ei vastaa välittäjän tekemiä määrittelyjä, välittäjän tulee varoittaa tätä ja toimittaa asiaa koskevat tiedot asiakkaalle. Tällöin toimeksianto voidaan suorittaa samoilla edellytyksillä kuin sijoituspalvelua annettaessa.<sup>81</sup> Yksittäisten toimeksiantojen soveltuvuutta välittäjän ei kuitenkaan tarvitse suosituksen mukaan arvioida.<sup>82</sup>

Arvopaperimarkkinavalvojen komitea näyttää pyrkivän siihen, että execution only -välityspalvelun tarjoaminen ei olisi mahdollista siinä muodossa kuin se on tarkoitettu tarjottavan. Kyseisen palvelumuodon tärkeä piirre on se, että sijoittajat, jotka haluavat vain toteuttaa tietyn arvopaperikaupan, voivat tehdä sen mahdollisimman alhaisin kustannuksin. Tällaiset sijoittajat suorittaisivat todennäköisesti kaupan omatoimisesti, jos se kaupankäyntijärjestelmässä olisi mahdollista. Koska esimerkiksi pörssilistalla vain pörssivälittäjillä on oikeus tehdä kauppvoja, on arvopaperinvälittäjien käyttäminen ainoa keino kaupan toteuttamiseksi. Selonotto- ja neuvontavelvollisuuden liittäminen execution only -välityspalveluun aiheuttaisi palvelutarjoajalle tarpeetonta työtä, josta taas koituisi lopulta asiakkaalle aiheettomia kustannuksia kenties sellaisen tiedon saamisesta, joka olisi kyseisen asiakkaan tiedossa ilman neuvontaakin.

### 3.2.4 *Execution only -välitys Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa*

Yhdysvalloissa välittäjän suitability-velvollisuus on sidottu välittäjän asiakkaalle antamaan sijoitussuositukseen. Kun execution only -välityksessä välittäjä ei anna asiakkaalleen sijoitussuositusta, ei myöskään selonotto-

<sup>79</sup> CESR/01-014d, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

<sup>80</sup> CESR/01-014d, s. 17–18, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

<sup>81</sup> Ks. kpl 3.1.3.

<sup>82</sup> CESR/01-014d, s. 17–18, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

velvollisuus liity kyseiseen palvelumuotoon.<sup>83</sup> Vastaavasti on suhtauduttu suitability-velvoitteen soveltumiseen execution only -välitystoimintaan Isossa-Britanniassa<sup>84</sup>. FSA:n uuden menettelytapaa koskevan ohjeen mukaan know your customer -periaate ei sovellu arvopaperinvälitykseen, jossa ei anneta sijoitussuositusta.<sup>85</sup>

### *3.2.5 Arvopapereiden välitys internetissä*

#### *3.2.5.1 Arvopapereiden internetvälitys Suomessa*

Internetin käytön lisääntyminen arvopaperinvälityksessä on helpottanut sijoitustoimeksiantojen antamista ja johtanut osaltaan arvopaperisäästämissä suosion kasvuun piensijoittajien keskuudessa. Suomessa internetin käyttöön liittyviä kysymyksiä ei tästä huolimatta ole juurikaan käsitelty arvopaperinvälityksen ja siihen liittyvän selonottovelvollisuuden osalta.

Arvopaperilautakunta on ratkaisussa APL 210/2003 ottanut kantaa välittäjän selonotto- ja tiedonantovelvollisuuden soveltumiseen internetissä tapahtuvaan arvopapereiden välitykseen.<sup>86</sup> Ratkaisun mukaan internetvälityksessä on tyypillisesti kysymys siitä, että asiakas antaa itsenäisesti muodostamiensa sijoituspäätösten mukaisia toimeksiantoja arvopaperinvälittäjälle, jolloin kysymys on execution only -välityspalvelun käyttämisestä. Arvopaperimarkkinalain mukainen selonottovelvollisuus puolestaan koskee tilanteita, joissa sijoittaja ja välittäjä ovat suorassa vuorovaikutuksessa keskenään. Selonottovelvollisuutta koskeva olosuhdeperusteinen poikkeus tulee yleensä sovellettavaksi juuri silloin, kun asiakas antaa itsenäisesti muodostettuihin sijoituspäätöksiin perustuvia toimeksiantoja. Välittäjän tulee kuitenkin – myös tarjotessaan sijoituspalveluja asiakastaan tapaamatta – täyttää know your customer -periaatteen mukainen asiakkaan *tunnistamisvelvollisuus*.<sup>87</sup>

---

<sup>83</sup> *Lowenfels – Bromberg* 1999, s. 1560 ss; *Mäntysaari* 2001, s. 63–64.

<sup>84</sup> *Mäntysaari* 2001, s. 65–66.

<sup>85</sup> Ks. COB 5.2.2G ja 5.3.3G

<sup>86</sup> Vuonna 2002 perustetun arvopaperilautakunnan tehtävänä on ratkaista arvopaperisijoittamiseen liittyviä riitoja asioissa, jotka koskevat arvopaperimarkkinalainsäädännön, viranomaisnormien tai sopimusehtojen soveltamista. Lautakunnan antamat ratkaisusuositukset eivät ole oikeudellisesti sitovia, mutta sen palvelut ovat maksuttomia ja käytössä kaikille ei-ammattimaisille sijoittajille.

<sup>87</sup> Ks. HE 56/1998 vp, s. 73. Asiakkaan tunnistamisvelvollisuudesta säädetään tarkemmin muun muassa rahanpesulaissa. Tarkoituksena on, että välittäjä tunnistaa asiakkaansa henkilöllisyyden, jotta varallisuuden liikkumista taholta toiselle arvopaperimarkkinoilla voi-

Arvopaperinvälityksessä käytetty viestintäväline ei kuitenkaan liene määräävä tekijä selonottovelvollisuuden soveltumisessa. Jos välittäjä tarjoaa esimerkiksi sähköpostitse sijoitusneuvontaa asiakkailleen, soveltuuko tällöin välittäjän selonottovelvollisuus? Tämänkaltaisessa tilanteessa välittäjä ja asiakas ovat vuorovaikutuksessa keskenään. Tällöin ei tulisi olla merkitystä sillä, että välittäjän ja asiakkaan vuorovaikutus perustuu esimerkiksi sähköpostitse tapahtuvaan kanssakäymiseen sen sijaan, että he tapaisivat toisensa kasvokkain.<sup>88</sup> Tällöinkin selonottovelvollisuus soveltuisi tavanomaisella tavalla niihin tilanteisiin, joissa asiakas on esimerkiksi sähköpostitse pyytänyt välittäjältä sijoitusneuvontaa.

### 3.2.5.2 *Arvopapereiden internetvälitys Yhdysvalloissa*

Yhdysvaltain arvopaperiviranomainen (Securities and Exchange Commission, SEC) on tutkinut internetissä tapahtuvan arvopaperinvälityksen kehitystä ja pohtinut suitability-velvoitteen soveltumista internetympäristöön ja siihen liittyviä erityiskysymyksiä. Tutkimuksen perusteella on katsottu, että perinteistä suitability-käsitettä sovelletaan internetissä tapahtuvaan arvopaperinvälitykseen, kun välittäjä antaa asiakkaalleen sijoitusta koskevan suosituksen. Ongelmana on kuitenkin teknologian nopea kehittyminen, jonka vuoksi on vaikeaa arvioida sitä, milloin välittäjä on tehnyt asiakkaalleen sijoitusehdotuksen.<sup>89</sup> Erityisesti tämä ongelma koskee niin kut-

---

daan seurata rahanpesulain tarkoitusperiä varten. Tämä velvollisuus olisi siten osittain täytetty, kun arvopaperinvälittäjä tarkistaa asiakkaansa henkilöllisyystodistuksen. Tämän lisäksi esimerkiksi Suomen Pankkiyhdistyksen antamassa ohjeessa edellytetään, että asiakassuhteen perustamisen jälkeen sijoituspalveluntarjoaja muodostaa näkemyksen asiakkaan toiminnasta asiakassuhteen edellyttämässä laajuudessa. Asiakassuhteen alussa tulee selvittää riittävästi asiakkaan taustoja sekä liiketoiminnan laajuutta ja maksuvirtoja, jotta pystytään arvioimaan, mikä kunkin asiakkaan osalta on normaalia ja mikä poikkeavaa. Näiden poikkeamien arvioiminen ja havaitseminen perustuu mm. välittäjän hyvään asiakastuntemukseen ja kykyyn havaita epätavallisia tapahtumia ja transaktioita. Pyrkimyksenä on estää pankkijärjestelmän hyväksikäyttäminen rikollisiin tarkoituksiin. Rahoitustarkastus on antanut asiakkaan tunnistamisesta asiakasta tapaamatta kannanoton, jossa määrittellään velvoitteen asettamia vaatimuksia tarkemmin. Ks. Rahoitustarkastuksen kannanotto K/15/98, <http://www.rahoitustarkastus.fi> 29.5.2005; Suomen Pankkiyhdistys: Rahanpesupoliittikka 2004, s. 3–4, <http://www.pankkiyhdistys.fi> 4.12.2004.

<sup>88</sup> Asiakas on esimerkiksi aikaisemmin voinut antaa välittäjälleen toimeksiannon arvopapereihin tehtävän sijoituksen toteuttamiseksi, jolloin osapuolten välillä on myös sovittu sijoitusneuvontaa sisältävän sijoituspalvelun tarjoamisesta. Jos asiakas myöhemmin haluaa vielä sijoittaa esimerkiksi johdannaisinstrumentteihin, voisi välittäjän velvollisuutena olla asiakastaan koskevien tietojen ajanmukaistaminen tai selonotto asiakkaan kyvystä ymmärtää kyseiseen sijoituskohteeseen liittyvän riskin luonne.

<sup>89</sup> Unger 2000, [www.sec.gov](http://www.sec.gov) 14.5.2004.

suttua *data mining* -teknologiaa.<sup>90</sup> Selvänä on kuitenkin pidetty sitä, että arvopapereiden välityksen toteuttamistapa ei ole ratkaiseva tekijä arvioitaessa suitability-vaatimuksen soveltumista arvopapereiden välitykseen.<sup>91</sup>

Eräänä mielenkiinnon kohteena suitability-velvoitteen arvioinnissa on ollut tarjottua sijoituspalvelua koskevat asiakkaan odotukset. Asiakkaan odotuksiin liittyvä pohdinta ei ole Yhdysvalloissa varsinaisesti sisältynyt lainopilliseen keskusteluun, mutta sijoituspalveluyritykset ovat kiinnittäneet huomiota siihen, että sijoituspalveluihin tavanomaisesti liittyvän inhimillisen kontaktin puuttuminen välittäjän kanssa on vähentänyt asiakkaiden oletuksia siitä, että välittäjä valvoisi asiakkaiden tekemien sijoituspäätösten sopivuutta. Sijoittajien odotukset voivat olla merkityksellisiä arvioitaessa sitä, milloin asiakkaalle toimitettu informaatio voidaan katsoa sijoitusehdotukseksi.<sup>92</sup> Mitä vähemmän sijoittajat olettavat välittäjien valvovan sijoituspäätösten sopivuutta, sitä enemmän sijoittajille voidaan tarjota informaatiota ilman, että sijoitussuositus katsottaisiin annetuksi.

Yhdysvaltain arvopaperinvälittäjien yhdistys NASD on antanut jäsenilleen ohjeen, jossa käsitellään suitability-velvoitteen soveltumista internetissä tapahtuvaan arvopapereiden välitykseen.<sup>93</sup> Ohjeen tarkoituksena on antaa esimerkkejä niistä tilanteista, joissa voisi olla kysymys suosituksen antamisesta. NASD on kiinnittänyt huomiota siihen, kuinka tietotekniikan kehittyminen on vaikuttanut välittäjien asiakkaidensa kanssa käymään kommunikointitapaan. Internetin käyttäminen mahdollistaa sijoittajien pääsyn arvopaperinvälittäjän sivustoilla oleviin sijoitustoimintaan liittyviin tietoihin, sijoittajien omien tutkimusten tekemisen näiden tietojen avulla sekä välitystoimeksiannon antamisen. Kehityksestä on ollut hyötyä sekä sijoittajil-

---

<sup>90</sup> SEC: Keeping Apace of Cyberspace, Special Study 1999, s. 2, <http://www.sec.gov> 1.11.2004; Unger 2000, [www.sec.gov](http://www.sec.gov) 14.5.2004. Data mining -teknologialla tai tiedonlouhinnalla tarkoitetaan tiedonkeruuta internetin käyttäjistä. Tietokoneisiin tallentuu tietoja muun muassa niistä sivustoista, joissa internetin käyttäjä on käynyt. Tätä informaatiota voidaan käyttää hyväksi internetin käyttäjän mieltymysten analysoinnissa tutkimalla esimerkiksi sitä, mitä linkkejä henkilö käyttää, minkälaisen asioiden parissa hän käyttää internetissä eniten aikaa ja mitä hakutermejä hän käyttää. Internetin käyttäjiä koskevasta tietomassasta voidaan data mining -teknologian avulla erottaa ne tiedot, jotka kiinnostavat tiedonhakijaa – esimerkiksi sijoituspalveluyritystä. Tällä tavoin sijoituspalveluyhteisöt voivat selvittää asiakkaan taloudellisiin seikkoihin tai internetkäyttöön liittyviä mielenkiinnon kohteita ja tehdä niiden perusteella sijoitusehdotuksia osakkeiden ostamisesta tai myymisestä. Ks. NASD NtM 01-23, s. 3, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

<sup>91</sup> Unger 2000, [www.sec.gov](http://www.sec.gov) 14.5.2004.

<sup>92</sup> Unger 2000, [www.sec.gov](http://www.sec.gov) 14.5.2004.

<sup>93</sup> NASD Notice To Members 01-23. Vaikka ohje on laadittu ensisijaisesti sähköistä kommunikointia varten, sitä voidaan käyttää soveltuvin osin esimerkiksi puhelimitse tapahtuvaan viestintään. NASD NtM 01-23, s. 1 alav. 3, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

le että välittäjille, mutta haittapuolena on esimerkiksi suitability-velvoitteen noudattamisen vaikeutunut arviointi.<sup>94</sup>

NASD toteaa, että viimeaikaisissa keskusteluissa, joissa on käsitelty suitability-velvoitteen soveltumista internetissä tapahtuvaan arvopaperinvälitykseen, keskeisimmät kysymykset ovat olleet ensinnäkin se, tulisiko suitability-säännön ylipäänsä soveltaa on-line-välitykseen, ja toiseksi se, minkä tyyppiset viestintätilanteet muodostavat ”suosituksen” NASD Rule 2310 tarkoittamassa merkityksessä. Ensimmäisen kysymyksen osalta NASD katsoo, että suitability-velvoite soveltuu kaikenlaiseen – myös sähköiseen – viestintään, jossa suositus on annettu. Toisen kysymyksen osalta NASD korostaa, että suosituksen arvioinnissa keskeistä on aina yksittäisen tapauksen relevanttien seikkojen ja olosuhteiden huomioonottaminen, joten tyhjentävää vastausta on mahdotonta antaa etukäteen.<sup>95</sup>

Välittäjän asiakkaaseen kohdistaman viestinnän suosituksenluonteisuuden arviointi edellyttää arvioitavan viestin sisällön, asiayhteyden ja esitystavan tutkimista. Arviointi on enemmänkin objektiivista kuin subjektiivista. Tärkeä seikka on se, voidaanko välittäjän kommunikoinnin katsoa tarkoittavan ehdotusta ryhtyä sijoitustoimenpiteisiin. Arvioinnin kohteena on välittäjän toimittaman puhtaan informaation ohella mahdollisesti toimitettu muu aineisto.<sup>96</sup> Lisäksi yleinen periaate on se, että mitä yksilöllisemmin tietty viesti on muotoiltu tiettyä asiakasta varten, sitä suuremmalla todennäköisyydellä sen voidaan katsoa täyttävän suosituksen edellytykset.<sup>97</sup>

NASD on luetellut laatimassaan ohjeessa esimerkkitalanteita, joiden avulla voidaan arvioida, onko suositus annettu. Mikään luettelon yksittäinen kohta ei välttämättä ole riittävä sijoitussuosituksen muodostamisessa, vaan ratkaisu on aina tehtävä tapauskohtaisesti, kulloisenkin tilanteen relevantit seikat ja olosuhteet huomioon ottaen. Ohjeen mukaan suositus ei ole esimerkiksi se, että välittäjä luo asiakkaiden käytettäväksi nettisivuston, josta on saatavilla esimerkiksi erilaisia tutkimusraportteja ja uutisia. Suositukseksi ei myöskään katsota sitä, että välittäjällä on internetsivullaan ha-

<sup>94</sup> NASD NtM 01-23, s. 1, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

<sup>95</sup> NASD NtM 01-23, s. 2, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

<sup>96</sup> Eri tavoin arvioitaisiin esimerkiksi tilannetta, jossa välittäjä toimittaa asiakkaalleen tämän pyynnöstä pelkästään sijoitustoimintaan liittyvän tutkimusraportin kuin tilannetta, jossa välittäjä toimittaa samaisen raportin ohessa suullisen tai kirjallisen viestin, jossa välittäjä kehottaa asiakastaan ryhtymään sijoitustoimenpiteisiin raportin johdosta. Pelkän tutkimusraportin lähettäminen ei välttämättä olisi suositus, kun taas viestin liittäminen raportin ohkeen voi muodostaa viestistä kokonaisuutena suosituksen.

<sup>97</sup> NASD NtM 01-23 mp, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

kukone, jonka avulla asiakas voi omatoimisesti hankkia saatavilla olevaa tietoa esimerkiksi erilaisista osakkeista ja sijoitusrahastoista. Etsintätulokset voivat vaihdella asiakkaan valitsemien hakukriteerien perusteella ja voivat näyttää esimerkiksi tuoreet uutiset ja linkkejä toisille sivustoille. Myöskään se ei ole suositus, että asiakkailla on mahdollisuus tilata välittäjältä sähköpostitse tai muutoin sähköisesti viestejä, joissa asiakkaita tiedotetaan uutisista, jotka vaikuttavat asiakkaan salkussa oleviin osakkeisiin. Uutisvälitys voi koskea esimerkiksi sijoittajan salkussa olevien osakkeiden arvomuutosta tai se voi olla yleisluontoista tiedotusta, ja asiakas voi valita, kuinka laajasti tämä vastaanottaa informaatiota.<sup>98</sup>

Suosituksiksi puolestaan katsottaisiin ohjeen mukaan esimerkiksi se, että välittäjä lähettää tietylle asiakkaalle elektronisen viestin, joka sisältää tiettyä osaketta koskevan hankintakehotuksen tai että välittäjä lähettää asiakkaalleen sähköpostia todeten, että asiakkaiden tulisi sijoittaa tietyn teollisuudenalan osakkeisiin, ja houkuttelee asiakkaitaan hankkimaan yhden tai useamman osakkeen kyseisen teollisuudenalan listalta. Suositus olisi lisäksi esimerkiksi välittäjän sivustollaan ylläpitämä arvopaperisalkun analysointiohjelma, johon asiakas voi syöttää sijoitustavoitteisiinsa ja henkilökohtaisiin olosuhteisiinsa (kuten ikä, taloudellinen asema, riskitoleranssi) liittyvää tietoa, jonka jälkeen välittäjä lähettää asiakkaalle näihin tietoihin perustuen listan tietyistä osakkeista, joihin sijoittamalla tai joita myymällä asiakas voi saavuttaa sijoituspäämääränsä. Lisäksi NASD katsoo, että suositukseksi katsottaisiin myös se, että välittäjä käyttää *data mining* -teknologiaa selvittääkseen asiakkaan taloudellista tai internetkäyttöä koskevaa toimintaa ja näihin tietoihin perustuen lähettää asiakkaalleen sijoitusehdotuksia osakkeiden ostamisesta tai myymisestä.<sup>99</sup>

Kun suitability-velvollisuuden olemassaolo riippuu tapauskohtaisesta harkinnasta, tulisi tässä harkinnassa NASD:n mukaan ottaa huomioon ainakin seuraavat seikat. Ensinnäkään välittäjä ei voi vastuuvapauslausekkein välttää annetusta suosituksesta seuraavaa suitability-velvollisuutta.<sup>100</sup> Välittäjän tulisi kiinnittää huomioita siihen, onko yleiseksi tiedottamiseksi tarkoitettu viestintä kohtuudella katsottavissa suositukseksi sen luonne ja kohdehenkilö huomioon ottaen. Erityisesti huomiota tulisi kiinnittää siihen

<sup>98</sup> NASD NtM 01-23, s. 3, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

<sup>99</sup> NASD NtM 01-23 mp, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

<sup>100</sup> Välittäjä voi kuitenkin ilmoittaa, että tietty tiedonanto on yleistä tiedottamista varten, eikä se siten pohjaudu kyseisen asiakkaan olosuhteisiin. Tämä voi selvittää asiakkaalle sitä, että tiedottaminen ei ole tarkoitettu suositukseksi. Tästä huolimatta tiedottamisen suosituksenluonteisuus ratkeaa kuitenkin aina sen sisällön, asiayhteyden ja esittämistavan perusteella. Ks. NASD NtM 01-23, s. 3, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.



asiakkaalle kohdistettuun viestintään, jonka voidaan katsoa kehottavan asiakasta osakkeen ostamiseen, myyntiin tai vaihtoon. Tällöin kysymys ei olisi pelkästään objektiivisesta tiedottamisesta. Toisaalta arvioinnissa otetaan huomioon myös se, onko viesti lähetetty asiakkaan nimenomaisesta pyynnöstä. Asiakas on voinut pyytää välittäjältä tietoa esimerkiksi tietyn osakkeen saavutettua asiakkaan määrittämän hintarajan tai yrityksen julkaistua tulostiedotteet. Asiakkaan pyyntöön perustuva tiedottaminen ei välttämättä täytä suosituksen kriteereitä, ja toisaalta välittäjän lähettämä tieto, jota asiakas ei ole pyytänyt, ei välttämättä sellaisenaan ole suositus.<sup>101</sup>

NASD:n ohje on hyvin yksityiskohtainen ja kuvastaa problematiikkaa, joka liittyy sen arviointiin, minkälainen arvopaperivälittäjän viestintä voidaan katsoa asiakkaalle annetuksi sijoitussuositukseksi. Suitability-velvoitteen hyvänä puolena on kuitenkin se, että asiakas ei käytännössä voi saada velvoitetta noudattavalta välittäjältään mielipidettä sisältävää tiedonantoa ilman, että välittäjä on arvioinut sen sopivuuden kyseiselle asiakkaalle.

## 4 SELONOTTOVELVOLLISUUS JA ARVOPAPERINVÄLITYKSEN OSAPUOLET

### 4.1 Arvopaperinvälittäjään kohdistuvia velvollisuuksia

#### 4.1.1 Arvopaperinvälittäjä sijoitusneuvojana

Sijoitusneuvojalta edellytetään, että hänen antamansa neuvonta on asiantuntevaa ja että neuvon antamisessa on noudatettu huolellisuutta. Voidakseen antaa asiantuntevaa ja huolellista sijoitusneuvontaa arvopaperinvälittäjällä tulee olla arvopaperimarkkinoiden yleistä ja sijoituskohteiden erityistä tuntemusta. Vaadittava asiantuntemus edellyttää puolestaan riittävää koulutusta ja käytännön kokemukseen perustuvaa ja ajan tasalla olevaa tietoa.<sup>102</sup> Sijoitusneuvojan tulee tuntea ainakin tavanomaiset sijoitusvälineet ja erityisesti ne sijoitusvälineet, joihin liittyviä palveluja hän tarjoaa ja jotka hän on asiakkaalle markkinoinnissaan tai muuten ilmoittanut tuntevansa.<sup>103</sup>

<sup>101</sup> Ks. NASD NtM 01-23, s. alav. 18, <http://www.nasd.com> 18.10.2004.

<sup>102</sup> KM 1989:36, s. 212.

<sup>103</sup> Mäntysaari 2001, s. 123.

Sijoitusneuvojan arvioidessa asiakkaalle sopivaa sijoituskohdetta tämän tulee ottaa huomioon asiakkaan yksilölliset tarpeet. Tällöin on vertailtava eri sijoituskohteita ammattitaitoiselta sijoitusneuvojalta edellytettävällä tavalla, ja vertailun tulee perustua tietoon. Sijoitusneuvojan edellytetään perehtyvän yleisesti saatavissa oleviin tietolähteisiin. Arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden osalta on tutustuttava liikkeeseenlaskijan itsestään antamiin tietoihin. Tämän lisäksi tulee tutustua myös muihin liikkeeseenlaskijasta julkaistuihin tietoihin. Sijoitusneuvojan velvollisuutena ei kuitenkaan ole perehtyä kaikkeen saatavilla olevaan informaatioon, vaan erityisesti vaaditaan ajankohtaisten tietojen hallintaa.<sup>104</sup>

#### *4.1.2 Velvollisuus ottaa huomioon asiakkaalta hankitut tiedot*

Selonottovelvollisuutta koskevissa arvopaperimarkkinain perusteluissa todetaan säännöksen tausta-ajatuksena olevan se, että sijoituspalveluntarjoajan on tunnettava asiakkaansa ja tämän sijoitustarpeet voidakseen palvella asiakasta tämän etujen mukaisesti. Laissa puolestaan arvopaperinvälittäjä veloitetaan yksiselitteisesti vain hankkimaan tiedot asiakkaalta. Arvopaperimarkkinain mukainen know your customer -periaate näyttäisi siten sellaisenaan edellyttävän vain, että arvopaperinvälittäjä ainoastaan hankkii asiakkaastaan ne tiedot, jotka ovat merkityksellisiä sijoitusneuvon antamisessa. Esimerkiksi Yhdysvalloissa NASD:n säännössä on välittäjälle ensinnäkin asetettu velvollisuus hankkia asiakkaalta ne tiedot, jotka sijoittajalle annettavan suosituksen arvioinnissa ovat merkityksellisiä.<sup>105</sup> Tämän lisäksi säännökseen on kirjoitettu suitability-vaatimus, jonka mukaan sijoittajalle annettavan suosituksen tulee olla asiakkaan olosuhteiden kannalta sopiva, ja että sijoitussuosituksen sopivuutta tulee arvioida nimenomaan niiden tietojen valossa, jotka välittäjä on asiakkaaltaan saanut.<sup>106</sup> Vastaavaa sääntelytapaa on noudatettu Isossa-Britanniassa FSA:n sääntelyssä, jossa erikseen veloitetaan täyttämään know your customer -veloitte ja hankittujen tietojen avulla suitability-vaatimus.<sup>107</sup>

Voidaanko sanoa, että arvopaperinvälittäjä on noudattanut AML:n mukaista selonottovelvollisuutta, kun hän on hankkinut tiedot asiakkaaltaan, mutta ei kuitenkaan ole antanut sellaista sijoitusneuvoa, jonka huolellisen välittäjän kyseisten tietojen perusteella olisi tullut asiakkaalleen antaa?

---

<sup>104</sup> Mäntysaari 2001, s. 124–125.

<sup>105</sup> NASD Rule 2310(b)

<sup>106</sup> NASD Rule 2310(a)

<sup>107</sup> COB 5.2.5R ja 5.3.5R.

Arvopaperinvälittäjän houkutuksena voi esimerkiksi parempien palkkioiden toivossa olla mahdollisimman monen asiakkaan hankkiminen, jolloin yksittäisen asiakkaan toimeksiannon hoitaminen saattaisi laadultaan heikentyä. Vastaavasti salkunhoitaja saattaa sisällyttää asiakkaan salkkuun riskipitoisempia sijoituskohteita kuin asiakkaan riskinsietokyky edellyttää.<sup>108</sup>

Vaikka arvopaperimarkkinain know your customer -velvoitteen ei katsottaisi edellyttävän hankittujen tietojen käyttämistä sijoitusneuvonnassa, välittäjän ei kuitenkaan ole mahdollista arvopaperimarkkinalakia rikkomatta jättää tietoja huomioon ottamatta. AML 4 luvun muista säännöksistä nimittäin seuraa, että välittäjä ei saa käyttää hyvän tavan vastaista menettelyä tai että välittäjän on pyrittävä välttämään eturistiriitatilanteita ja niiden syntyessä välittäjän on kohdeltava asiakasta hyvän tavan mukaisesti. Välittäjän on myös hoidettava asiakkaansa toimeksiannot huolellisesti asiakkaan edut huomioon ottaen. Kun arvopaperinvälittäjä on hankkinut asiakastaan koskevat tiedot, ei toimeksiannon huolellinen hoitaminen voi tapahtua ilman kyseisten tietojen huomioon ottamista. Lisäksi Ratan ohjeissa 201.7 todetaan nimenomaisesti, että välittäjän tulee saamiensa tietojen perusteella pyrkiä varmistumaan siitä, että asiakkaan taloudellinen vastuunkantokyky ja sijoituskokemus ovat riittäviä asiakkaan kaavailemiin tai tälle suositeltaviin sijoitustoimiin.<sup>109</sup>

Jos välittäjä on toiminut hänelle asetettujen velvollisuuksien mukaisesti, hänen vastuulleen kuuluvaksi ei voida – ilman erillistä sopimusta – katsoa arvopapereiden arvon heikkenemistä. Sijoittajan suojaksi säädetyt velvollisuudet eivät nimittäin poista sijoittajan omaa vastuuta, vaan sijoittaja vastaa viime kädessä itse sijoituspäätöksestään.<sup>110</sup>

Kun välittäjälle on asetettu selonottovelvollisuus asiakkaan riskipereferensseistä ja tiedonantovelvollisuus erityisistä riskeistä, voidaan kysyä, tuleeko välittäjän tämän lisäksi varmistaa, että asiakas on todella ymmärtänyt riskin, joka aiottuun sijoituskohteeseen liittyy. Kysymys voi olla

---

<sup>108</sup> Ei liene pelkästään teoreettinen ajatus, että välittäjä ei aina asettaisikaan sijoittajan intressejä etusijalle, vaan että välittäjän omat intressit saisivat enemmän painoa hänen toiminnassaan. Välittäjä voi esimerkiksi saada enemmän palkkiota riskipitoisempien osakkeiden myymisestä. Lisäksi riskipitoisempien osakkeiden sisällyttäminen asiakkaan salkkuun voi olla välittäjän houkutuksena sen vuoksi, että tällöin niiden myyminen voi perustellusti tulla nopeammin ajankohtaiseksi kuin vähemmän riskisten osakkeiden. Nopeampi osakkeiden myyminen ja uusien osakkeiden hankkiminen puolestaan lisäävät asiakkaan lukuun tehtyjen kauppojen määrää, jolloin välittäjä voi kokonaisuudessaan periä enemmän palkkioita. Ks. *Booth* 1999, s. 1610–1613.

<sup>109</sup> Rahoitustarkastuksen ohje 201.7, s. 8.

<sup>110</sup> HE 56/1998 vp, s. 33; KM 1989:36, s. 212.

mielenkiintoinen erityisesti niissä tapauksissa, joissa sijoituskohteena ovat vaikeasti ymmärrettävissä olevat johdannaisopimukset. AML:ssa ei ole nimenomaisesti tästä säädetty. Arvopaperilautakunta on kuitenkin ratkaisuun APL 2039/2002 katsonut, että välittäjän tiedonantovelvollisuuteen ei kuulu vastuuta siitä, että asiakas todella ymmärtää hänelle annetut tiedot. Ratkaisun mukaan tiedonantovelvollisuus on täytetty sillä, että tietojen antaminen on objektiivisesti arvioiden ollut riittävää.<sup>111</sup>

#### *4.1.3 Selonottovelvollisuuden vaikutus riskinarviointiin*

Selonottovelvollisuuteen kuulu se, että välittäjä selvittää asiakkaaltaan tämän tavoittelemaa tuotto- ja riskitasoa. Sijoitusmarkkinoilla tuotto-odotukset ja riski ovat yhteydessä toisiinsa. Voitaneen olettaa, että asiakkaan riskinsietokyky on näistä ensisijainen siten, että välittäjän tulee mitoitaa sijoitukseen liittyvä riski ensisijaisesti asiakkaan tavoitteisiin sopivaksi myös sellaisen asiakkaan osalta, joka ilmoittaa tavoitteekseen korkean tuoton, mutta joka toisaalta osoittautuu riskiaversiiviseksi sijoittajaksi. Käytännössä yritysrisikin hallinta edellyttää sijoitussalkun hajauttamista, ja kysymys onkin asiakkaan sijoitussalkun muodostamisesta sellaiseksi, että se vastaa asiakkaan riskinsietokykyä.<sup>112</sup>

Menestyvät yritykset ovat yleensä kasvavia ja kannattavia. Yritys, jolla on korkea oman pääoman tuotto-prosentti, tuottaa omistajilleen taloudellista lisäarvoa, jolloin myös osinkojen maksaminen omistajille helpottuu.<sup>113</sup> Riskiä kaihtavaa sijoittajaa ei ole perusteltua neuvoa sijoittamaan yritykseen, johon liittyy jotakin tavallisuudesta poikkeavaa, ja tällaisen sijoituskohteen osalta myös välittäjän erityisiä riskejä koskeva tiedonantovelvollisuus tulee kysymykseen. Sijoittaja ottaa nimittäin aina sitä suuremman riskin, mitä velkaantuneempaan yhtiöön hän sijoittaa.<sup>114</sup> Sijoituskohdetta

---

<sup>111</sup> Vertaa esimerkiksi Isoon-Britanniaan, jossa edellytetään, että asiakas todella ymmärtää riskin. COB 5.4.3R:n mukaan välittäjän ei tulisi antaa yksilöllistä sijoitusuusitusta tai toimia salkunhoitajana, ellei välittäjä ole kohtuullisin toimenpitein varmistunut siitä, että asiakas ymmärtää sijoitukseen liittyvän riskin. Tämä sääntö soveltuu kuitenkin vain yksityisiin asiakkaisiin.

<sup>112</sup> Osakkeenomistukseen liittyy yritysrisikin lisäksi markkinariski, jota ei voida yritysrisikin tavoin hajauttaa. Markkinariskiinkin vaikuttavat muun muassa korkotilanteen muutos, inflaatio-odotukset ja verolainsäädäntö. Markkinariskiinkin voidaan kuitenkin varautua poistumalla markkinoilta oikea-aikaisesti. *Kaisanlahti*, LM 1995 s. 1298–1299.

<sup>113</sup> *Saario* 2000, s. 44.

<sup>114</sup> *Saario* 2000, s. 132.

koskevista poikkeavista olosuhteista esimerkkejä ovat lunastus- ja ostotarjoukset, osakeannit ja yrityssaneeraukseen joutuminen.<sup>115</sup>

Yhdysvaltain oikeuskäytännössä sijoitussuosituksen asianmukaisuutta koskeva yleisin arviointikriteeri on riski. Riskin käsitteen määrittäminen sinänsä on vaikeaa, ja tällöin voi herätä kysymys siitä, miten liiallinen riskinottaminen voidaan perustella. Yleensä riittävää on kuitenkin yhteen osakkeeseen tai salkkuun liittyvän riskin vertaaminen toiseen osakkeeseen tai salkkuun liittyvään riskiin.<sup>116</sup> Osakesijoitusten hajautuksella salkkuun liittyvää riskiä voidaan pienentää ilman, että tuotossa tapahtuisi suurempia muutoksia. Yleensä on riittävää hajauttaa sijoitettava varallisuus kahteenkymmeneen eri sijoituskohteeseen yrityskohtaisen riskin eliminoimiseksi.<sup>117</sup> Osakkeisiin sijoittamisen yksi keskeisimmistä periaatteista on, että mitä enemmän otetaan riskiä, sitä tuottoisampaa sijoittamisen tulee olla. Voidaankin sanoa, että lähtökohtaisesti välittäjän voidaan katsoa epäonnistuneen sijoitussuosituksen antamisessa, jos esimerkiksi riskiä kaihettava sijoittaja on joutunut ottamaan välttämätöntä enemmän riskiä ilman mahdollisuutta suurempaan tuottoon.<sup>118</sup>

Hajauttamisesta huolimatta eri salkkujen riskipitoisuus vaihtelee toisiinsa nähden. Useissa välittäjän ja sijoittajan välisissä riita-asioissa on ollut kysymys siitä, että sijoittaja on katsonut salkun koostumuksen muuttuneen vastoin hänen tahtoaan riskipitoisemmaksi siitä, mitä se alun perin

---

<sup>115</sup> Arvopaperiasioiden käsikirja 1990, s. 19. Vrt. kuitenkin *Kaisanlahden* esittämä kritiikki hovioikeuden ratkaisua kohtaan tapauksessa, jossa välittäjä veloitettiin korvaamaan sijoittajalle osakkeiden myöhemmästä kurssilaskusta aiheutunut vahinko, kun välittäjä ei ollut ilmoittanut siitä, että yhtiö oli asetettu yrityssaneeraukseen. Päätöksen perustana oli AML:n 4:4.2 §:n mukainen tiedonantovelvollisuus. *Kaisanlahden* esittämä kritiikki perustuu taloudellispainotteiseen näkemykseen, jonka mukaan markkinahinnalla on osaltaan merkitystä informaation välittäjänä, ja erään tutkimuksen mukaan pörssikurssi on paras väline julkistetun informaation vaikutusten mittaamisessa. Kun sijoituskohteeseen liittyvät seikat näkyvät arvopapereiden hinnassa, ei välittäjältä tarvitse edellyttää näin pitkälle menevää tiedonantovelvollisuutta. *Kaisanlahti* toteaa, että edellä mainittu päätös lisäsi arvopaperinvälittäjien epävarmuutta siitä, mitä asiakkaalle on yksittäisestä sijoituskohteesta kerrottava ja että tällainen epävarmuus nostaa välityspalvelujen hintaa. *Kaisanlahti* 1999, s. 33–34, alav. 156.

<sup>116</sup> *Booth* 1999, s. 1600.

<sup>117</sup> Sijoituskohteiden lukumäärän lisäksi merkitystä on kuitenkin vielä osakkeiden lukumääräisellä jakautumisella eri sijoituskohteisiin. Hyvin hajautetussa salkussa jokaisen osakkeen määrä on valittu niin, että eri kohteisiin sijoitettujen varojen määrä on yhtä suuri. Vielä paremmin hajautetussa salkussa on useamman eri maan sijoituskohteiden osakkeita. Tutkimusten mukaan kansainvälisesti hajautetulla salkulla voidaan eliminoida lähes 90 % yrityskohtaisesta riskistä, kun pelkästään kotimaisista osakkeista koostuva salkku voi eliminoida enintään hieman yli 70 % riskistä. *Booth* 1999, s. 1606.

<sup>118</sup> *Booth* 1999, s. 1601.

oli ollut.<sup>119</sup> Tällöin on tärkeää verrata vanhan ja uuden salkun koostumusta keskenään. Vertailussa yksinkertainen ja luotettava riskin mitta on osto- ja myyntikurssin erotus.<sup>120</sup> Jos sijoittajalla ei aikaisemmin ole ollut sijoitus-salkkua ja hän epäilee salkkunsu riskipitoisuuden olevan liian korkea, voidaan tämän salkun riskiä verrata saman välittäjäyrityksen muiden asiakkaiden salkkuihin.<sup>121</sup>

#### *4.1.4 Arvopaperinvälittäjän velvollisuus tarkistaa asiakkaalta saadut tiedot*

Sijoitusneuvonnan tarkoituksena on, että asiakas kykenee muodostamaan olosuhteisiinsa nähden soveltuvan sijoituspäätöksen. Välittäjän antama sijoitusneuvo puolestaan perustuu niihin tietoihin, jotka asiakas on antanut itsestään. Asiakas on kuitenkin voinut erehdyksissään antaa arvopaperinvälittäjälle totuutta vastaamattomia tietoja esimerkiksi sijoitussalkkunsu koostumuksesta tai taloudellisesta tilanteestaan. Miten tulisi tällöin arvioida tilannetta, jossa välittäjä vastaanottamiinsa totuudenvastaisiin tietoihin luottaen antaa asiakkaan olosuhteita vastaamattoman sijoitusneuvon?<sup>122</sup>

Korkein oikeus on tapauksessa KKO 1999:80 ottanut kantaa siihen, voiko konsultti aina luottaa asiakkaaltaan saamiinsa tietoihin. Tapauksessa oli kysymys kommandiittiyhtiön myymiseen tai sen toiminnan ja omaisuudenjärjestelyyn tähdänneestä suunnittelusta, jonka yhteydessä tilintarkas-

---

<sup>119</sup> Syynä riskipitoisuuden muuttumiseen voi olla esimerkiksi se, että välittäjä on alkuperäisen salkun muodostamisen jälkeen omaksunut riskipitoisemman sijoitusstrategian, jonka vuoksi salkun sisältö on muuttunut riskisemmäksi. Sijoittajan alkuperäisen salkun on voinut muodostaa myös muu välittäjä kuin se, joka koostumusta on myöhemmin muuttanut, tai alkuperäinen salkku on voinut päätyä sijoittajalle esimerkiksi perintönä. Ks. *Booth* 1999, s. 1616.

<sup>120</sup> *Booth* 1999, s. 1601–1602.

<sup>121</sup> Toisaalta on mahdollista, että välittäjän sijoitusstrategian johdosta myös muiden salkkujen riski voi olla tavanomaista korkeampi. Toisen välittäjäyrityksen muodostamiin salkkuihin vertaaminenkaan ei välttämättä ole ongelmatonta, sillä eri yritysten käytännöt voivat olla toisistaan poikkeavat. Jonkin välittäjäyrityksen sijoitusstrategia voi tarkoituksellisesti olla riskipitoisempaa palvelujen ollessa tarkoitettu niille asiakkaille, jotka ovat halukkaita ottamaan sijoituksilleen suuremman riskin. Ks. *Booth* 1999, s. 1617.

<sup>122</sup> Sijoittajansuoja on nimenomaisesti riippuvainen asiakkaan ammattimaisuudesta, ja siksi tätä koskeva arviointi on erityisen tärkeä. Sijoittaja saattaa arvioida myös ammattimaisuutensa väärin, minkä vuoksi hän saattaa ilmoittaa itsensä ammattimaiseksi sijoittajaksi vaikka todellisudessa häntä ei voitaisi pitää ammattimaisena sijoittajana. Tältä osin APVY:n laatimassa ohjeessa on välittäjän huolellisuusvelvollisuuden todettu edellyttävän, että välittäjä arvioi myös itse, täyttääkö asiakas ammattimaisen sijoittajan kriteerit. Ks. APVY:n Ammattimaisen sijoittaja määritelmä, [www.apvy.fi](http://www.apvy.fi) 25.8.2004.

tusyhtiö oli antanut virheellisen neuvon asiakkaan kahden eri tontin vuokraoikeuksien luovutusten veroseuraamuksista. Toimeksiantoa hoitanut tilintarkastaja oli todennut, että vuokraoikeuksien luovuttaminen voisi tapahtua lähes verottomasti. Neuvo olisi ollut oikea, jos kommandiittiyhtiö olisi hallinnut tonttien rakennuksia ja maapohjaa siirtokelpoisen vuokrasopimuksen perusteella vähintään kymmenen vuotta. Kommandiittiyhtiö ei kuitenkaan ollut hallinnut toista tonttia kymmenen vuoden ajan nimenomaisesti siirtokelpoisen vuokrasopimuksen nojalla, vaan vuokrasopimus oli muuttunut siirtokelpoiseksi myöhemmin vuokrakauden aikana. Tämän vuoksi kyseisen tontin osalta edellytys, jonka varaan tilintarkastajan neuvo rakentui, ei täyttynyt. Asiakas ei puolestaan ollut käsittänyt vuokrasopimuksen siirtokelpoisuuden merkitystä ja oli kysyttäessä ilmoittanut tonttien hallinnan ylipäänsä kestäneen yli kymmenen vuoden ajan.

Tapauksessa oli siten kysymys siitä, kenen vastuulla on se, että neuvon antaneella toimeksisaajalla on ollut riittävät tiedot toimeksiannon suorittamista varten. Toimeksisaaja oli saanut asiakkaaltaan toimeksiannon täyttämiseksi käytetyt vuokrasopimuskauden kestoja koskevat tiedot, joiden täsmällisyyteen luottaen toimeksisaaja oli toimeksiannon täyttänyt. Tarkat tiedot olisivat kuitenkin olleet saatavilla toimeksiantajan vuokrasopimuksesta.

Korkeimman oikeuden ratkaisun mukaan toimeksisaajan on selvitettävä riittävän huolellisesti asian lopputulokseen vaikuttavat seikat, eikä hän siten voi luottaa oletuksiin asian oikeasta laidasta. Korkeimman oikeuden ratkaisun perusteluosassa todetaan:

Konsultti on antanut neuvonsa asiantuntijana. Hän on ollut tietoinen siitä, mikä vaikutus siirtokelpoisella vuokraoikeudella ja sen kestolla oli veroseuraamukseen. Hän ei ole voinut lähteä siitä, että asiakas<sup>123</sup> olisi tiennyt kyseisen erityistietämystä vaativan seikan merkityksen verotuksessa. Tämän vuoksi konsultin olisi täyttääkseen toimeksiannon huolellisesti tullut varmistua siitä, että hänen saamansa tiedot olivat täsmälliset, eikä hän ole saanut luottaa vain asiakkaan omaan asiantunteemukseen.

*Saarnilehto* näkee ratkaisun ongelmallisena. Ratkaisusta johtuu, että esimerkiksi asianajaja ei voisi luottaa asiakkaan suullisesti antamiin lausumiin, vaan tiedot tulisi aina tarkistaa asiakirjoista.<sup>124</sup> Korkein oikeus katsoi nimittäin perusteluissaan lisäksi, että toimeksisaaja ei olisi saanut tapauksessa tyytyä vain toimeksiantajaltaan suullisesti saamiinsa tietoihin, vaan hänen olisi tullut tarkistaa tarvittavat tiedot vuokrasopimuksesta, joka

<sup>123</sup> Nimi on muutettu.

<sup>124</sup> *Saarnilehto* 2000, s. 3.

oli ollut asiakkaalta saatavissa. Saarnilehto pitäisi erikoisena sellaista lähtökohtaa, jossa asiakas ei vastaisi omista sanoistaan toimeksisaajan kanssa asioidessaan. Perustellumpi lähtökohta olisi se, että toimeksisaaja täyttää huolellisuusvelvoitteensa varmistumalla siitä, että hänen saamansa tiedot ovat täsmälliset. Tiedon täsmällisyyden toimeksisaaja voisi varmistaa muotoilemalla asiakkaalleen esittämänsä kysymykset siten, että niihin annettavat vastaukset olisivat yksiselitteiset ja tarkat. Toimeksisaajan tulisi arvioida saamansa vastaukset ja pyytää tarvittaessa lisäselvitystä. Tiedon tarkistaminen asiakirjoista olisi Saarnilehdon mukaan vain yksi tapa varmistaa tietojen täsmällisyys.<sup>125</sup>

Myös *Mäntysaari* katsoo, että neuvontapalvelujen antajilla tulisi yleensä olla oikeus luottaa asiakkaalta saatuihin tietoihin. Mäntysaari viittaa esimerkkinä Saksassa vallitsevaan käytäntöön, jossa asianajaja voi luottaa asiakkaalta saamiinsa tietoihin ja asiakas vastaa antamiensa tietojen paikkansapitävyydestä. Jos asianajaja puolestaan huomaa tai hänen pitäisi huomata, että asiakkaan antamat tiedot eivät pidä paikkaansa, asianajajalla on velvollisuus ilmoittaa asiakkaalle paikkansapitämättömän tiedon merkityksestä.<sup>126</sup>

Saarnilehdon kanta vaikuttaa osuvalta myös arvopaperinvälittäjän toimeksiannon hoitamisen huolellisuutta arvioitaessa. Arvopaperimarkkinain esitöissä todetaan nimenomaisesti, että selonottovelvollisuuden täyttäminen ei edellytä asiakasta koskevien tietojen pyytämistä kirjallisesti, vaan riittävää on seikkojen vapaamuotoinen läpikäynti. Vaikuttaisikin perustellummalta näkemykseltä, että asiakas vastaa lähtökohtaisesti antamistaan tiedoista, mutta välittäjän epäillessä tietojen paikkansapitävyyttä, tai milloin tilanteeseen liittyy sellaisia monimutkaisia seikkoja, joiden välittäjän tulee käsittää olevan asiakkaalle vaikeita ymmärtää, hänen tulisi tarkentaa saamiaan tietoja esittämällä lisäkysymyksiä.<sup>127</sup>

---

<sup>125</sup> *Saarnilehto* 2000 mp.

<sup>126</sup> *Mäntysaari*, DL 2000 s. 267–268; *Mäntysaari* 2001, s. 126 ss.

<sup>127</sup> IOSCO:n *know your customer* -periaatetta koskevan ohjeen mukaan sijoituspalveluntarjoajan tulisi hankkia jokaiselta asiakkaalta tietoja tämän olosuhteista sekä tarjottua palvelua koskevista sijoitustavoitteista. Ennen sijoitusneuvon antamista palveluntarjoajan tulisi varmistua siitä, että annettava neuvo perustuu asiakkaan tarpeisiin ja olosuhteisiin koskeviin tietoihin, joiden oikean ymmärryksen neuvonantaja on huolellisella tavalla varmistanut. Ohjeessa ei varsinaisesti määritellä toimenpiteitä, jotka tietojen oikean ymmärryksen nimissä tulisi tehdä niitä kysyttäessä, mutta ohjeessa korostuu ajatus siitä, että asiakkaan olosuhteita koskevan tiedon arvioinnissa tulee noudattaa erityistä huolellisuutta, johon ei pelkästään asiakkaan antaman tiedon vastaanottaminen välttämättä riittäisi. Ks. IOSCO: Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry, s. 9, <http://www.iosco.org> 2.12.2004.



#### 4.1.5 Arvopaperinvälittäjän tietojen ajanmukaistamis- ja dokumentointivelvollisuus

Arvopaperinvälittäjän velvollisuutena on tietojen hankkimisen lisäksi varmistaa, että asiakasta koskevat tiedot eivät ole vanhentuneet. Arvopaperinvälittäjän tulee siten aika-ajoin tarkistaa ja tarvittaessa ajanmukaistaa kyseiset tiedot. Arvopaperimarkkina-alaissa tästä ei ole nimenomaisesti säädetty, mutta ajatus ilmenee lain esitöistä. Esitöissä todetaan, että tietojen hankkimisen ilmeinen tarpeettomuus voisi olosuhteiden vuoksi johtua siitä, että sama asiakas on *äskettäin* käyttänyt arvopaperinvälittäjän tarjoamaa vastaavaa palvelua.<sup>128</sup> Jos asiakkaan ja välittäjän välisestä edellisestä yhteydenpidosta on kulunut enemmän aikaa kuin esimerkiksi yksi vuosi, välittäjän tulee kysyä tiedot uudestaan asiakkaalta. Myös Isossa-Britanniassa on katsottu, että välittäjän tulee aika-ajoin tarkistaa asiakastaan koskevat tietonsa varmistuakseen, että ne pitävät paikkansa aina kulloinkin tarjottavan palvelun osalta. Tämä koskee erityisesti omaisuudenhoitoa, jossa välittäjä tekee sijoituspäätökset asiakkaan puolesta. Sellaisten asiakkaiden tietoja, jotka käyttävät välittäjän palveluja satunnaisesti, ei tarvitse kuitenkaan ajanmukaistaa jatkuvasti. Tällöin tietojen ajanmukaistaminen tulisi ajankohtaiseksi vasta sitten, kun asiakas seuraavan kerran käyttää välittäjän palveluja.<sup>129</sup>

Asiakasta koskevien tietojen ajanmukaistamisen lisäksi arvopaperinvälittäjän tulee säilyttää toimeksiantoja koskevat tiedot. Ratan ohjeen mukaan arvopaperinvälittäjällä tulee olla kirjalliset tiedot jokaisesta toimeksiannosta, sen muutoksesta ja peruutuksesta, ja tiedoista on lisäksi käytävä ilmi toimeksiantojen antamisen ajankohta. Kyseiset tiedot on säilytettävä riippumatta siitä, toteutuiko toimeksianto vai ei.<sup>130</sup> Tietojen dokumentoinnin ansiosta välittäjän ja asiakkaan välisen välityssopimuksen sisältö voidaan jälkepäin selvittää, jolloin helpottuu myös selonottovelvollisuuden noudattamisen jälkikäteen arviointi. Lisäksi arvopaperilautakunta on ratkaisusuosituksessaan APL 621/2002 katsonut hyvään tapaan sijoituspalvelutilanteessa sekä huolellisuuteen ja ammattimaisuuteen kuuluvan, että sijoitusneuvojana toimiva taho kykenee luotettavasti todentamaan, kuinka asiakastilanne on edennyt, mistä asioista on keskusteltu sekä mihin ratkaisuihin on päädytty ja millä perusteilla.

<sup>128</sup> HE 56/1998 vp, s. 74.

<sup>129</sup> FSA – Consultation paper 45a, s. 50, www.fsa.gov.uk 8.11.2004; COB 5.2.6.

<sup>130</sup> Rahoitustarkastuksen ohje 201.7, s. 16.

## **4.2 Asiakkaan ominaispiirteet ja selvitysvelvollisuus**

### *4.2.1 Asiakkaan henkilökohtaisten ominaisuuksien merkitys*

Arvopaperinvälittäjän tulee tiedustella asiakkaaltaan tämän taloudellista tilaa, sijoituskokemusta sekä sijoitusta koskevia päämääriä. Voidaan kuitenkin olettaa, että myös asiakkaan henkilökohtaisilla ominaisuuksilla on sellaista merkitystä, että niiden huomioon ottamista voidaan pitää perusteltuna. Välittäjän olisi hyvä ottaa huomioon esimerkiksi asiakkaan koulutustausta. Erään tutkimuksen mukaan korkeasti koulutetut henkilöt ovat sijoitustoiminnassa aktiivisempia kuin alhaisemman koulutustason omaavat ihmiset. Tämä voi osaltaan johtua siitä, että hyvä yleissivistys ja tietopohja lisäävät mahdollisuuksia selvittää osakekursseihin vaikuttavia seikkoja, jolloin osakesijoittamiseen liittyvä riskinhallinta on helpompaa ja osakkeisiin sijoittaminen turvallisempaa.<sup>131</sup> Kun välittäjän asiakkaana on vähemmän koulutautunut henkilö, voitaneen välittäjältä edellyttää suurempaa huolellisuutta selontotovelvollisuuden täyttämässä. Koulutustasualle ei kuitenkaan tule antaa ratkaisevaa merkitystä, sillä asiakkaan koulutus ei takaa sitä, että hänellä on kokemusta sijoitustoiminnasta.

Toinen asiakkaan henkilökohtaiseen ominaisuuteen liittyvä merkityksellinen seikka on hänen ikänsä. Sijoittajat voidaan periaatteessa karkeasti luokitella iän perusteella eri ryhmiin sen mukaan, kuinka kokeneita sijoittajia he ovat. Sijoituskokemusta voidaan arvioida olevan eniten 45–60-vuotiailla ja yli 60-vuotiailla, sillä he osallistuvat sijoitustoimintaan muita useammin. Vähiten sijoitustoiminnan kanssa tekemisissä ovat puolestaan 18–30-vuotiaat. Lisäksi sijoittamisen aktiivisuus eri ikäluokissa korreloi pitkälti käytettävissä olevan varallisuuden kanssa. Tutkimuksen perusteella voitaisiin siten päätellä, että esimerkiksi opiskelijoiden kokemuksen voidaan lähtökohtaisesti olettaa olevan keskimääräistä vähäisempää.<sup>132</sup> Toisaalta, kun asiakkaana on jo pidempään eläkkeellä ollut henkilö, voitaneen välittäjältä edellyttää normaalia enemmän tarkkaavaisuutta ja suuremman varovaisuuden noudattamista sijoituskohteiden valinnassa.

Iälläkään ei kuitenkaan ole katsottu olevan ratkaisevaa merkitystä arvioitaessa asiakkaan kykyä ymmärtää sijoitustoimien luonnetta. APL katsoi nimittäin ratkaisussaan 1555/2002, että ”asiakkaan ikä ei yksistään voi olla peruste olla tarjoamatta tai tarjota jotakin tiettyä sijoituspalvelua asiakkaalle, vaan lisäksi tarvitaan myös muita henkilöön liittyviä kriteerejä ja arviointeja”.

---

<sup>131</sup> Räsänen 2000, s. 231.

<sup>132</sup> Räsänen 2000 mp.

## 4.2.2 Asiakkaan selvitysvelvollisuus

Asiakkaan ominaisuudet vaikuttavat käytännössä siihen, kuinka perusteellista sijoitusneuvontaa asiakas tarvitsee. Sijoitusneuvonnan laajuus vaikuttaa puolestaan tehtävän selvitystyön laajuuteen. Kokeneemman sijoittajan, jota ei kuitenkaan voida katsoa ammattimaiseksi sijoittajaksi, voitaneen olettaa odottavan suppeampaa neuvontaa kuin sijoituskokemusta täysin vailla olevan sijoittajan.<sup>133</sup> Välittäjä ei kuitenkaan voine rajoittaa kokeneemmallekaan sijoittajalle antamaansa sijoitusneuvontaa ilman sijoittaja-aloitteista tahdonilmaisua.<sup>134</sup> Toisaalta AML 4 luvun 3a §:n mukaista selvitysvelvollisuutta ei tosiasiallisesti ole mahdollista noudattaa liukuvan asteikon mukaisesti eri tavalla eri asiakkaisiin, vaan selvitysvelvollisuus joko soveltuu tai ei sovellu.<sup>135</sup>

Kysymys on toisaalta välittäjälle asetetusta tiedonantovelvollisuudesta ja sen suhteesta sijoittajalta edellytettävään selvitysvelvollisuuteen. AML 4:4.2 :n edellyttämä välittäjän tiedonantovelvollisuus koskee sijoituskohteisiin liittyviä olennaisia seikkoja. Välittäjän tiedonantovelvollisuuden piiriin eivät siten kuulu asiat, joiden tulisi olla asiakkaan tiedossa yleisen elämäkokemuksen perusteella. Esimerkiksi sijoittajan oletetaan ymmärtävän, että osakkeiden kurssit voivat laskea.

Arvopaperilautakunnan ratkaisussa APL 210/2003 on otettu kantaa sijoittajalta edellytettävän selvitysvelvollisuuden laajuuteen. Tapauksessa sijoittaja oli antanut välittäjän internetpalvelussa ostotoimeksiannon erään yrityksen merkintäoikeuksista olettaen, että kun sijoituspalveluntarjoajan verkkosivuilta ei ollut toimeksiannon yhteydessä ilmennyt mitään normaalia poikkeavaa, merkintäoikeudet olivat olleet normaaleja osakkeita, ja että niiden omistukseen tai arvon säilymiseen ei liittynyt mitään erityisiä lisätoimenpiteitä. Osakkeiden lopullinen omistus vaati kuitenkin erillisen toimeksiannon antamista pankille, josta välittäjän olisi sijoittajan mukaan tullut erikseen varoittaa sivustoillaan. APL katsoi ratkaisussaan, että vaikka kysymyksessä oli execution only -välitys, ei välittäjän tiedonantovelvollisuus ollut kokonaan poissuljettu, vaan tiedonantovelvollisuuden alaisten tietojen tuli olla saatavilla palveluntarjoajan internetsivuilla. Kuitenkaan se, että välittäjällä oli tiedonantovelvollisuus, ei poistanut sijoittajan omaa, arvopaperin perusominaisuutta koskevaa selvitysvelvollisuutta. Kun asiakas oli valinnut kyseisen yrityksen arvopapereista erihintaiset ja eri kaupankäyntikustannuksilla varustetut merkintäoikeudet, palveluntarjoaja oli

<sup>133</sup> Mäntysaari, DL 2000 s. 251, jossa kysymys oli verokonsultin antamasta neuvosta.

<sup>134</sup> Tätä näkemystä voidaan perustella vakuutuslainsäädännön 5.2 §:n analogialla.

<sup>135</sup> Köndgen 1998, s. 128.

voinut luottaa asiakkaan ymmärtävän niiden olevan perusominaisuuksiltaan normaaleista osakkeista poikkeavia.

Kuten ratkaisussa mainitaan, kysymyksessä oli sellaisen toimeksiannon toteuttaminen, johon ei liittynyt sijoittajan sijoituskokemuksia huomioon ottavaa neuvontaa, ja siten AML 4 luvun 3a § ei tule sovellettavaksi. Sen sijaan välittäjällä on myös internetpalveluissa AML 4 luvun 4.2 §:n mukainen tiedonantovelvollisuus sijoituskohdetta koskevista olennaisista seikoista. Tapaus ei sinänsä selvennä sijoittajan selvitysvelvollisuuden laajuutta sijoitusneuvontatilanteessa, mutta ratkaisussa esitetystä toteamuksesta voitaneen tehdä johtopäätös, että jos sijoituspäätös olisi perustunut välittäjän antamaan sijoitusneuvontaan, sijoittajan oman selvitysvelvollisuuden laajuus olisi arvioitu suppeammaksi.<sup>136</sup> Aivan kokonaan asiakkaan oma selvitysvelvollisuus ei kuitenkaan poistu sijoitusneuvontatilanteessakaan.<sup>137</sup>

#### *4.2.3 Sijoittajan ammattimaisuus sijoittajansuojan poistavana tekijänä*

Arvopaperimarkkinain pääasiallisena tavoitteena on turvata markkinoiden tehokas toiminta ja suojata piensijoittajaa.<sup>138</sup> Tästä seuraa, että piensijoittajille tarpeelliseksi katsottu suoja ei koske samassa laajuudessa sijoittajia, jotka asiantuntemuksensa tai sijoitusaktiivisuutensa vuoksi on katsottava ammattimaisiksi sijoittajiksi.<sup>139</sup> Sijoittajan katsominen ammatti-

---

<sup>136</sup> Ratkaisuosituksessa sijoittajan selvitysvelvollisuutta arvioitiin nimenomaisesti sitä seikkaa vasten, että execution only -välityksessä ei anneta varsinaista sijoitusneuvontaa, vaan sijoittaja käy itsenäisesti kauppaa arvopapereilla.

<sup>137</sup> Ks. APL 121/2003, jossa asiakkaan ja pankkineuvojan välisen neuvonpidon jälkeen asiakas päätyi tekemään rahastomerkinnän, jonka yhteydessä hän sai rahastoesitteen. Asiakas teki vuotta myöhemmin vielä uuden merkinnän. Toisen rahastomerkinnän tekemisen jälkeen yleinen kurssitaso lähti laskuun, jonka jälkeen asiakas otti yhteyttä pankkineuvojaansa. Asiakas vetosi siihen, että pankkineuvoja ei ollut kertonut hänelle ensimmäisen rahastomerkinnän yhteydessä sijoituskohteeseen liittyvästä riskistä. APL katsoi jääneen epäselväksi, mitä asiakkaalle oli sijoitusneuvonnan yhteydessä kerrottu ja kuinka pankki oli muutoin huolehtinut selonotto- ja tiedonantovelvollisuudestaan. APL katsoi kuitenkin, että asiakas oli viimeistään toisen rahastomerkinnän yhteydessä tullut tietoiseksi sijoitusrahastosijoittamisen periaatteista ja riskeistä saatuaan ensimmäisen merkinnän yhteydessä rahastoesitteen. Mikäli asiakas ei ole tutustunut rahastoesitteeseen ja siinä annettuihin tietoihin on asiakas itse laiminlyönyt asiassa oman selonottovelvollisuutensa. Ks. myös *Hoppu* 2004, s. 336.

<sup>138</sup> HE 56/1998 vp, s. 6.

<sup>139</sup> Ammattimaisten sijoittajien tarve saada tietoa eri sijoituskohteiden erityispiirteistä on piensijoittajaa vähäisempi, sillä ammattimaiset sijoittajat tuntevat hyvin markkinoiden rakenteen, erilaiset sijoituskohteet ja niiden arvoon vaikuttavat seikat. Toisenlaista näkökulmaa edustaa se, että Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälisen kilpailukykyyn ylläpitämiseksi arvopaperimarkkinainsäädäntö on katsottu tarpeelliseksi laatia siten, että

maiseksi sijoittajaksi on merkityksellistä kahdella tavalla. Ensinnäkään ammattimaiset sijoittajat eivät kuulu sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa tarkoitetun sijoittajien korvausrahaston suojan piiriin (Sijoituspalvelulaki 38 §). Toiseksi eräät arvopaperinvälittäjiä velvoittavat arvopaperimarkkinalain 4 luvun säännökset eivät tule sovellettaviksi silloin, kun välittäjän asiakkaana on ammattimainen sijoittaja. Näiden lisäksi arvopaperilautakunnan tarjoamat palvelut eivät ole ammattimaisten sijoittajien käytössä.

Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuuden olemassaolo on riippuvainen sijoittajan sijoituskokemuksesta ja -taidosta, sillä AML:n mukaan välittäjällä on selonottovelvollisuus vain, jos se ei asiakkaan sijoituskokemukseen tai muihin olosuhteisiin nähden ole ilmeisen tarpeetonta. Hallituksen esityksen mukaan selonottovelvollisuuden mukaisten tietojen pyytäminen voi olla tarpeetonta esimerkiksi silloin, kun välittäjä tietää asiakkaan olevan ammattimainen sijoittaja.<sup>140</sup>

Arvopaperinvälittäjän asiakkaan ammattimaisuus voi perustua joko suoraan lakiin<sup>141</sup> taikka välittäjän tai asiakkaan tekemään ilmoitukseen.<sup>142</sup> Lain perusteella sijoittaja katsotaan ammattimaiseksi tämän statuksen perusteella, kun ilmoitusmenettely perustuu aina välittäjän tai sijoittajan omaan arvioon ammattimaisuuskriteerin täyttymisestä yksittäisen sijoittajan osalta.<sup>143</sup> Tällöin on tarpeen, että on olemassa yhtenäinen käytäntö, jonka perusteella arviointi tapahtuu. Arvopaperinvälittäjien yhdistys on tämän vuoksi AML 4:4.5 :n nojalla laatinut Rahoitustarkastuksen vahvistettavaksi esityksen perusteista, joiden mukaan sijoittajan ammattimaisuutta voidaan arvioida.<sup>144</sup>

---

ammattimaisille sijoittajille ja näille sijoituspalvelua tarjoaville yrityksille ei asetettaisi laissa tarpeettomia vaatimuksia. Ks. HE 56/1998 vp s. 32–33.

<sup>140</sup> HE 56/1998 vp, s. 73. *Mäntysaari* tosin katsoo, että arvopaperimarkkinalakia on direktiivin tulkintavaikutuksen vuoksi tulkittava sijoituspalveludirektiivin mukaisesti. Kun ammattimaisia sijoittajia ei sijoituspalveludirektiivin nojalla voi aina jättää suojan ulkopuolelle, niin arvopaperimarkkinalakia tulisi vastaavasti tulkita siten, että ammattimaiseksi katsottavaa sijoittajaa ei voida automaattisesti jättää sijoittajansuojan ulkopuolelle. Ks. *Mäntysaari* 2001, s. 18–19.

<sup>141</sup> AML 1 luvun 4 §:n 4 momentti 1–6 kohdat.

<sup>142</sup> AML 1 luvun 4 §:n 4 momentti 7–9 kohdat.

<sup>143</sup> HE 56/1998 vp, s. 68.

<sup>144</sup> Arvopaperinvälittäjien yhdistyksen esityksessä esitetään yleisiä perusteita, joiden nojalla asiakas voidaan katsoa ammattimaiseksi sijoittajaksi AML 1:4.4 :n kohtien 8–9 mukaisesti. APVY:n esityksen mukaan sijoitustoiminnassaan ilmeisen ammattimaisena pidettäviä yhteisöjä tai säätiöitä (AML 1:4.4 :n kohta 8) voisivat tyypillisesti olla erilaiset institutionaaliset sijoittajat, kuten erilaiset eläkerahastot, -säätiöt ja -kassat. Ilmeinen ammattimaisuus tarkoittaa esityksen mukaan mm. sitä, että yhteisön tai säätiön sijoitustoiminta on suunnitelmallista, aktiivista sekä usein myös volyymiltään huomattavaa. Huomionarvoista

Arvopaperivälittäjien yhdistyksen laatiman esityksen mukaan ammattimaisena sijoittajana pidetään sijoittajaa, joka tuntee arvopaperimarkkinoiden riskit ja sijoituskohteiden ominaisuudet niin hyvin, että hän kykenee tekemään itsenäisiä sijoituspäätöksiä sekä ymmärtämään ne riskit, jotka hänen tekemiinsä päätöksiin liittyvät. Lähtökohtaisesti merkityksellistä on aina sijoittajan sijoitustoimintaa koskeva ammattitaito. Ammattimaisuutta koskeva arviointi tehdään osittain objektiivisin kriteerein, tarkastelemalla esimerkiksi arvopaperikaupan laatua ja sijoitettavien varojen määrää. Arvopaperikaupan laadun osalta ammattimaisuutta puoltava seikka on esimerkiksi asiakkaan aktiivinen kaupankäynti arvopapereilla ja johdannais-sopimuksilla, minkä lisäksi arviointiin vaikuttaa kauppojen suuruus.<sup>145</sup> Sijoittajaa, joka toimii arvopaperimarkkinoilla vain satunnaisesti (muutaman kerran vuodessa), ei yleensä voida pitää ammattimaisena sijoittajana. Sijoitettavien varojen määrä indikoi sijoittajan ammattimaisuutta tai ei-ammattimaisuutta, mutta on kuitenkin huomioitava, ettei sijoitettavien varojen suuri määrä tee yksin sijoittajasta ammattimaista, vaan vaikutuksellista on lisäksi sijoittajan ammattitaito. Sijoitettavan varallisuuden vähäinen määrä on puolestaan selvempi osoitus siitä, että sijoittaja ei ole ammattimainen sijoittaja.<sup>146</sup>

---

on myös sijoitustoiminnan organisointi. Ilmeistä ammattimaisuutta osoittaa se, että yhteisön tai säätiön sijoitustoiminnasta vastaa oma toiminto tai että sijoitustoimintaa varten on nimetty asiantuntija. Sijoitustoiminnan organisointia olennaisempaa on kuitenkin aina yhteisön tai säätiön puolesta toimivien henkilöiden sijoitustoimintaa koskeva ammattitaito, minkä vuoksi esimerkiksi kaikkia kuntia ja seurakuntia ei lähtökohtaisesti voida pitää AML:ssa tarkoitettuina ammattimaisina sijoittajina.

Sijoittajan ammattimaisuus voi perustua myös asiakkaan omaan, kirjallisesti tehtyyn ilmoitukseen (AML 1:4.4 :n kohta 9), jossa asiakas katsoo ammattitaitonsa ja sijoituskokemuksensa perusteella olevan ammattimainen sijoittaja. Nämä sijoittajat voivat olla yhteisöjä, säätiöitä tai luonnollisia henkilöitä. Tyypillisesti tällaisia sijoittajia ovat esimerkiksi arvopaperikauppaa aktiivisesti harjoittavat pienehköt yhteisöt. Luonnollisista henkilöistä kysymykseen voivat tulla esimerkiksi arvopaperinvälittäjien tai muiden institutionaalisten sijoittajien sijoitusorganisaatioissa työskentelevät henkilöt. Ilmoituksen tulee aina perustua asiakkaan oma-aloitteeseen tahdonilmaisuuksiin, ja arvopaperinvälittäjän on tällöin arvioitava myös itse kyseisten kriteerien täyttyminen. Ks. myös HE 56/1998 vp, s. 69–70.

<sup>145</sup> Kauppojen suuruus sellaisenaankin voi puoltaa asiakkaan pitämistä ammattimaisena sijoittajana. Indikaationa asiakkaan ammattimaisuudesta on esimerkiksi se, että asiakkaalla on varallisuuden hoitoon erikoistunut rahoitusosasto tai sijoitustoiminnasta vastaava henkilö tai henkilöstö. Ks. APVY:n ammattimaisen sijoittajan määritelmä, <http://www.apvy.fi> 25.8.2004.

<sup>146</sup> Esimerkkinä APVY:n esityksessä mainitaan yhteisö tai säätiö, jonka sijoitettava varallisuus on suuri, mutta jonka sijoitustoiminnasta vastaavien henkilöiden arvopaperimarkkinoita koskeva asiantuntemus on vähäinen. Tällöin sijoittajaa ei voida lähtökohtaisesti pitää ammattimaisena sijoittajana. Ks. APVY:n ammattimaisen sijoittajan määritelmä, <http://www.apvy.fi> 25.8.2004.

#### 4.2.4 Sijoittajan ammattimaisuuden merkitys Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa

Yhdysvalloissa suitability-velvoite soveltuu myös ammattimaisiin sijoittajiin, mutta suppeammassa laajuudessa kuin ei-ammattimaisiin sijoittajiin. Ammattimaisiin sijoittajiin soveltuu nimittäin vain NASD Rule 2310(a), joka ei sinänsä edellytä tietojen hankkimista asiakkaalta, vaan arviointi tehdään niiden tietojen valossa, jotka asiakas on välittäjälleen kertonut.<sup>147</sup> Välittäjien menettelyltä edellytetään kuitenkin ammattimaistenkin sijoittajien osalta vastaavanlaista ammattimaisuutta kuin ei-ammattimaisen sijoittajan ollessa asiakkaana. Suitability-velvollisuus soveltuu ammattimaisiin sijoittajiin eri laajuudessa asiakkaasta riippuen. Velvoitteen laajuuteen vaikuttavat tärkeimmät seikat ovat asiakkaan kyky tehdä itsenäisiä riskiarvioita sekä mahdollisuus arvioida itsenäisesti välittäjän tekemää suositusta. Jos välittäjä arvioi, että asiakas kykenee arvioimaan riskin ja sijoitussuosituksen itsenäisesti ja tekemään niiden perusteella sijoituspäätöksen, on välittäjän suitability-velvoite täytetty. Muussa tapauksessa välittäjän tulee täyttää suitability-velvoite perusteellisemmin.<sup>148</sup>

Isossa-Britanniassa FSMA mahdollistaa sijoittajansuojan tarjoamisen myös ammattimaisille sijoittajille, mutta FSA:n päätettäväksi jää se, miten ammattimaisen sijoittajan suoja käytännössä toteutetaan. Know your customer -velvoite soveltuu siten sekä ei-ammattimaisiin että osittain myös ammattimaisiin asiakkaisiin. Ajatuksena on, että sijoitusneuvonnassa välittäjällä on selonottovelvollisuus vain ei-ammattimaisia asiakkaita kohtaan, kun taas salkunhoidossa know your customer -periaate tulee ottaa huomioon myös ammattimaisten sijoittajien ollessa asiakkaana. Tämä johtuu siitä, että salkunhoidossa välittäjä tekee asiakkaan puolesta tämän salkkua koskevat sijoituspäätökset, eikä sijoittajan omalla ammattimaisuudella ole päätöksenteossa merkitystä. Tällöin ammattimaisellakin sijoittajalla on oltava oikeus edellyttää palveluntarjoajan toimivan tavalla, joka on asiakkaan olosuhteiden kannalta sopiva. Tämänkaltainen lähestymistapa ei kuitenkaan sovellu täysin sijoitusneuvontatilanteisiin, sillä sijoitusneuvonnassa ammattimainen asiakas voi oman ammattitaitonsa nojalla arvioida yksittäisen sijoitussuosituksen hyväksyttävyyttä omien sijoituspäämääriensä kannalta.<sup>149</sup>

<sup>147</sup> Vrt. NASD Rule 2310(b)

<sup>148</sup> NASD Rule 2310, IM-2310-3.

<sup>149</sup> FSA – Consultation paper 45a, s. 52, [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk) 8.11.2004.

## 5 TULEVAISUUDENNÄKYMÄÄ – RAHOITUSVÄLINEIDEN MARKKINOISTA ANNETTU DIREKTIIVI

### 5.1 Direktiivin syntytausta

Rahoitusmarkkinoilla toimivien tahojen määrä on 1990-luvun aikana jatkuvasti lisääntynyt, ja tarjolla on nykyisin entistä monimuotoisempia palveluja ja rahoitusvälineitä. Yritykset ovat viime aikoina hankkineet rahoitusta yhä enemmän rahoitusmarkkinoilta vaihtoehtona pankkien myöntämille luotoille.<sup>150</sup> Sijoituspalveludirektiivin keskeisin puute on, että se ei takaa riittävästi yhdenmukaistamista toimilupien vastavuoroiselle tunnustamiselle eikä toimivia puitteita rajat ylittävän sijoitustoiminnan harjoittamiselle yhteisön alueella. Lisäksi vanhentuneet sijoittajansuojasäännökset eivät ota riittävästi huomioon uusia liiketoimintamalleja ja niihin liittyviä riskejä.<sup>151</sup>

Sijoituspalveludirektiivin 11 artiklan periaatteet ovat myös liian yleisiä käytännön soveltamistilanteissa ja lukuisat ”yleistä etua” koskevat poikkeukset ovat vaikeuttaneet niiden soveltamista. Tämän vuoksi sijoituspalveluyritykset eivät ole voineet täysipainoisesti käyttää perustamissopimuksen mukaisia oikeuksiaan sijoituspalvelujen tarjonnassa. Sijoittajansuojasäännösten vanhentuneisuuden takia niiden avulla ei kyetä käsittelemään moninaisia eturistiriitoja, joita syntyy, kun sijoituspalveluyritykset harjoittavat erilaisia toimintoja samassa yrityksessä sekä asiakkaiden että omaan lukuun.<sup>152</sup>

Muun muassa näiden syiden vuoksi katsottiin tarkoituksenmukaiseksi korvata sijoituspalveludirektiivi uudella direktiivillä. Huhtikuussa vuonna 2004 annettiin Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (2004/39/EY, MiFID),<sup>153</sup> jolla sijoituspalveludirektiivi kumotaan. Tämän jälkeen viittaukset direktiiviin 93/22/ETY katsotaan viittauksiksi direktiiviin 2004/39/EY.

Rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin myötä selkeytetään selonottovelvollisuuden sisältöä ja sen soveltumista execution only -välityspalveluihin. Komission laatimaan alkuperäiseen direktiiviehdotukseen sisältyi vaatimus, että selonottovelvollisuus soveltuisi myös execution only -välitykseen. Tämä ehdotus ei kuitenkaan mennyt parlamentissa sellaisenaan läpi, ja direktiiviä muutettiin siten, että execution only -sijoituspalvelujen tarjoaminen on jatkossakin mahdollista ilman palveluntar-

<sup>150</sup> KOM(2002) 625, s. 3.

<sup>151</sup> KOM(2002) 625, s. 6.

<sup>152</sup> KOM(2002) 625, s. 26.

<sup>153</sup> Direktiivi tuli voimaan 30. päivänä huhtikuuta 2004, ja sen tulee olla pantu täytäntöön jäsenvaltioiden tasolla viimeistään 30.4.2006.



joajan selonottovelvollisuutta. Selonottovelvollisuuden asettaminen execution only -välityspalvelumuodolle olisikin voinut tehdä siitä epätaloudellisen, ja kyseisen palvelumuodon tarjonta olisi voinut kannattamattomana loppua. Uudessa direktiivissä katsottiin tarpeelliseksi säätää sijoitusneuvonta toimiluvanvaraiseksi.<sup>154</sup>

Tässä kirjoituksen jaksossa on tarkoitus selvittää sijoitusneuvonnan käsitteen sisältöä uuden direktiivin valossa sekä käydä läpi niitä vaatimuksia, joita MiFID menettelytapasääntelyn osalta palveluntarjoajalle asettaa. Selonottovelvollisuutta koskevissa jaksoissa on ensin viitattu direktiivin säännökseen, jonka jälkeen kuvataan säännöksen taustalla vallitsevia ajatuksia. Säännösten sisältöä koskeva teksti perustuu CESR:n komissiolle annettavaan ehdotukseen<sup>155</sup> nk. toisen tason lainsäädännöksi, jolla on tarkoitus tarkentaa direktiivin sisältyviä säännöksiä.<sup>156</sup> Lopuksi käsitellään direktiivin II liitteen mukaista ammattimaisen sijoittajan käsitettä.

<sup>154</sup> Rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin liitteen I A-kohdassa on lueteltu erilaiset sijoituspalvelut ja -toiminnot. Luettelon viidennen kohdan mukaan sijoituspalveluiksi katsotaan sijoitusneuvonta (nykyisen sijoituspalveludirektiivin mukaan sijoitusneuvonta katsotaan puolestaan liitännäispalveluksi, ks. liitteen C-osan 6. kohta). Sijoitusneuvonta haluttiin sisällyttää uuden direktiivin ydinpalvelujen joukkoon siksi, että sijoitusneuvonnan merkitys on rahoitustoiminnassa lisääntynyt, minkä vuoksi sijoittajat ovat yhä enemmän riippuvaisia sijoitusneuvojen yksilöllisistä suosituksista. Sijoitusneuvonta katsotaan sijoituspalveluksi mm. siksi, että sijoitusneuvoja koskevat jatkossa sijoituspalveludirektiivin mukaiset ensimmäistä toimitiluppaa ja jatkuvia velvoitteita koskevat vaatimukset ja että yksinomaan sijoitusneuvontaa harjoittavat yritykset voivat harjoittaa liiketoimintaa rajat ylittävällä tasolla pelkästään kotijäsenvaltionsa viranomaisten valvonnassa. KOM(2002) 625, s. 32–33, 41.

<sup>155</sup> Komitea on laatinut tätä tarkoitusta varten lausunnot CESR/04-261b, <http://www.cesr-eu.org> 16.12.2004 ja CESR/04-562 <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>156</sup> Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean komissiolle annettava ehdotus toisen tason lainsäädännöksi perustuu niin sanotun viisaiden miesten komitean suosittelemaan lähestymistapaan eli niin sanottuun Lamfalussy-malliin. Malli on otettu käyttöön alun perin arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä ja sen tavoitteena on tehostaa ja nopeuttaa Euroopan unionin sääntelyn valmistelua ja soveltamista rahoitusmarkkina-asioissa. Lisäksi mallin tarkoituksena on edistää valvonnan ja sääntelyn yhtenäisyyttä Euroopan unionin alueella. Lamfalussy-prosessi on nelitasoinen. Ensimmäinen taso koostuu perusteellisia seikkoja koskevista asetuksista tai direktiiveistä. Tällä tasolla kysymys on niin kutsutuista yleisistä periaatteista, joilla vahvistetaan rahoituspalveluja koskevat keskeiset poliittiset valinnat, ja nämä pannaan täytäntöön komitologiamenettelyssä annettavalla yhteisön toisen tason lainsäädännöllä. Sääntely- ja valvajakomiteat, kuten CESR, avustavat komissiota täytäntöönpanotoimia koskevissa ehdotuksissa. Kolmas taso käsittää valvontaviranomaisten yhteistyön tehostamisen ensimmäisen ja toisen tason säännösten soveltamisessa. Neljäs taso koskee EU-lainsäädännön täytäntöönpanon ja noudattamisen valvontaa, joka on erityisesti Euroopan komission velvollisuus. Ensimmäisen tason sääntelyssä tulisi suosia asetuksia direktiivien sijaan. Ks. CESR04/-261b, <http://www.cesr-eu.org> 16.12.2004; EKP:n lausunto 2003, s. 6–7; *Pylkkönen* 2004, s. 67.

## 5.2 Sijoitusneuvonnan määritelmä

### 5.2.1 Sijoitussuosituksen käsite

Rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin 4(1) artiklan 4 alakohdan mukaan sijoitusneuvonnalla tarkoitetaan joko asiakkaan pyynnöstä tai sijoituspalveluyrityksen aloitteesta tapahtuvaa yksilöllisten suositusten antamista asiakkaalle yhdestä tai useammasta rahoitusvälineisiin liittyvästä liiketoimesta.

CESR arvioi mahdollisuutta omaksua suosituksen käsite ehdotukseen suoraan Euroopan komission direktiivistä 2003/125/EY.<sup>157</sup> Tämän direktiivin tarkoituksena on kuitenkin asettaa vaatimuksia yritysten laajemmalle yleisölle kohdistamien sijoitussuositusten, kuten tutkimusraporttien, esittämiseksi rehellisellä tavalla. Rahoitusvälineiden markkinoita koskevassa direktiivissä tarkoitettu suositus on kuitenkin tästä poikkeava, sillä sijoitusneuvojan antamat suositukset eivät yleensä ole luonteeltaan tutkimustulosten kaltaisia suosituksia, jotka kohdistetaan laajalle ja heterogeeniselle vastaanottajajoukolle.<sup>158</sup>

CESR määrittelee sijoitusneuvojan asiakkaalleen antaman ”suosituksen” neuvojan mielipiteeksi, joka koskee yhden tai useamman sijoitustoimenpiteen tekemisen arvoa kyseiselle asiakkaalle tai potentiaaliselle asiakkaalle. Suositus voi olla myös muu neuvojan antama ilmaus siitä, että tietty sijoitustoimenpide olisi asiakkaan kannalta suotuisa. Suosituksiksi katsotaan siten ainakin esimerkiksi arvopapereiden osto-, myynti-, merkinä-, vaihto-, lunastus- ja säilytyskehotukset. Suosituksia olisivat myös sijoitustoimien ajallista ulottuvuutta tai sijoitettavan pääoman määrää koskevat kehotukset. Suositukseksi katsotaan siten esimerkiksi se, että palveluntarjoaja neuvoo asiakastaan odottamaan kuukauden loppuun asti ennen varojen sijoittamista tiettyyn yhtiöön.<sup>159</sup>

Toisaalta pelkkää yleisluontoista, sijoitusinstrumentteja ja sijoituspalveluja koskevaa tietojen antamista ei tulisi pitää sijoitusneuvona, ellei tie-

---

<sup>157</sup> Komission direktiivillä pannaan täytäntöön Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (2003/6/EY) muun muassa sijoitussuosituksen asianmukaisen esittämisen osalta. Komission direktiivin artiklan 1(3) mukaan ”suosituksella” tarkoitetaan jakelukanaville tai yleisölle tarkoitettua tutkimustietoa tai muuta suoraan tai epäsuorasti sijoitusstrategiasuosituksia tai -ehdotuksia sisältävää tietoa yhdestä tai useammasta rahoitusvälineestä tai rahoitusvälineiden liikkeellelaskijasta, mukaan luettuina kaikki arviot tällaisten rahoitusvälineiden nykyisestä tai tulevasta arvosta tai hinnasta”.

<sup>158</sup> CESR/04-562, s. 8–9, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>159</sup> CESR/04-562, s. 9, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

donantamisen tarkoituksena ole antaa edellä mainittu sijoitussuositus joko implisiittisesti tai eksplisiittisesti. Näin ollen sijoitusneuvona ei tulisi pitää esimerkiksi luottoluokituksen tekemistä osakkeen liikkeeseenlaskijalle tai sijoitusinstrumenttia koskevaan sopimukseen liittyvien ehtojen sisällön selvittämistä asiakkaalle.

CESR:n pohdittavana oli myös se, tulisiko *palvelua* koskeva neuvo katsoa sijoitusneuvoksi (esimerkiksi neuvo käyttää tiettyä arvopaperinvälittäjää). Tätä puoltaisi se, että direktiivin 19 artikla 4 kohta edellyttää tietojen pyytämistä asiakkaalta, jotta välittäjä voisi suositella asiakkaalle sopivia *palveluja tai rahoitusvälineitä*. Toisaalta 4 (1)(4) artiklassa sijoitusneuvo määritellään rahoitusvälineisiin liittyvää sijoitustoimea koskevaksi suositukseksi. Kun toistaiseksi yhdessäkään Euroopan unionin jäsenvaltion lainsäädännössä ei säännellä palvelujen hankkimista koskevaa neuvoa, arvopaperimarkkinavalvojen komitean aikomuksena on ehdottaa komissiolle, että palvelua koskevaa neuvoa ei katsottaisi sijoitusneuvoksi.<sup>160</sup>

### 5.2.2 Sijoitussuosituksen yksilöllisyyden arviointi

Suositusta pidetään yksilöllisenä, kun se on annettu tietylle henkilölle sen sisältöisenä ja sillä tavoin, joko implisiittisesti tai eksplisiittisesti, että vastaanottaja voi perustellusti arvioida sen soveltuvan juuri hänen henkilökohtaisiin olosuhteisiinsa, ja jonka vuoksi vastaanottajalla on perusteltu syy uskoa suosituksen ottavan hänen erityinen tilanteensa huomioon. Näin ollen palveluntarjoajan antamaa suositusta pidettäisiin yksilöllisenä, jos kyseisen asiakkaan kaltaisessa asemassa oleva huolellinen sijoittaja arvioisi suosituksen tämän olosuhteisiin räätälöidyksi.<sup>161</sup>

Viestinnän suosituksenluonteisuutta ei voida välttää vastuuvapauslauskekein. Vastuuvapauslauseke voi kuitenkin vaikuttaa – joskaan ei yksinään ratkaisevasti – siihen arviointiin, onko palveluntarjoajan viestiä pidettävä asiakkaan olosuhteisiin muokattuna. Viestin luonnetta koskevassa arvioinnissa huomioidaan kaikkia siihen liittyviä seikkoja ja niiden muodostamaa kokonaisvaikutusta asiakkaaseen.

Sijoitusneuvoksi katsotaan myös ne tapaukset, joissa sijoitustoimenpidettä koskevan suosituksen antamisen olosuhteet osoittavat, että se perustuu asiakkaan henkilökohtaisiin olosuhteisiin. Suositus voi täten olla yksilöllinen, vaikka siihen ei nimenomaisesti liittyisikään asiakkaan olosuh-

<sup>160</sup> CESR/04-562 mp, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>161</sup> CESR/04-562, s. 10, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

teita koskevaa harkintaa. Esimerkiksi palveluntarjoajan toteamusta siitä, että asiakkaan olisi järkevää tehdä sijoitus tiettyyn yritykseen, voidaan pitää sijoitusneuvontana. Jotta palveluntarjoajan voitaisiin tällöin katsoa antaneen implisiittisen sijoitusneuvon, tulee suosituksen arvioinnissa huomioida osapuolten välisen suhteen luonne, heidän välillään käyty vuoro-vaikutus kokonaisuudessaan sekä muut relevantit tosiasiat. Seikkoja arvioitaessa huomioon voidaan ottaa esimerkiksi asiakkaan olemassa oleva sijoitussalkku, asiakkaan taloudellinen tilanne suosituksen antamisen hetkellä sekä sijoitusneuvon vastaanottamista koskeva sopimus. Viestinnän henkilökohtaisuus voisi siten olla kriteerinä erotettaessa sijoitussuosituksiksi katsottava viesti muusta välittäjän tiedonannosta.<sup>162</sup>

Arvopaperinvälittäjän ja asiakkaan suhteen henkilökohtainen luonne tai heidän välillään käyty kahdenkeskinen keskustelu voitaisiin ajatella riittäväksi seikaksi muodostamaan suositus yksilölliseksi. Tämä olisikin helposti sovellettavissa oleva kriteeri määritelmälle ”yksilöllinen suositus”. Tällaisesta arviointitavasta voisi kuitenkin seurata, että yksilöllisiksi suosituksiksi katsottaisiin myös direktiivissä tarkoitettut muut suosituksen käsitteet, kuten ”yleinen suositus” tai ”markkinointi-informaatio”. Näin olen myös sellaiset viestit, jotka eivät ole tarkoitettu henkilökohtaiseksi, voisivat tulla arvioiduksi yksilöllisiksi suosituksiksi. Esimerkkinä voidaan mainita uutta sijoitustuotetta mainostavan viestin tai tutkimusraportin lähettäminen asiakkaalle.<sup>163</sup>

Rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin suositus-käsite poikkeaa siis esimerkiksi Yhdysvalloissa omaksutusta käsitteestä. Yhdysvalloissa ei ole eri sisältöisiä suosituksen käsitteitä, vaan suositus erotetaan kaikesta muusta asiakkaalle esitettävästä informaatiosta, ja milloin suositus katsotaan annetuksi, tulee välittäjän täyttää edellytetty soveltuvuustesti.

## **5.3 Menettelytavat sijoituspalvelua tarjottaessa**

### *5.3.1 Menettelytapaa koskeva sääntely*

Direktiivin 19 artikla edellyttää sijoituspalveluyritykseltä rehellistä, tasa-puolista, ammattimaista ja asiakkaiden etujen mukaista toimintaa sijoituspalvelujen tarjonnassa. Artiklan 2–3 kohdissa on säädetty palveluntarjoa-

---

<sup>162</sup> CESR/04-562 mp, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>163</sup> CESR/04-562, s. 11, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

jan tiedonantovelvollisuudesta ja kohdissa 4–6 selonottovelvollisuudesta ja suosituksen soveltuvuusarvioinnista. Sijoituspalveluyrityksen on luotava arkisto, jossa säilytetään ne palveluntarjoajan ja asiakkaan välillä sovitut asiakirjat, joissa määritetään osapuolten oikeudet ja velvollisuudet (kohta 7). Lisäksi palveluntarjoajan on annettava asiakkaalle riittävät selvitykset tarjotusta palvelusta. Selvityksestä on käytävä ilmi asiakkaan lukuun suoritettujen liiketoimien ja palvelujen kustannukset. Selonottovelvoite soveltuu jo toimeksiantoa koskevaan neuvotteluvaiheeseen. Tämä käy ilmi sääntelytavasta, jonka mukaan tietoa tulee hankkia palveluntarjoajan asiakkaalta tai potentiaaliselta asiakkaalta.

CESR harkitsi komissiolle tehtävään ehdotukseen sisällytettävien menettelytapasääntöjen laatimista komitean vuonna 2002 antaman suosituksen pohjalta.<sup>164</sup> CESR katsoi kuitenkin, että se ei olisi mahdollista, koska MiFID:n säännökset poikkeavat suosituksesta siinä määrin, että toisen tason säännökset on syytä laatia uuden direktiivin säännöksiä vastaaviksi. Erityisesti CESR:n execution only -välitystä koskevaa aiempaa näkökantaa piti tarkistaa toisen tason lainsäädäntöehdotuksen antamista varten.

### 5.3.2 Sijoitussuosituksen soveltuvuusarviointi

Direktiivin 19(4) artiklassa säädetään palveluntarjoajan velvollisuudesta suorittaa sijoitussuositusta koskeva soveltuvuustesti, kun tämä tarjoaa asiakkaalleen sijoitusneuvontaa tai salkunhoitoa:

Tarjotessaan sijoitusneuvontaa tai salkunhoitoa sijoituspalveluyrityksen on hankittava tarvittavat tiedot asiakkaan tai potentiaalisen asiakkaan tietämyksestä ja kokemuksesta tietystä tuotteesta tai palvelusta sekä tämän taloudellisesta tilanteesta ja sijoitustavoitteista, jotta yritys voi suositella asiakkaalle tai potentiaaliselle asiakkaalle soveltuvia sijoituspalveluja ja rahoitusvälineitä.

Palveluntarjoajan velvollisuudella hankkia *tarvittavat tiedot* asiakkaalta tarkoitetaan sitä, että tietojen hankinnan laajuus voi olla erilainen tilanteesta riippuen. Jos yritys tarjoaa asiakkaalleen esimerkiksi sellaista sijoitusneuvontapalvelua, jossa huomioidaan asiakkaan kaikki sijoitustoimet, voi laajemman informaation hankkiminen olla perusteltua. Toisaalta tarjottaessa neuvontaa suhteellisen pieneen sijoitustoimeen, jonka kohteena on vähäriskisiä sijoitustuotteita, voi tiedon hankkiminen suppeammassa määrin tulla kysymykseen.<sup>165</sup>

<sup>164</sup> CESR/01-014d, <http://www.cesr-eu.org> 12.12.2004.

<sup>165</sup> CESR/04-562, s. 40, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

Sijoituspalveluntarjoajan tulee hankkia tietoa asiakkaan *tiettyä tuotetta tai palvelua* koskevasta tietämyksestä ja kokemuksesta. Tämä tarkoittaa sitä, että tietoa tulee siis hankkia niistä tuotteista tai palveluista, joista asiakas on kiinnostunut tai joita yritys aikoo suositella asiakkaalle. Tämän laajemmin tietoa ei tarvitse hankkia. Jos esimerkiksi asiakas on nimenomaisesti kiinnostunut osakkeista sijoituskohteina, ei palveluntarjoajan tarvitse tiedustella asiakkaan tietämystä ja kokemusta esimerkiksi johdannaissopimuksista tai execution only -välityspalvelusta.<sup>166</sup>

Jos asiakas ei anna kaikkea pyydettyä tietoa arvopaperinvälittäjälle, tulee välittäjän arvioivaksi se, onko vastaanotettu tieto riittävää, jotta välittäjä kykenee suorittamaan 19(4) artiklan mukaisen soveltuvuustestin ja tarjoamaan aiottua sijoitusneuvontaa tai salkunhoitoa. Jos palveluntarjoajan saama tieto ei riitä soveltuvuustestin suorittamiseksi, palveluntarjoaja voi antaa asiakkaalleen sijoitusneuvon tai salkunhoitopalvelua siinä laajuudessa, jossa tietoa on asiakkaalta saatu ja jonka perusteella palveluntarjoaja arvioi neuvon tai palvelun asiakkaalle soveltuvaksi. Tätä arviointitapaa tulee noudattaa esimerkiksi silloin, kun saatu tieto ei riitä sijoitusneuvon antamiseen erityisen monimutkaisten johdannaisten osalta tai korkean riskin salkunhoitopalvelua tarjotessa.

Sijoituspalvelun tarjoajalla tulee kuitenkin aina olla jotakin tietoa asiakkaastaan, erityisesti tämän sijoituspäämääristä, koska lähtökohtaisesti palveluntarjoaja ei voi tarjota sijoitusneuvontaa tai salkunhoitoa asiakkaalleen, jos tämä ei ole saanut asiakkaan taloudellisesta tilanteesta ja sijoitustavoitteista mitään informaatiota. CESR:n mukaan voisi kuitenkin ajatella, että palveluntarjoaja voisi tällöinkin tarjota pyydettyä palvelua, jos sijoittajansuoja on riittävällä tavalla varmistettu. Sijoituspalveluntarjoajan tulisi tällöin noudattaa esimerkiksi sellaista olettamusta, että asiakas on kokematon sijoittaja ja että rahoitusvälineinä sopivia ovat ainoastaan matalimman riskin omaavat sijoituskohteet, ja tarjota tämän olettamuksen mukaisia palveluja. Missään tapauksessa palveluntarjoajan kehoitus ei saa olla tietojen antamatta jättämisen synnä, vaan synnä tulee olla esimerkiksi asiakkaan osaamattomuus tai haluttomuus antaa tietoja.<sup>167</sup>

Hankittavan tiedon laadun ja laajuuden osalta CESR on harkinnut vain suuntaviivojen ja esimerkkien mainitsemista. Tämä johtuu siitä, että olisi epäkäytännöllistä laatia kattava esimerkkiluettelo asiakkaalta selvitetävistä seikoista, sillä luettelo olisi liian joustamaton eikä siinä voitaisi ottaa huomioon yksittäisen tilanteen erityisiä olosuhteita. Joissakin tilanteissa

---

<sup>166</sup> CESR/04-562, s. 40–41, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>167</sup> CESR/04-562 mp, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

joustamattoman luettelon noudattaminen voisi johtaa tarpeettomien tietojen selvittämiseen, kun taas toisissa tilanteissa luettelossa esitetyt seikat voisivat olla riittämättömät soveltuvuusarvioinnin tekemiseksi. Turhien tietojen hankkiminen ei palvele kenenkään etuja. Palveluntarjoajan näkökulmasta on kysymys ylimääräisen työn tekemisestä, ja toisaalta sijoittajat saattavat vältellä sijoitusneuvonnan hankkimista, jos heille esitetään tarpeettomia kysymyksiä.

Arvioidessaan kriteerejä, joiden valossa aiotun sijoituksen soveltuvuutta asiakkaalle voidaan yksittäistapauksessa arvioida, CESR huomauttaa, että salkunhoitajalla on yleensä valtuus tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä asiakkaansa lukuun, jolloin yksittäiset sijoituspäätökset tehdään ilman asiakkaan kanssa käytävää neuvonpitoa. Tällöin salkunhoitajan tekemä sijoituspäätös ei perustu asiakkaalle tehtyyn suositukseen. Tämän vuoksi käsitettä ”suositus” tulisi CESR:n mukaan tulkita 19(4) artiklan päämäärän valossa siten, että soveltuvuusarviointi tulee tehdä sekä silloin, kun salkunhoitaja tekee itsenäisiä sijoituspäätöksiä että silloin, kun sijoitusneuvoja tai salkunhoitaja antaa yksittäisen sijoitusneuvon. Palveluntarjoajan tulee suorittaa soveltuvuustesti jokaisen sijoitusneuvon osalta ja salkunhoitajan tulee varmistua siitä, että jokainen sijoituspäätös koskee sellaisia sijoitusvälineitä, jotka ovat sopivia asiakkaalle tämän sijoitustavoitteisiin nähden.<sup>168</sup>

Soveltuvuustesti ei kuitenkaan rajoitu pelkästään annettaviin sijoitusneuvoihin ja aiottuihin sijoituspäätöksiin, vaan salkunhoitajan tulee myös jatkuvasti tarkkailla asiakkaan sijoitussalkkua ja sen asianmukaisuutta asiakkaan sijoitustavoitteisiin nähden. Velvoite soveltuu vastaavasti myös sijoitusneuvojaan, kun tämä on sitoutunut neuvomaan asiakastaan esimerkiksi tietyn sijoituskohteen säilyttämisestä arvopaperisalkussa. Jotta välttyttäisiin tarpeettomien neuvojen antamiselta tai sijoituspäätösten tekemiseltä ja niistä aiheutuvilta ylimääräisiltä kustannuksilta, palveluntarjoajan tulee arvioida myös aiotun neuvon tai sijoituspäätöksen tarpeellisuutta ja asianmukaisuutta myös aikaisempien neuvojen tai päätösten valossa.<sup>169</sup>

CESR:n ehdottaman säännöksen mukaan palveluntarjoajan tulee 19(4) artiklan velvoitteet täyttääkseen kysyä asiakkaan tietämyksen ja kokemuksen osalta esimerkiksi asiakkaan aikaisempaa kokemusta sijoituspalveluista ja tuotteista, esimerkiksi aikaisemmin tehtyjen kauppojen luonnetta, volyyymiä, tiheyttä ja ajallista kestoa. Tähän voi myös sisältyä tietoa asiakkaan ammatista ja koulutuksesta. Asiakkaan taloudellista tilannetta selvitettyäessä

<sup>168</sup> CESR/04-562, s. 42, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>169</sup> CESR/04-562 mp, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

tulisi selvittää mm. hänen vakituisten tulojen määrä ja alkuperä. Sijoituspäämäärää selvitetessä asiakkaalta tulisi kysyä tietoa esimerkiksi suunnitellun sijoituksen ajallisesta kestosta ja riskinottohalukkuudesta. Ehdotuksen mukaan palveluntarjoajalla on oikeus luottaa tietoihin, jotka tämä on saanut asiakkaaltaan, elleivät tiedot ole ilmeisen epätarkkoja tai täydellisiä.

### *5.3.3 Sijoitustuotetta tai -palvelua koskeva soveltuvuusarviointi*

Palveluntarjoajalla on 19(5) artiklan mukaan muita palveluja kuin sijoitusneuvontaa tai salkunhoitoa tarjotessaan velvollisuus arvioida tarjotun tai pyydetyn palvelun tai tuotteen soveltuvuus asiakkaalle. Tämän artiklan kohdan ero edelliseen kohtaan on se, että tietoa ei pyydetä asiakkaalta siksi, että tälle voitaisiin suositella esimerkiksi tiettyä tuotetta ja palvelua ja samalla varmistua siitä, että suositus on asiakkaan olosuhteisiin sopiva. Jos asiakas on päättänyt tietynlaisen palvelun käyttämisestä tai tiettyyn sijoituskohteeseen sijoittamisesta, palveluntarjoajan tulee arvioida kyseisen palvelun tai sijoituskohteen soveltuvuus asiakkaalle. Direktiivin 19(5) artiklan säännöksessä soveltuvuuden arviointi ei ole itsetarkoitus, vaan ajatuksena on, että palveluntarjoajan havaitessa arvioinnin perusteella tuotteen tai palvelun olevan asiakkaalle sopimaton, hänen tulee varoittaa asiakastaan sen sopimattomuudesta. Sijoitustuotteiden osalta esimerkiksi johdannais sopimukset ja niihin liittyvät riskit voivat olla sellaisia, että niitä on kokemattomamman asiakkaan vaikea ymmärtää. Tämä säännös tuntuu vastaavan CESR:n vuoden 2002 suosituksen mukaista kantaa, joka koski execution only -välityspalvelua. Säännös soveltuukin execution only -välitykseen niissä tapauksissa, joissa 19(6) artiklassa asetetut edellytykset eivät täyty. Direktiivin 19(5) artiklan mukaan:

Jäsenvaltioiden on huolehdittava siitä, että sijoituspalveluyritys muita kuin 4 kohdassa tarkoitettuja sijoituspalveluja tarjotessaan pyytää asiakasta tai potentiaalista asiakasta antamaan tietoja tietämyksestään ja kokemuksestaan tietystä tarjotusta tai pyydetystä tuotteesta tai palvelusta voidakseen arvioida, soveltuuko suunniteltu sijoituspalvelu tai tuote asiakkaalle.

Jos sijoituspalveluyritys katsoo edellisen alakohdan mukaisesti saadun tiedon pohjalta, että tuote tai palvelu ei sovellu asiakkaalle tai potentiaaliselle asiakkaalle, sen on varoitettava asiakasta tai potentiaalista asiakasta. Tämä varoitus voidaan esittää vakiomuotoisena.

Jos asiakas tai potentiaalinen asiakas päättää olla antamatta ensimmäisessä alakohdassa tarkoitettuja tietoja tai antaa riittämättömät tiedot tietämyksestään ja kokemuksestaan, sijoituspalveluyrityksen on varoi-



tettava asiakasta tai potentiaalista asiakasta siitä, että asiakkaan päätös ei anna yritykselle mahdollisuutta määrittellä, onko suunniteltu palvelu tai tuote asianmukainen asiakkaalle. Tämä varoitus voidaan esittää va-kiomuotoisena.

Direktiivin 19(10) artiklan mukaan periaatteiden noudattamisessa on otettava huomioon mm. sijoittajan ammattimaisuuden aste. Miten palveluntarjoaja voi täyttää 19 artiklan mukaisen selonottovelvollisuuden ammattimaista asiakastaan kohtaan? Kysymys on 19(5) artiklan osalta mielenkiintoinen, sillä esimerkiksi ammattimaiset sijoittajat lienevät juuri sellainen asiakasryhmä, joka harvemmin käyttää esimerkiksi sijoitusneuvontaa arvopaperinvälityksessä. Onko palveluntarjoajalta edellytettävä aiotun tuotteen tai palvelun sopivuuden arviointia myös silloin, kun asiakkaana on ammattimainen sijoittaja? CESR on ottanut ehdotuksessaan kantaa kysymykseen, ja katsoo, että ammattimaisilta sijoittajilta ei tarvitsisi pyytää 19(5) artiklan mukaisia tietoja, ellei toisin ole osapuolten välillä sovittu, sillä ammattimaiset sijoittajat omaavat lähtökohtaisesti riittävää tietämystä ja kokemusta sijoituspäätöksen tekemiseksi. Tämän vuoksi ammattimaisten sijoittajien osalta on riittävää, että palveluntarjoaja määrittelee sen, voidaanko asiakasta pitää ammattimaisena sijoittajana direktiivin toisessa liitteessä mainittujen kriteerien perusteella. Tämän jälkeen ammattimaisten sijoittajien vastuulle voidaan jättää se, että ne itse määrittelevät palvelun sopivuuden itselleen. Tämä sääntö soveltuisi vastaavasti 19(4) artiklaan.<sup>170</sup>

### 5.3.4 *Execution only -arvopaperinvälitys*

Execution only -välityspalvelun tarjoaminen ilman selonottovelvollisuutta tulee aiemmin todetulla tavalla olemaan mahdollista MiFID:n täytäntöönpanon jälkeen. Direktiivin 19(6) artiklassa on kyseisen palvelun tarjoamiselle asetettu kuitenkin tietyt edellytykset. Nämä edellytykset eivät tosin vaikuta kovinkaan vaativilta. Karkeasti ilmaistuna execution only -palvelun tarjoaminen on mahdollista silloin, kun sijoituskohteena on yksinkertainen rahoitusväline, palvelua tarjotaan asiakkaan aloitteesta ja asiakasta on varoitettu siitä, että sopivuutta koskevaa arviointia ei tehdä. CESR:n vuoden 2002 suositus sijoituspalveludirektiivin tulkinnasta sisälsi execution only -välityksen osalta vaativampia toimia arvopaperinvälittäjältä kuin mitä lopulta voimaan tulleeseen MiFID sisällytettiin. Direktiivin 19(6) artiklan mukaan:

<sup>170</sup> CESR/04-562, s. 45–46, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

Sijoituspalveluyritysten tarjotessa sijoituspalveluja, jotka koostuvat pelkästään asiakkaan toimeksiantojen toteuttamisesta ja/tai näiden toimeksiantojen vastaanottamisesta ja välittämisestä oheispalveluin tai niitä ilman, jäsenvaltioiden on sallittava kyseisten sijoituspalvelujen tarjoaminen asiakkaille ilman 5 kohdassa säädettyjen tietojen hankkimista tai säädettyä soveltuvuuden määrittelemistä, jos kaikki seuraavat edellytykset täyttyvät:

- edellä mainitut palvelut liittyvät osakkeisiin, jotka on hyväksytty kaupankäynnin kohteiksi säännellyillä markkinoilla tai vastaavilla kolmansien maiden markkinoilla, rahamarkkinavälineisiin, joukkovelkakirjoihin tai muihin arvopaperistettuihin velan muotoihin (poislukien johdannaisia sisältävät joukkovelkakirjat tai arvopaperistetut velat), yhteissijoitusyrityksiin tai muihin yksinkertaisiin rahoitusvälineisiin. Kolmansien maiden markkinoita pidetään säänneltyjä markkinoita vastaavina, jos ne täyttävät vastaavat vaatimukset kuin III osastossa säädetyt vaatimukset. Komissio julkaisee luettelon markkinoista, joita pidetään vastaavina. Luettelo päivitetään säännöllisesti.
- palvelu tarjotaan asiakkaan tai potentiaalisen asiakkaan aloitteesta
- asiakkaalle tai potentiaaliselle asiakkaalle on selkeästi ilmoitettu siitä, että sijoituspalveluyrityksellä ei kyseistä palvelua tarjotessaan ole velvoitetta arvioida toimitetun tai tarjotun rahoitusvälineen tai palvelun soveltuvuutta, eikä asiakas tässä tapauksessa näin ollen kuulu liiketoiminnan menettelytapasäännösten antaman suojan piiriin; tämä varoitus voidaan esittää vakiomuotoisena
- sijoituspalveluyritys täyttää 18 artiklan mukaiset velvoitteensa.

Ensimmäisen edellytyksen mukaan sijoituskohteena tulee olla yksinkertainen rahoitusväline. Kyseisen edellytyksen kirjoitustavasta voidaan päätellä, että siinä mainitut sijoituskohteet ovat kaikki yksinkertaisia. Sellaisen rahoitusvälineiden yksinkertaisuutta, joita ei kyseissä artiklassa mainita, tulee arvioida erikseen. Toisaalta CESR:n mukaan johdannaisopimuksia ei voisi koskaan pitää yksinkertaisina rahoitusvälineinä.<sup>171</sup> Yksinkertaisia rahoitusvälineitä CESR:n mukaan ovat puolestaan sellaiset rahoitusvälineet, jotka ovat helposti realisoitavissa ja joihin liittyvä vastuu ei ylitä niihin sijoitetun pääoman määrää. Lisäksi yksinkertaisiin rahoitusvälineisiin liittyvän informaation tulee olla helposti saatavilla.<sup>172</sup>

Direktiivin johdanto-osan 30 kappaleen mukaan palvelu on lähtökohdaisesti katsottava tarjotun asiakkaan aloitteesta. Poikkeuksina ovat kuitenkin ne tilanteet, joissa sijoituspalveluyritys on lähettänyt asiakkaalle henkilökohtaisen viestin, johon asiakkaan antama toimeksianto perustuu ja joka sisältää sijoituskehotuksen tai jonka tarkoituksena on vaikuttaa asiak-

---

<sup>171</sup> CESR/04-562, s. 49, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>172</sup> CE0SR/04-562, s. 51, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

kaan päätöksentekoon tietyn toimeksiannon antamisen osalta. Asiakkaan aloitteesta tehdyiksi katsotaan kuitenkin ne toimeksiannot, jotka perustuvat asiakkaalle lähetettyyn, mainoksen tai tarjouksen sisältävään viestiin, jos viesti on kohdistettu yleisölle tai suuremmalle asiakkaiden ryhmälle mitä tahansa yleistä viestintävälinettä käyttäen.

Asiakkaan aloitetta koskeva edellytys on siinä mielessä perusteltu, että asiakas toimii yksin omalla riskillään execution only -välityspalvelua hyväksikäyttäessään. Palveluntarjoajan kannalta kysymyksessä on vaivattomasta tavasta hankkia välityspalkkioita, jonka vuoksi houkutusena voisi olla painostaa asiakasta käyttämään kyseistä palvelumuotoa. Siksi huomiota on kiinnitettävä myös siihen, että asiakkaan tekemä aloite ei johdu pelkästään palveluntarjoajan kehotuksesta tai taivuttelusta tehdä sijoitus execution only -palvelua käyttäen.<sup>173</sup>

## 5.4 Asiakkaan luokittelu ammattimaiseksi sijoittajaksi

Direktiivin liitteen II mukaan ammattimaisella sijoittajalla tarkoitetaan asiakasta, jolla on riittävästi kokemusta, tietämystä ja asiantuntemusta itsenäisten sijoituspäätösten tekemiseen ja niistä aiheutuvien riskien asianmukaiseen arviointiin. Direktiivin liitteessä II on määritelty ammattimaisen sijoittajan käsitteen sisältöä. Asiakkaat on jaettu kahteen pääryhmään sen mukaan, pidetäänkö sijoittajaa ammattimaisena sijoittajana jo lähtökohtaisesti<sup>174</sup> vai asiakkaan pyynnöstä<sup>175</sup>.

<sup>173</sup> CESR/04-562, s. 50, <http://www.cesr-eu.org> 18.12.2004.

<sup>174</sup> Lähtökohtaisesti ammattimaisina sijoittajina on pidettävä erilaisia toimiluvan saaneita tai rahoitusmarkkinoilla säänneltyjä tahoja, suuryrityksiä, kansallisia ja alueellisia hallituksia, keskuspankkeja sekä kansainvälisiä ja monikansallisia yhteisöjä. Lisäksi ammattimaisina asiakkaina on pidettävä muita yhteisösijoittajia, joiden tarkoituksena on rahoitusvälineisiin sijoittaminen. Näille tahoille on kuitenkin annettava mahdollisuus tulla pyynnöstä kohdelluksi ei-ammattimaisena sijoittajana, jolloin sijoituspalveluyritys voi tarjota niille kattavamman suojan.

<sup>175</sup> Muita kuin edellä mainittuja asiakkaita on lähtökohtaisesti pidettävä ei-ammattimaisina sijoittajina ja niille on tarjottava direktiivin edellyttämä suoja. Myös tällaisia asiakkaita voidaan pyynnöstä kohdella ammattimaisena sijoittajana, ja asiakas voi siten luopua sijoittajansuojasta. Luopuminen katsotaan päteväksi ainoastaan silloin, kun sijoituspalveluyritys on tehnyt riittävän laajan arvion asiakkaan asiantuntemuksesta, kokemuksesta ja tietämyksestä. Tämän arvion on annettava suunniteltujen liiketoimien tai palveluiden osalta kohtuulliset takeet siitä, että asiakas kykenee tekemään itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää niihin liittyvät riskit. Suojatoimenpiteistä luopumisesta huolimatta asiakkaalla ei kuitenkaan voida katsoa olevan edellä ammattimaisiksi sijoittajiksi katsottaviin sijoittajiin verrattavissa olevaa markkinatietoa ja -kokemusta. Ks. MiFID (2004/39/EY), LIITE II. Direktiivin mukainen sijoittajan luokittelu ammattimaiseksi tai ei-ammattimaiseksi sijoit-

Direktiivin liitteessä II on lueteltu kolme edellytystä, joista kahden tulee täytyä, jotta asiakasta voitaisiin tämän pyynnöstä pitää ammattimaisena sijoittajana. Direktiivissä edellytetään ensinnäkin, että asiakas on toteuttanut huomattavan suuria liiketoimia kyseisillä markkinoilla keskimäärin kymmenen kertaa neljännesvuodessa viimeisten neljän vuosineljänneksen aikana. Toisen edellytyksen mukaan asiakkaan sijoitussalkun tulee olla arvoltaan yli 500 000 euroa. Kolmantena edellytyksenä on, että asiakas työskentelee tai on työskennellyt rahoitusallalla ammattimaisesti vähintään vuoden ajan tehtävässä, joka edellyttää tietämystä suunnitelluista liiketoimista tai palveluista.

Näiden edellytysten lisäksi luopumiselta vaaditaan erityistä menettelyä. Asiakkaan tulee ilmoittaa kirjallisesti sijoituspalveluyritykselle tahdostaan luopua ei-ammattimaisen sijoittajan asemasta joko yleensä tai tiettyjen toimeksiantojen osalta. Sijoituspalveluyrityksen tulee tällöin kirjallisesti varoittaa asiakastaan ei-ammattimaista sijoittajaa koskevan suojan menettämisestä. Tämän jälkeen asiakkaan tulee vahvistaa erillisessä asiakirjassa tietoisuutensa seurauksista, jotka suojan menettämisestä koituvat. Ennen kuin sijoituspalveluyritys voi hyväksyä asiakkaan tekemän ilmoituksen, sen tulee varmistua siitä, että asiakas täyttää edellä mainitut vaatimukset.

## 6 LOPUKSI

Arvopaperisäästämisen suosion kasvu on arvopaperimarkkinoiden monipuolistuessa lisännyt tarvetta varmistaa sijoittajansuojan riittävä toteutuminen. Sijoituspalveludirektiivin valmisteluvaiheessa tähän pyrittiin sisällyttämällä 11 artiklaan yleisluontoiset arvopaperinvälittäjiä velvoittavat menettelytapaohjeet, joihin sisältyi arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuus.

Sijoituspalveludirektiivin johdosta arvopaperimarkkinalakiin lisättiin välittäjän selonottovelvollisuutta koskeva säännös. Tämän lisäksi velvollisuus on otettu huomioon myös Rahoitustarkastuksen norminannossa. Erään näkökannan mukaan sijoituspalveludirektiivin mukaista tiedonantovelvol-

---

tajaksi vastaa pitkälti FESCO:n puiteissa kokoontuneiden kansallisten arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten vuonna 2000 laatimaa ammattimaisen sijoittajan määritelmää. Ks. FESCO/00-124b, s. 43 ss; Komission tiedonanto – KOM/2000/0722, <http://europa.eu.int> 5.1.2005.

lisuutta ei voida täyttää ilman selonottovelvollisuuden noudattamista, sillä direktiivi edellyttää, että arvopaperinvälittäjä ottaa kaikessa tiedonannossaan huomioon asiakkaan taloudellisia olosuhteita ja sijoituspäämääriä koskevan tiedon. Tästä syystä selonottovelvollisuuden tulee soveltua myös sellaiseen arvopaperinvälitykseen, jossa ei anneta sijoitusneuvontaa. Ei kuitenkaan ole välttämättä perusteltua olettaa, että tarkoituksellisesti hyvin yleisluontoisiksi laadituista menettelytapaa koskevista periaatteista olisi johdettavissa hyvin yksityiskohtaisia vaatimuksia jäsenvaltioiden sääntelylle. Jäsenvaltioille on jätetty ”pelivaraa” menettelytapasäännösten kansallisessa täytäntöönpanossa. Arvopaperimarkkinalain selonottovelvollisuutta koskeva säännös näyttäisi siten täyttävän tällä hetkellä sijoituspalveludirektiivin asettamat vaatimukset siitä huolimatta, että se ei sovellu arvopaperinvälitykseen, jossa sijoitusneuvontaa ei tarjota.

Asiakkaan henkilökohtaiset ominaisuudet voivat olla merkityksellisiä arvioitaessa hänen kykyään muodostaa sijoituspäätöksiä, sillä näiden ominaisuuksien avulla välittäjä voi tehdä objektiivisia arvioita asiakkaan sijoituskokemuksesta. Kokematonkaan sijoittaja ei kuitenkaan voi täysin tukeutua arvopaperinvälittäjän antamaan sijoitusneuvontaan, sillä myös sijoittajalta vaaditaan selonottoa sijoitustoimintaa koskevista perusasioista. Välittäjän antaman sijoitusneuvonnan lisäksi asiakkaan voidaan edellyttää perehtyvän välittäjän antamiin sijoitusesseitsiin.

Neuvontapalveluntarjoajan tulee puolestaan noudattaa huolellisuutta arvioidessaan asiakkaalta saamia tietoja. Jos tiedon merkityksen ymmärtäminen perustuu esimerkiksi jonkin ammattialan erityisosaamiseen, neuvontapalvelun tarjoajalta voidaan edellyttää erityistä huolellisuutta. Tämä ei välttämättä tarkoita sitä, että palveluntarjoaja ei olisi oikeutettu luottamaan asiakkaan suullisesti antamiin tietoihin, mutta neuvontapalvelun tarjoajan olisi hyvä varmistua tiedon paikkansapitävyydestä esittämällä asiakkaalle tarkentavia kysymyksiä. Jos asiakas ei kykene antamaan epäselvyyden poistavia tietoja, seikan tarkistaminen asiakirjoista voi tulla kysymykseen.

Arvopaperimarkkinalaissa on sen säätämisestä lähtien edellytetty arvopaperinvälittäjältä huolellisuutta ja hyvän tavan noudattamista sijoitustoimeksiantojen toteutuksessa ja siihen liittyvässä sijoitusneuvonnassa. Sijoitustoimenpidettä koskevan neuvon antaminen edellyttää asiakkaan tuntemista. Sijoitusneuvontaa antavan välittäjän velvollisuutena on jo ennen sijoituspalveludirektiivin täytäntöönpanoa ollut asiakasta koskevien tietojen hankkiminen.<sup>176</sup> Tämän johdosta voidaan todeta, ettei sijoituspalvelu-

<sup>176</sup> KM 1989:36, s. 212.

direktiivin edellyttämän selonottovelvollisuuden lisääminen arvopaperimarkkinalakiin tuonut sisällöllisesti muutoksia Suomen oikeustilaan. Kysymys oli lähinnä aikaisemmin sopimusoikeuden yleisiin oppeihin perustuneen velvollisuuden ottamisesta säädännäisen oikeuden alaan. Arvopaperimarkkinalain säännös ja Rahoitustarkastuksen ohje ovat kuitenkin osaltaan täsmentäneet selonottovelvoitteen sisältöä.

Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa selonottovelvollisuus on säännelty kaksitahoisesti siten, että arvopaperinvälittäjälle asetetaan ensinnäkin velvollisuus hankkia asiakkaalta tämän sijoituskokemusta ja -tavoitteita koskevaa tietoa. Tämän lisäksi on erikseen säädetty, että asiakkaalle annettavan sijoitussuosituksen soveltuvuuden arvioinnin tulee perustua asiakkaalta kysytyihin tietoihin. Arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuus ei Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa ole kokonaan poissuljettu niissäkään tilanteissa, joissa asiakkaana on ammattimainen sijoittaja. Toisaalta selonottovelvollisuus ei sovellu ammattimaisiin sijoittajiin samassa laajuudessa kuin ei-ammattimaisiin sijoittajiin.

Sijoituspalveludirektiivin korvaava MiFID tuli voimaan vuoden 2004 huhtikuussa. Uudessa direktiivissä arvopaperinvälittäjän selonottovelvollisuutta on säännelty aikaisempaa seikkaperäisemmin, ja sääntely näyttäisi vastaavan Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa omaksuttua sääntelytapaa. Arvopaperimarkkinalain mukaista selonottovelvollisuuden sääntelyä jouduttaneen uuden direktiivin vuoksi muuttamaan, jotta velvollisuus perustuisi selvemmin sijoitussuosituksen antamiseen. Lisäksi execution only -välitykselle jouduttaneen asettamaan rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin vaatimat edellytykset. Mahdollista on myös, että arvopaperimarkkinalakiin säädetään selonottovelvollisuutta koskeva puitenormi, ja että Rahoitustarkastuksen sääntelyllä tarkennetaan velvollisuuden sisältöä ja sen soveltuvuutta.

## LÄHTEET

### Kirjallisuus

- Arvopaperiasioiden käsikirja. Sijoituspalveluyritykset, arvopaperien välitys, omaisuudenhoito. Kauppakaari Oy. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1990.
- Cruickshank, Christopher*: Is there a Need to Harmonise Conduct of Business Rules? In Ferrarini, Guido (ed.): European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond. Kluwer Law International Ltd. London – The Hague – Boston 1998, s. 131–134.
- Halila, Heikki – Hemmo, Mika*: Sopimustyypit. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1996.
- Hidén, Paulus*: Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Kauppakaari Oyj. Lakimiesliiton kustannus. Vantaa 2002.
- Hoppu, Kari*: Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. WSOY Lakitieto. Vantaa 2004.
- Joutsamo, Kari – Aalto, Pekka – Kaila, Heidi – Maunu, Antti*: Eurooppaoikeus. Toinen, uudistettu painos. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1996.
- Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Oy Edita Ab. Helsinki 1999.
- Köndgen, Johannes*: Rules of Conduct: Further Harmonisation? In Ferrarini, Guido (ed.): European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond. Kluwer Law International Ltd. London – The Hague – Boston 1998, s. 115–130.
- Mäntysaari, Petri*: Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja. Kauppakaari Oyj. Lakimiesliiton kustannus. Vantaa 2001.
- Pylkkönen, Pertti*: Arvopaperimarkkinoiden yhdentyminen. Teoksessa Koskenkylä, Heikki (toim.): Rahoitusmarkkinoiden integraatio. Vammala 2004, s. 39–70.
- Saario, Seppo*: Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. Kuudes, täysin uudistettu painos. WSOY. Juva 2000.
- Tiilikainen, Kaisa-Leena*: Arvopaperinvälitystoiminta. Teoksessa Hermunen, Tiina (toim.): Elinkeinovapaus ja alakohtainen sääntely. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja. Helsinki 1989, s. 111–134.

### Artikkelit

- Booth, Richard A*: The Suitability rule, investor diversification and using spread to measure risk. The Business Lawyer. Vol 54. No 4. 1999, s. 1599–1627.
- Kaisanlahti, Timo*: Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta – erityisesti kurssimanipulaatiosta markkinoiden toimintaa silmällä pitäen. LM 7–8/1995, s. 1280–1307.
- Lomnicka, Eva*: The Home Country Control in the Financial Services Directives and the Case Law. European Business Law Review. Vol 11. No 9 & 10. 2000, s. 324–336.
- Lowenfels, Lewis D. – Bromberg, Alan R.*: Suitability in securities transactions. The Business Lawyer. Vol 54. No 4. 1999, s. 1557–1597.
- Mäntysaari, Petri*: Verokonsultin vastuusta. DL 2/2000, s. 245–273.
- Räsänen, Pekka*: Osakesijoittamisen yleistyminen – Pala amerikkalaista unelmaa kaikille? Oikeus 2/2000, s. 225–234.
- Saarnilehto, Ari*: Toimeksiantosopimuksen rikkominen. Oikeustieto 3/2000, s. 2–3.
- Watkins, Owen*: The Proposals for Regulatory Reform of Financial Services in the United Kingdom. European Business Law Review. Vol 9. No 3 & 4. 1998, s. 107–112.

## Virallislähteet

- Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkina- ja sijoituspalvelulainsäädännön osaksi. (HE 157/1988 vp)
- Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 56/1998 vp)
- Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. (HE 110/2003 vp)
- Komiteamietintö 1989:36. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. (KM 1989:36)
- Rahoitustarkastus. Asiakkaan tunnistaminen asiakasta tapaamatta (Non-face-to-face tunnistaminen). Julkaisusarjat Dnro 21/720/98. Kannanotto K/15/98. Saatavilla [www.muodossa <http://www.rahoitustarkastus.fi/>](http://www.rahoitustarkastus.fi/). 29.5.2005.
- Rahoitustarkastus. Ohje sijoituspalvelun tarjoamisessa noudatettavista menettelytavoista. Ohje Nro 201.7. Dnro 11/268/98. Saatavilla pdf-muodossa [<http://www.rata.bof.fi/>](http://www.rata.bof.fi/). 29.5.2005.
- Rahoitustarkastus. Rahoitustarkastuksen sääntelyn linjaukset. Dnro 9/120/2004. Saatavilla pdf-muodossa [<http://www.rata.bof.fi/>](http://www.rata.bof.fi/). 29.5.2005.

## Muut viralliset julkaisut

- Committee of European Securities Regulators. A European Regime Of Investor Protection. The Harmonization Of Conduct Of Business Rules. CESR/01-014d. April, 2002. Saatavilla pdf-muodossa [<http://www.cesr-eu.org/>](http://www.cesr-eu.org/). 12.12.2004.
- Committee of European Securities Regulators. CESR's Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments. CESR/04-261b. June 2004. Saatavilla pdf-muodossa [<http://www.cesr-eu.org/>](http://www.cesr-eu.org/). 16.12.2004.
- Committee of European Securities Regulators. CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments. CESR/04-562. October 2004. Saatavilla pdf-muodossa [http://www.cesr-eu.org/contenu\\_consultation.php](http://www.cesr-eu.org/contenu_consultation.php)>. 18.12.2004.
- Euroopan keskuspankki. Euroopan keskuspankin lausunto, Euroopan unionin neuvoston pyynnöstä, joka koskee ehdotusta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi sijoituspalveluista ja säännellyistä markkinoista sekä neuvoston direktiivin 85/611/ETY, neuvoston direktiivin 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta (KOM(2002) 625 lopullinen). EYVL 2003/C 144/06.
- Euroopan yhteisöjen komissio. Ehdotus: Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sijoituspalveluista ja säännellyistä markkinoista sekä neuvoston direktiivin 85/611/ETY, neuvoston direktiivin 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2000/12/EY muuttamisesta. KOM (2002) 625, lopullinen.
- Euroopan yhteisöjen komissio. Komission tiedonanto – Sijoituspalveludirektiivin (93/22/ETY) 11 artiklan mukaisten menettelytapasääntöjen soveltaminen. KOM/2002/0722, lopullinen. Saatavilla [www-muodossa <http://europa.eu.int/>](http://europa.eu.int/). 5.1.2005.
- Forum of European Securities Commissions. Standards and Rules for Harmonizing Core Conduct of Business Rules for Investor Protection. FESCO/00-124b. February 2001.
- International Organization of Securities Commissions: Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry. May 2004. Saatavilla pdf-muodossa [<http://www.iosco.org/>](http://www.iosco.org/). 2.12.2004.



## Muut lähteet

- Financial Services Authority: The Conduct of Business Sourcebook. Consultation paper 45a. Saatavilla pdf-muodossa <[www.fsa.gov.uk/](http://www.fsa.gov.uk/)>. 8.11.2004.
- National Securities Association of Securities Dealers. Investor Education – Prohibited Conduct. Saatavilla www-muodossa <<http://www.nasd.com/>>. 18.10.2004.
- National Securities Association of Securities Dealers. Notice to Members 96-60. Clarification Of Members’ Suitability Responsibilities Under NASD Rules With Special Emphasis On Member Activities In Speculative And Low-Priced Securities. April 2001. Saatavilla pdf-muodossa <[http://www.nasd.com](http://www.nasd.com/)>. 18.10.2004.
- National Securities Association of Securities Dealers. Notice to Members 01-23. Suitability Rule And Online Communications. April 2001. Saatavilla pdf-muodossa <[http://www.nasd.com](http://www.nasd.com/)>. 18.10.2004.
- Suomen Pankkiyhdistys. Suomessa toimivien pankkien rahanpesun ja terrorismin estämisen ja selvittämisen toimintaperiaatteet. Syyskuu 2004. Saatavilla pdf-muodossa <<http://www.pankkiyhdistys.fi/>>. 4.12.2004.
- Unger, Laura S:* Speech by SEC Commissioner: Securities Law and the Internet. Practising Law Institute. New York, New York, 2000. Saatavilla www-muodossa <<http://www.sec.gov/>> 14.5.2004.
- U.S. Securities and Exchange Commission: On-Line Brokerage: Keeping Apace of Cyberspace. Special Study, November 1999. Saatavilla pdf-muodossa <<http://www.sec.gov/>>. 1.11.2004.

## OIKEUSTAPAUKSET

### *Korkein oikeus*

KKO 1999:80

### *Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositukset*

APL 621/20020  
 APL 1555/20020  
 APL 2039/20020  
 APL 121/20030  
 APL 210/20030

## LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495
APL	Arvopaperilautakunta
APVY	Arvopaperivälittäjien yhdistys ry
CESR	The Committee of European Securities Regulators
COB	Conduct of Business (FSA:n menettelytapasääntely)
FSA	The Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MiFID	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/39/EY rahoitusvälineiden markkinoista sekä neuvoston direktiivien 85/611/ETY ja 93/6/ETY ja Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2001/12/EY muuttamisesta ja neuvoston direktiivin 93/22/ETY kumoamisesta.
NASD	National Association of Securities Dealers
NYSE	New York Stock Exchange
OikTL	laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228
Rahanpesu-direktiivi	Neuvoston direktiivi 91/308/ETY rahoitusjärjestelmän rahanpesu-tarkoituksiin käyttämisen estämisestä
Rahanpesu-laki	laki rahanpesun estämisestä ja selvittämisestä 30.1.1998/68
Rahoitus-tarkastuslaki	laki Rahoitustarkastuksesta 27.6.2003/587
Rata	Rahoitustarkastus
SEC	Securities and Exchange Commission
Sijoituspalvelu-direktiivi	Neuvoston direktiivi 93/22/ETY sijoituspalveluista arvopaperi-markkinoilla A10.5.1993
Sijoituspalvelu-laki	Laki sijoituspalveluyrityksistä 26.7.1996/579

*Iiro Lähdevuori*

## KNOW YOUR CUSTOMER -PRINCIPLE AND THE OBLIGATION TO DEFINE CLIENT'S INVESTMENT NEEDS

The significance of the securities markets as a financing source for enterprises started to grow rapidly in Finland in the 1980s and the growth has continued to the new millennium. The nature of the securities markets changed when enterprises started to acquire financing from the public rather than from banks as before. The development also led to growth in interest towards securities trading among private households. The goal of securities markets is to obtain financing from investors for enterprises that may use the money more efficiently.

To achieve this goal securities markets' functionality needs to be secured. In order to do this, investors' trust in securities markets has to be ensured. As the above mentioned growth went on and an increasing number of inexperienced investors became active investors, it became an important goal for legislation to achieve investor protection. An essential factor in securing investors' trust is information. It is the duty of enterprises to disclose relevant information about their operations. However, this has not been considered sufficient enough in investor protection, and therefore investment firms are also obligated to disclose information about the intended investment to the customer.

In addition to intermediating securities, investment firms usually offer investment advice. When a broker gives investment advice to a customer, he gives a recommendation for an investment that he estimates to be suitable for the customer. This kind of recommendation goes beyond giving only general information about securities markets or the intended investment. In order to be able to determine the suitability of the intended investment for the customer, the broker must have information about his client. The purpose of know your customer -standard is to ensure that brokers obtain information about their customer's knowledge and experience in the investment field relevant to the specific type of product or service, his financial situation and his investment objectives before providing investment services.

The objective of this article is to clarify the regulatory basis of know your customer -principle in Finnish legislation and its contents and applicability in situations where an investment firm is providing investment services. The article demonstrates the way the principle is regulated in *The*

*Securities Markets Act* and it is compared to the requirements of the investment services directive (93/22/EEC, ISD). The article also estimates if the *Securities Markets Act* fulfills the requirements of the ISD. The Committee of European Securities Regulators (CESR) gave guidelines for the interpretation of the ISD in 2002. CESR's guidelines placed quite strict requirements on investment firms but these requirements had to be mitigated when CESR considered the technical advice on possible implementing measures of the directive 2004/39/EC on markets in financial instruments.

Securities broker's obligations that derive from know your customer -principle are explained in the article. In addition, broker's right to depend on the information that has been given by the customer is estimated and the relevance of customer's personal features, as well as the obligation of the customer to find out the basic features of securities markets are explained. The applicability of know your customer -principle to so-called execution only -brokerage and customer's professional character in relation to existence of the obligation are also estimated in the article. To understand the diversity of possibilities of regulating know your customer -obligation, it is useful to compare the judicial systems of different countries. Therefore, the way the obligation has been regulated in the United States of America and in Great Britain is reviewed.

The article concludes that the suitability obligation of the *Securities Markets Act* fulfills the requirements that are set out in the investment services directive. A securities broker is obligated to obey duty of care when enforcing commissions but he is, up to some point, also allowed to trust information given by the customer if there is no evident obscurity in the received information. The customer in turn is obligated to find out basic features of the securities markets and the intended investment by for example acquainting himself with the brochures the securities broker may have given him. The suitability obligation has not been affiliated with the investment services that only consist of execution of client's orders (execution only brokerage) in any of the regulations of the examined countries.

Estimating customer's professional character in relation to the existence of the suitability obligation varies depending on the country. According to The *Securities Markets Act*, know your customer -obligation does not apply to investment services if the client is not a private customer. For example, in the United States suitability obligation is not fully excluded from broker's obligations even if the character of the customer is estimated to be professional.

Know your customer -standard was included in The Securities Markets Act when ISD was implemented in Finland. It is fair to say that the standard did not change the Finnish legal state greatly because brokers have always been obligated by the contract law's doctrine to obtain information from the customer before giving investment advice. However, standard's inclusion in written law did clarify its contents and the development of the regulation will diversify the contents of the standard in the future.

