

Arvopaperimarkkinalain uudistuksen vaikutukset sijoituspalveluja tarjoavien yritysten toimintaan

Noora Vartiainen

Liiketalouden koulutusohjelma

<p>Tekijät Noora Vartiainen</p>	<p>Ryhmä Y06TA</p>
<p>Opinnäytetyön nimi Arvopaperimarkkinalain uudistuksen vaikutukset sijoituspalveluja tarjoavien yritysten toimintaan</p>	<p>Sivu- ja liitesivumäärä 53+12</p>
<p>Ohjaajat Petri Vainio, Seppo Suominen</p>	
<p>Arvopaperimarkkinalaki uudistui 1.11.2007. Lakiin tehtiin paljon muutoksia sekä siihen lisättiin säännöksiä erityisesti sijoittajan suojan näkökulmasta. Lain uudistumisen taustalla vaikutti Rahoitusmarkkinat direktiivin saattaminen voimaan. Direktiivin tarkoituksena oli integroida Euroopan unionin lainsäädäntöä rahoituspalveluiden sisämarkkinoiden osalta erityisesti lisäämällä kilpailua ja sijoittajansuojaa. Direktiivi johti myös lukuisten muidenkin lakien päivittämiseen.</p> <p>Suurimmat muutokset lakiin tehtiin tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden normistoa täsmentämällä. Lain uudistumisen myötä asiakkaat jaettiin luokkiin heidän tietämyksensä ja ymmärryksensä perusteella. Säännöksiä päivitettiin suurimmalta osalta koskemaan arvopaperinvälitystä ei-ammattimaisille asiakkaille.</p> <p>Lain muutoksen johdosta arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely selkiintyi ja yhdenmukaistui. Tulkinnan varaa jätettiin säännöksille vähemmän, kuin aiemmin. Sääntelyä tarkentamalla myös arvopaperimarkkina-alalla toimivien organisaatioiden toimintatavat yhdenmukaistuivat.</p> <p>Opinnäytetyön tavoitteena oli tuoda esille arvopaperimarkkinalain uudistumisen vaikutukset käytännössä sijoituspalveluja tarjoavien yritysten näkökulmasta. Tarkastelin aihetta myös sen tavoitteiden toteutumisen näkökulmasta. Opinnäytetyössä on keskitytty tarkastelemaan lain muutoksen vaikutuksia erityisesti asiakassuhteita koskevan menettelytapasääntelyn täsmentymisen osalta. Työ jakautuu teoria osioon sekä empiiriseen osioon, tosin pääpaino on teoriassa.</p> <p>Valitsin aiheen sen ajankohtaisuuden vuoksi. Mielenkiintoa lisäsi sen lisäksi se, ettei aihetta oltu ehditty tutkia paljoa.</p> <p>Työ toteutettiin 13.5.2008-2.3.2009 välisenä aikana. Tutkielma on toteutettu kvalitatiivisena tutkimuksena, johon on liitetty haastatteluja tukemaan teoriaosaa.</p>	
<p>Asiasanat laki, lain muutos, MiFID- direktiivi, arvopaperi, arvopaperimarkkinat</p>	

Business Administration and Economics

<p>Author Noora Vartiainen</p>	<p>Group Y06TA</p>
<p>The title of thesis The Effects of the Securities Market Law Modification on the Companies that Offers Investment Services</p>	<p>Number of pages and appendices 53+12</p>
<p>Supervisors Petri Vainio and Seppo Suominen</p>	
<p>The Securities Market Law was modified on 1. November 2007. The modifications were made particularly from the investor protection point of view. The Markets in Financial Instruments Directive was the reason why the law had to be modified. The purpose of the directive was to integrate the European Union's legislation on the financial services market. The main objectives of the directive were to increase competition and consumer protection in investment services. The Directive also led to the modification of numerous other laws.</p> <p>The biggest changes of the modification are in the field of informing clients. Investment firms are obliged to provide a level of information by giving information to the client as well as by finding out important facts of the customer. Firms have to know their customers. Customers were also divided into categories in relation to their knowledge and understanding.</p> <p>The aim of the Bachelor's thesis was to highlight the effects of the Securities Market Law renewal in practice. The thesis is made from an investment services provider's point of view.</p> <p>The thesis is divided into a theory section and to an empirical section, although the main focus is on the theory. I chose the topic because it was relevant. The fact that the issue had not been fully investigated before, increased my interest in the subject.</p> <p>The thesis was implemented during the period 13.5.2008-2.3.2009. The study was based on qualitative methods. Interviews have been added to the thesis to support the theory part.</p>	
<p>Key words law, law modification, MiFID- directive, security, security market</p>	

Sisällys

1 Johdanto.....	1
1.1 Aiheen valinta	1
1.2 Tutkimuksen tavoitteet.....	2
1.3 Tutkimusmenetelmät ja aineisto	2
1.4 Opinnäytetyön rakenne	3
1.5 Tutkimukseen valitut yritykset.....	4
2 Rahoitusmarkkinat ja niiden kehitys	8
2.1 Rahoitusmarkkinat	8
2.2 Arvopaperimarkkinoiden kehitys.....	11
2.3 Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kansainvälistyminen.....	12
2.4 Sijoituspalveluala ja sen toimijat.....	18
3 Arvopaperimarkkinalain muutokset.....	21
3.1 Soveltamisala.....	22
3.2 Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus	26
3.3 Markkinapaikkasääntely.....	30
3.4 Arvopaperikauppa ja sijoituspalvelujen tarjoaminen.....	34
3.5 Markkinoiden väärinkäyttöä koskevat säännökset	39
4 Arvopaperimarkkinalain muutosten vaikutukset käytännössä	43
5 Johtopäätökset.....	50
Lähteet	54
Litteet	

1 Johdanto

Lissabonissa maaliskuussa 2000 pidetyssä huippukokouksessa Euroopan unionille asetettiin uusi strateginen tavoite: unionista oli tehtävä maailman kilpailukykyisin talous vuoteen 2010 mennessä. Talouskasvun katsottiin edellyttävän kilpailuasteiden poistamista ja muista jäsenvaltioista peräisin olevien yritysten päästämistä kansallisille markkinoille yhdenvertaisin ehdoin. Tehokkaat ja avoimet rahoitusmarkkinat edistäisivät kasvua, sillä pääoma jakautuisi paremmin. (Euroopan parlamentti 2004.)

Yksi näistä lukuisista direktiiveistä, joita säädettiin Euroopan Unionin strategisen tavoitteen saavuttamiseksi, oli Rahoitusmarkkinat direktiivi (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID). Direktiivi saatettiin voimaan 1.11.2007. Kyseisen direktiivin avulla pyrittiin yhtenäistämään Euroopan unionin lainsäädäntöä rahoituspalveluiden sisämarkkinoiden osalta. Yhdentymisellä parannetaan edellytyksiä rahoitusmarkkinoilla tapahtuvalle kilpailulle ja vaihdannalle sekä suojataan sijoittajia. Direktiivillä pyritään innostamaan ja poistamaan epävarmuutta unionin jäsenmaiden rajojen yli tapahtuvaan sijoittamiseen. (Rahoitustarkastus 2008f.)

Direktiivien voimaan saattaminen johti lukuisten lakien tarkistukseen. Yksi näistä uudistamista vaativista laeista oli Arvopaperimarkkinalaki. Arvopaperimarkkinalaki uudistettiin 1.11.2007. Uudistettuun Arvopaperimarkkinalakiin (923/2007) tehtiin paljon muutoksia sekä siihen lisättiin säännöksiä erityisesti sijoittajan suojan näkökulmasta.

1.1 Aiheen valinta

Valitsin opinnäytetyön aiheekseni Arvopaperimarkkinalain uudistumisen, sillä aihe kiinnosti minua kovasti. Aiheesta ei ole saatavilla paljoa kirjallisuutta, mikä lisäsi haastavuutta sekä samanaikaisesti mielenkiintoani.

Arvopaperimarkkinalaki uudistettiin samoihin aikoihin, kun aloin pohdiskella opinnäytetyöni aihetta. Aiheen valinta tuntuikin itsestäänselvyydeltä huomattessani hallituksen esityksen eduskunnalle lain muuttamisesta. Aihe antoi mahdollisuuden sisällyttää opinnäytetyöhöni sekä rahoituksellisen että oikeudellisen näkökulman, joista molemmat ovat mielenkiinnon kohteitani. Aihe oli myös ajankohtainen.

1.2 Tutkimuksen tavoitteet

Opinnäytetyöni tavoitteena on selvittää, miten Arvopaperimarkkinalain muutokset ovat vaikuttaneet sijoituspalveluja tarjoavien yritysten toimintaan käytännössä. Alatavoitteena on selvittää, minkä vuoksi Arvopaperimarkkinalain muutos nähtiin tarpeellisena ja mitä siinä muutettiin.

Tutkimuksella pyritään vastaamaan seuraaviin kysymyksiin:

1. Mikä johti Arvopaperimarkkinalain uudistamiseen? Miksi se nähtiin tarpeellisena?
2. Mitkä ovat suurimmat muutokset Arvopaperimarkkinalaissa?
3. Mitkä ovat Arvopaperimarkkinalain muutoksen vaikutukset käytännössä sijoituspalveluja tarjoavien yritysten näkökulmasta?
4. Toteutuvatko lain muutoksen tavoitteet käytännössä?

Tutkimuskysymyksistä keskeisin on numero kolme eli lainmuutosten vaikutukset käytännössä sijoituspalveluja tarjoavien yritysten näkökulmasta. Erityisesti syvennyn pohdiskelemaan sijoituspalvelun tarjoajien asiakassuhteita koskevan menettelytapasääntelyn täsmentymistä sijoitusalan organisaatioiden näkökulmasta. Olen tutkimuksessani keskittynyt asiakassuhteen hoitamisen kannalta keskeisiin osa-alueisiin ja sen vuoksi olen jättänyt vähemmälle lain kohtiin tarkastamisen, jotka vain välillisesti koskettavat asiakassuhdetta.

1.3 Tutkimusmenetelmät ja aineisto

Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena tutkimuksena ja se perustuu lainsäädäntöön, arvopaperimarkkinoita ja niiden kehitystä kuvailemaan ja tarkentavaan kirjallisuuteen, ajankohtaisiin tiedotteisiin ja puheisiin sekä alan toimijoiden muihin verkkojulkaisuihin. Opinnäytetyöhön on liitetty haastatteluja, jotta tutkimus saataisiin mahdollisimman käytännönläheiseksi ja konkreettiseksi.

Tutkimus on luonteeltaan kirjallisuustutkimus, jossa teoreettisen viitekehyksen muodostavat pääosin arvopaperimarkkinalainsäädäntö sekä kirjallisuus. Olen valinnut tutkimukselleni näkökulmaksi sijoitusalan organisaatioiden näkökulman, enkä niinkään keskity kuluttajan

näkökulman tarkastelemiseen.

Kirjallisen aineiston löytäminen oli erittäin vaikeaa, sillä aiheesta ei ole ehditty kirjoittaa kirjallisuutta. Sen vuoksi olen käyttänyt erityisen paljon tiedotteita ja muita verkkojulkaisuja lähteissäni. Valitsin verkkolähteikseni luotettavia alan organisaatioita, jotta tutkimustyön luotettavuus ei kärsisi. Muutamia kriteereitä, joiden avulla arvioin Internetistä löytyvän tiedon ja tiedonlähteiden luotettavuutta oli esimerkiksi tunnettuus sekä asiantuntisuus. Tällaisia tahoja ovat olleet esimerkiksi Rahoitustarkastus, Valtiovarainministeriö ja Arvopaperivälittäjien yhdistys.

Tilastokeskuksen listauksen mukaan tällä hetkellä Suomessa toimii 45 sijoituspalveluyritystä. Tutkimuksen toteutan haastatteluna avoimin kysymyksin, joten otoksen koolla ei ole niin paljon merkitystä kuin jos olisin tekemässä kvantitatiivista tutkimusta. Pääasiallisena tehtävänä on saada tutkimukseen mukaan mahdollisimman heterogeeninen joukko sijoituspalveluja tarjoavia yrityksiä, jotta se kattaisi mahdollisimman laajasti lain muutoksen käytännön vaikutukset. Samalla tavalla olen valinnut myös haastateltavat henkilöt. Valitsin tutkimuskohteiksi sijoituspalveluja tarjoavia yrityksiä sekä muutaman alan toimintaa valvovan organisaation.

1.4 Opinnäytetyön rakenne

Opinnäytetyöni jakautuu viiteen päälukuun, joista ensimmäinen on johdanto. Ensimmäisessä luvussa esitetään tutkimusongelmat, tavoitteet, rajataan aihetta sekä esittelen tutkimusmenetelmät ja aineiston.

Luvussa kaksi taustoitetaan rahoitusmarkkinoita yleisesti ja arvopaperimarkkinoiden historiaa, jotta konteksti arvopaperimarkkinalain muuttamiselle ei jää epäselväksi. Seuraavana esittelen rahoitusvälineiden kansainvälistymisen, erityisesti Euroopan unionin, vaikutukset rahoitusmarkkinoiden kehitykseen. Kansainvälistymisen kehityksessä paneudun erityisesti MiFID- direktiivin vaikutukseen lain muuttamiselle. Luvun lopussa esittelen sijoituspalvelualalla toimivia organisaatioita lyhyesti.

Luvussa kolme tutkitaan, mikä arvopaperimarkkinalaissa muuttui ja mikä edelsi muutosta. Kyseinen luku perustuu uuden sekä vanhan arvopaperimarkkinalain muutoksien tulkintaan ja

kirjallisuuteen. Luku on konkreettinen ja perustuu suurimmalta osalta kirjoitetun lain tulkintaan, kun taas seuraavassa, neljännessä, luvussa pohja on empiriassa. Neljäs luku perustuu haastatteluiden avulla kerättyyn aineistoon, ja siinä paneudutaan erityisesti muutosten vaikutukseen käytännössä.

Viimeisessä viidennessä luvussa esitetään tutkimuksen johtopäätökset sekä yhteenveto tutkitusta aiheesta. Luvussa esitetään myös mahdollisia jatkotutkimus ehdotuksia.

1.5 Tutkimukseen valitut yritykset

Pyrin valitsemaan tutkimukseen mahdollisimman heterogeenisen ryhmän sijoitusalueella toimivia yrityksiä ja organisaatioita. Pyrin muodostamaan joukon valitsemalla eri suuruisia sijoituspalveluyrityksiä sekä palvelujakaumaa tarkkailemalla. Tutkimuksen kohteena olevien yritysten tuli antaa mahdollisimman laaja kuva lain muutoksen vaikutuksista. Tarkoituksena oli valita yritykset koon puolesta toimeksiantojen lukumäärän mukaisesti, mutta tietoa ei valitettavasti ollut saatavilla.

Alalla toimijoita on Tilastokeskuksen mukaan 45 kappaletta (katso liite 3). Haastattelin tutkimustani varten viittä henkilöä kolmesta sijoituspalveluja tarjoavasta yrityksestä, Rahoitustarkastusta sekä Arvopaperinvälittäjien yhdistystä. Tavoitteena oli saada haastatteluja viideltä sijoituspalveluyritykseltä, mutta valitettavasti sain haastattelut vain kolmelta yritykseltä, joita olivat Nordea, Nooa pankki ja Osuuspankki. Osuuspankista haastattelin kolme eri tehtävissä toimivaa henkilöä. Valitsin tutkimuksen kohteeksi sijoituspalvelujen tarjoajien lisäksi muutaman valvovan organisaation, jotta tutkimuksella selvitettäisiin myös lain muutoksen tarkoituksen toteutuminen käytännössä.

Haastattelun avulla pyrin kartoittamaan sijoituspalveluja tarjoavien yritysten toiminnassa tapahtuneita muutoksia. Lähtökohtaisesti keskityin erityisesti sijoituspalvelujen myynnin, tuotesittelyn ja sijoitusneuvonnan aikana tapahtuviin konkreettisiin varmistustoimiin, joilla taataan asiakkaan etu ja lain toteutuminen.

Rahoitustarkastus

Rahoitustarkastus valvoo sen valvottaviksi säädettyjen ja muiden rahoitusmarkkinoilla

toimivien toimintaa, kuten pankkeja ja muita luottolaitoksia, sijoituspalveluyrityksiä, rahastoyhtiötä ja pörssiä. Rahoitustarkastus ohjaa lisäksi rahoitusmarkkinoilla toimivia noudattamaan toiminnassaan hyviä menettelytapoja sekä edistää tietämystä rahoitusmarkkinoista. Rahoitustarkastuksen toiminnan tavoitteena on rahoitusmarkkinoiden vakaus ja luottamuksen säilyminen rahoitusmarkkinoiden toimintaan. (Laki Rahoitustarkastuksesta 1 luku 2-3 §.)

Rahoitustarkastuksen ydintoimintoihin kuuluvat valvonta ja sääntely, joista valvonta jakautuu vakavaraisuus- ja markkinavalvontaan. Markkinavalvonnan kohteena ovat valvottavien menettelytapojen lisäksi se, miten arvopaperien liikkeellelaskijat noudattavat tiedonantovelvollisuuttaan. Lisäksi Rahoitustarkastus valvoo sisäpiirintiedon käyttämisestä annettujen ja muiden arvopaperimarkkinalain säännösten noudattamista. Rahoitustarkastus pyrkii myös vaikuttamaan arvopaperikaupankäynnin ja selvitystoiminnan sujumuuteen ja toimintavarmuuteen. Lisäksi Rata valvoo listayhtiöiden tiedonantovelvollisuuden noudattamista ja tilinpäätösinformaation laatua. (Rahoitustarkastus 2007e, 7.)

Organisaatio koostuu kolmesta osastosta: markkinavalvonnasta, vakavaraisuusvalvonnasta ja esikunnasta. Markkinavalvontaosastolle on keskitetty markkinoiden ja menettelytapojen valvonta, arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin valvonta sekä osaston toimialaan liittyvä sääntely ja sen kehittäminen. Markkinavalvonta edistää markkinoiden infrastruktuurin luotettavuutta, korkealaatuista sijoittajan- ja asiakkaansuojaa sekä terveitä toimintatapoja markkinoilla. Toiminnallaan markkinavalvonta tukee myös Suomen rahoitusmarkkinoiden kasvua ja tasapuolisia kilpailuedellytyksiä. (Rahoitustarkastus 2007e, 8.)

MiFID- direktiivin voimaansaattaminen edellytti Rahoitustarkastukselta huomattavaa valmistelupanosta sekä nykyisten valvottavien valmiuksien kartoittamista siirtyä uuden sääntelyn piiriin. Sijoituspalvelujen valvonnan organisointia, menetelmiä ja järjestelmiä tarkistettiin. Sijoituspalveluiden toimilupaprosessiin luotiin menettelyt uusien toimilupasioiden tehokkaalle käsittelylle ja uusien toimiluvanhakijoiden ohjeistukselle. Sekä nykyisille että uusille toimijoille järjestettiin koulutustilaisuuksia. Standardit päivitettiin myös uuden sääntelyn mukaisiksi. Valmistautuminen MiFID-sääntelyyn näkyi vahvasti sijoituspalveluyhtiöiden valvonnassa. Sijoituspalvelujen valvonnassa painotettiin toimijoiden sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan sekä erityisesti compliance toiminnon toimivuutta. (Rahoitustarkastus 2007e, 14, 34.)

Ratan toiminta on päättynyt 31.12.2009 ja uuden valvontaviranomaisen, Finanssivalvonnan toiminta on alkanut vuoden vaihteessa. Laki finanssivalvonnasta on tullut voimaan 1.1.2009. (Rahoitustarkastus 2008g.)

Arvopaperivälittäjien yhdistys

Arvopaperivälittäjien yhdistys toimii sijoituspalveluja tarjoavien yritysten, pankkien ja pankkiiriliikkeiden yhteisenä elimenä suhteessa eri viranomaisiin ja muihin yhteistyötahoihin tekemällä markkinoiden kehittämistä koskevia aloitteita sekä antaen niitä koskevia lausuntoja ja suosituksia. Yhdistys palvelee jäseniään hankkimalla tietoja ja tekemällä selvityksiä ajankohtaisista ja tärkeistä kysymyksistä sekä tarjoaa jäsenilleen lainsäädäntöön ja markkinoiden valvontaan liittyviä neuvontapalveluja. Yhdistyksen jäseneksi voivat liittyä Suomessa sijoituspalvelua tarjoavat arvopaperinvälittäjät. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2005.)

Arvopaperivälittäjien yhdistys ry on 1.1.2009 yhdistynyt Finanssialan Keskusliittoon. Yhdistymisen tarkoituksena on lisätä järjestöjen edunvalvonnan vaikuttavuutta ja tehokkuutta. (Finanssialan keskusliitto 2008.)

Haastattelin tutkimustani varten Arvopaperivälittäjien yhdistyksen apulaisjohtajaa Vesa Sainiota.

Nordea Suomi Oyj

Nordea Suomi Oyj on Finanssialan keskusliiton mukaan suurin Suomessa toimiva pankkikonserni. Se on Pohjoismainen konserni, jolla on konttoreita Suomessa, Norjassa, Ruotsissa, Tanskassa, Puolassa ja Baltian maissa. Nordealla on noin 10 miljoonaa asiakasta ympäri Pohjoismaita. (Nordea 2008a.)

Nordea- konsernilla on kolme liiketoiminta-aluetta. Liiketoiminta-alueet ovat pohjoismaisen pankkitoiminnan lisäksi Private Banking Yhteisöasiakkaat sekä kansainvälinen pankkitoiminta. (Nordea 2008a.)

Nooa Säästöpankki Oy

Nooa Säästöpankki on toukokuussa 2003 pääkaupunkiseudulle perustettu säästöpankki. Nooa Säästöpankilla on tällä hetkellä kymmenen konttoria pääkaupunkiseudulla. (Nooa Säästöpankki Oy.) Haastattelin opinnäytetyötäni varten sijoituspäällikkö Kimmo Tapionsaloa.

Nooa Pankin liikevaihdosta (2008) alle 5 % koostuu arvopaperikaupasta. Tarkkaa lukua on Tapionsalon mukaan vaikea arvioida sillä suurin osa arvopaperikaupasta tehdään internetin välityksellä.

Osuuspankki

OP-Pohjola-ryhmä on Suomen suurin finanssiryhmä. Sen muodostavat itsenäiset osuuspankit ja ryhmän keskusyhteisö OP-Keskus tytä- ja lähiyhteisöineen, joista suurin on pörssinoteerattu Pohjola Pankki Oyj. (Osuuspankki 2008.)

Haastattelin työtäni varten Länsi-Suomen osuuspankin sijoitusjohtajaa Jouko Antilaa sekä OP-keskuksen lakimiestä Satu Nousiaista.

2 Rahoitusmarkkinat ja niiden kehitys

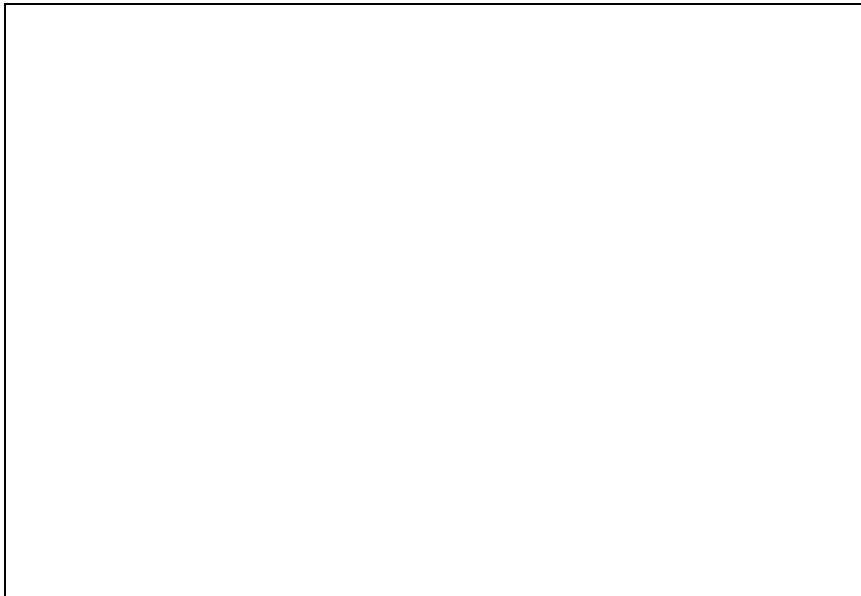
Rahoitusmarkkinoilla välitetään rahoitusta yhteisöille sekä yksityisille ihmisille, jotka tarvitsevat rahoitusta. Rahoitusmarkkinat voidaan karkeasti jakaa suoraan rahoitukseen eli arvopaperimarkkinoihin ja välitettyyn rahoitukseen, jossa erityyppisten rahoituslaitosten rooli rahoituksenvälittäjänä korostuu. (Valtiovarainministeriö 2001.)

2.1 Rahoitusmarkkinat

Raha- ja pääomamarkkinat jakaantuvat Finanssialan keskusliiton (2008) mukaan neljään ryhmittymään:

- rahamarkkinoihin, eli lyhytaikaisiin markkinoihin,
- pääomamarkkinoihin, jotka muodostuvat osakemarkkinoista ja joukkovelkakirjamarkkinoista
- johdannaismarkkinoihin, sekä
- valuuttamarkkinoihin

Rahoitustarkastuksen mukaan rahoitusmarkkinoiden kokonaisuuteen kuuluvat pankit, muut luottolaitokset, vakuutusyhtiöt, sijoituspalveluyritykset, arvopaperimarkkinat, pörssi, erilaiset maksu- ja selvitysjärjestelmät sekä näitä palveluita käyttävät asiakkaat. (Rahoitustarkastus 2007b.) Toimivat rahoitusmarkkinat ja rahoitusjärjestelmä ovat taloudellisen toiminnan ja kasvun edellytys. Maksujärjestelmät mahdollistavat taloudellisen toiminnan sujuvuuden, kun maksut siirtyvät nopeasti ja turvallisesti maksajalta saajalle. (Suomen Pankki 2008.)



Kuvio 1. Rahoitusmarkkinat. (Lähde: Finanssialan keskusliitto).

Suomen Pankki vastaa osana Euroopan keskuspankkia rahapolitiikasta. Suomen Pankin lakisääteisenä tehtävänä on toimia vakaiden, luotettavien ja tehokkaiden rahoitus- ja maksujärjestelmien ylläpitämiseksi ja kehittämiseksi Suomessa. Pyrkimyksenä on ehkäistä mahdollisten rahoitusmarkkinakriisien syntyminen ja kriisin hallinta, mikäli sellainen pääsee puhkeamaan. (Rahoitustarkastus 2007b.)

Vakaus- ja lainsäädäntökysymyksissä valtiovarainministeriön keskeisin kansainvälinen yhteistyöverkosto muodostuu EU:n komiteoista ja työryhmistä. Rahoitustarkastus valvoo pankkeja ja arvopaperimarkkinoita. (Rahoitustarkastus 2007b.) Euroopan keskuspankkijärjestelmässä vakauskysymyksiä koordinoi pankkivalvontakomitea (Banking Supervision Committee, BSC), jonka työskentelyyn Suomen Pankki osallistuu Rahoitustarkastuksen kanssa. (Suomen Pankki 2008a.)

Rahoitusmarkkinoilla toimivia tahoja edustavat järjestöt, kuten Finanssialan Keskusliitto, Arvopaperivälittäjien yhdistys ja Suomen sijoitusrahastoyhdistys. Kyseiset järjestöt osallistuvat lainsäädännön kehittämiseen mm. antamalla lausuntoja kehittämishankkeista tai osallistumalla eri tavalla lainvalmistelutyöryhmiin. (Valtiovarainministeriö 2001.)

Pankkien palveluihin kuuluvat nykyään vain harvenemassa määrin lainopilliset palvelut. Useimmiten lainopilliset palvelut ovat palveluvalikoimassa ainoastaan tärkeimmille asiakkaille. Tällaiset ekstra palvelut on useimmiten linkitetty Private banking- osastolle. (Teräväinen, H.

2008.)

Pankkialan Asiakasneuvontatoimisto on Kuluttajaviraston, Rahoitustarkastuksen ja Suomen Pankkiyhdistyksen 1998 perustama toimisto, joka antaa neuvoja pankkien asiakkaille sekä auttaa esimerkiksi sopimuksien tulkinnassa pankin ja asiakkaan välillä. (Pankkialan asiakasneuvontatoimisto 2008.)

Arvopaperivälittäjien yhdistys on Suomessa sijoituspalvelua tarjoavien yritysten edunvalvontaja yhteistyöorganisaatio. Yhdistys antaa suosituksia sekä sitovia ohjeita jäsenilleen ja laatii alalle mallisopimuksia. Finanssialan Keskusliitto on etujärjestö, jonka jäseniä ovat lähes kaikki Suomessa toimivat pankit, vakuutusyhtiöt ja rahoitusyhtiöt. FK syntyi Pankkiyhdistyksen, Vakuutusyhtiöiden Keskusliiton, Rahoitusyhtiöiden Yhdistyksen ja Finanssityönantajien yhdistettyä voimansa vuoden 2007 alusta. Arvopaperivälittäjien yhdistys ry yhdistyy Finanssialan Keskusliiton kanssa 1. tammikuuta 2009. (Finanssialan keskusliitto 2009.)

Yksi rahoitusmarkkinoilla toimivista tahoista on Arvopaperimarkkinayhdistys.

Arvopaperimarkkinayhdistyksen perustajajäseniä ovat olleet Elinkeinoelämän keskusliitto ry, NASDAQ OMX Helsinki Oy ja Keskuskauppakamari. Arvopaperimarkkinayhdistys osallistuu osakeyhtiöitä koskevien itsesääntelynormien laadintaan ja tarvittaessa tulkitsee niitä. Tehtävänä on sellaisten suositusten laatiminen, joiden tarkoituksena on hyvän arvopaperimarkkinatavan ohjaaminen ja edistäminen, sekä näiden suositusten kehittäminen ja ylläpitäminen.

(Arvopaperimarkkinayhdistys 2008b.)

Itsesääntelynormien avulla voidaan laatia lainsäädäntöä täsmällisemmiksi ja käytännönläheisimmiksi. Niitä voidaan myös lainsäädäntöä joustavammin tarkistaa ja niillä voidaan täydentää lainsäädäntöä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2008b.) Itsesääntelynormeista mainittakoon Hyvä pankkitapa, Hyvä tapa sijoituspalvelun tarjoamisessa, Hyvä tapa arvopaperikaupassa ja arvopaperinvälityksessä sekä Corporate Governance- suositus (Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi), jonka Helsingin pörssin hallitus on hyväksynyt osaksi itsesääntelyä. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2008.)

Itsesääntely tarkoittaa yhtäältä niitä sääntöjä, jotka elinkeinoelämä on vapaaehtoisesti luonut sääntelemään yritysten toimintaa, mutta myös niitä koskevia valvontamekanismeja. Itsesääntely on luonteeltaan oikeudellista

sääntelyä, joka kuitenkin toteutetaan varsinaisen säädösjärjestelmän ulkopuolella. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2007.)

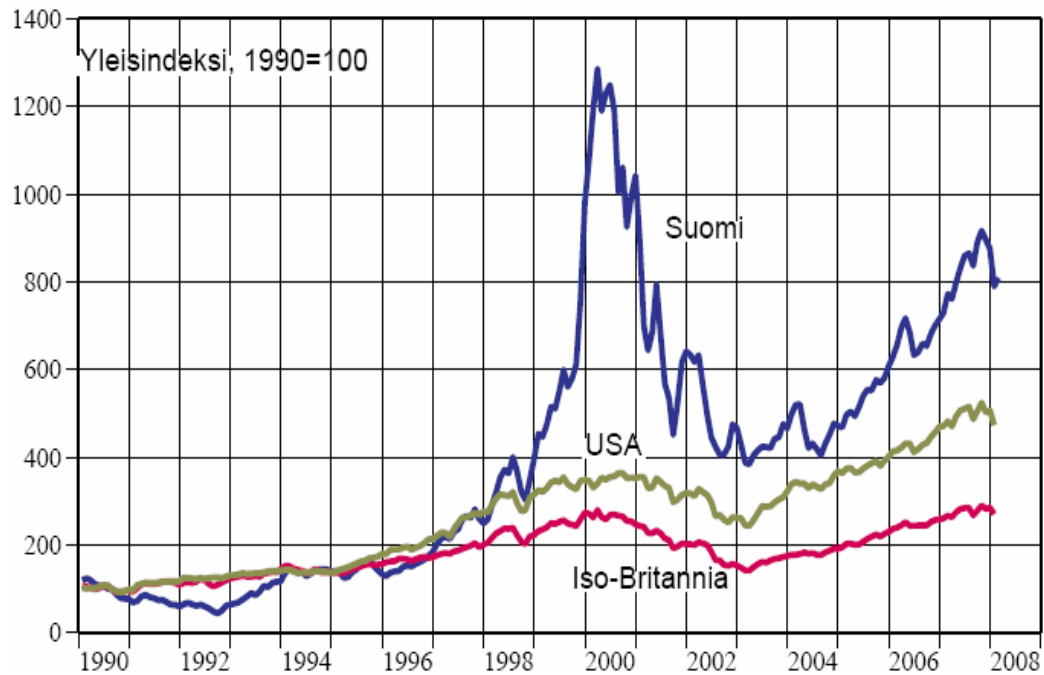
2.2 Arvopaperimarkkinoiden kehitys

Suomen rahoitusjärjestelmä oli ennen 1980-luvun muutoksia ankarasti säänneltyä ja pankit olivat yksinomaan oikeutettua talletusten vastaanottoon. Myös ulkomaisten pääomaliikkeiden sääntely oli tarkkaa. Rahoitusmarkkinoilla arvopaperistuminen pyörähti täysillä käyntiin 1980-luvun lopussa, kun markkinoiden säännöstelyä purettiin. 1980-luvun lopulla rahoitusmarkkinat alkoivat kansainvälistyä, mikä asetti paineet Suomen rahoitusmarkkinoiden muuttumiselle. (Martikainen 1995, 35-36.)

Ennen arvopaperimarkkinalakia arvopapereihin liittyvä oikeus perustui yleiseen velvoite-, sopimus- ja kauppaoikeuteen, yhtiöoikeuteen ja yksittäisiin lakeihin. Arvopaperimarkkinoille pyrittiin luomaan tehokkaat toimintaedellytykset 1980-luvun lopulla säätämällä Arvopaperimarkkinalaki. (Karjalainen, Laurila & Parkkonen 2005, 1-2.)

Ostovoiman kasvaessa yksityisiä henkilöitä alkoi yhä enemmän kiinnostaa sijoittaminen ja institutionaaliset sijoittajat hakivat yrityksillensä kasvua arvopaperimarkkinoilta. Tarvittiinkin sääntelyä lisäämään sijoittajien luottamusta sekä suojaamaan heitä.

Lainsäädännöllä pyrittiin lisäämään sijoittajien luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen, tehokkuuteen ja toimivuuteen. Luonteeltaan arvopaperimarkkinalaki on puitelaki, joka sisältää keskeisimmät arvopaperimarkkinoita koskevat säännökset. (Martikainen 1995, 37.)



Kuvio 2. Pörssikurssien kehitys. (Lähde: Elinkeinoelämän keskusliitto 2008.)

Uuden lainsäädännön kehittäminen arvopaperimarkkinoille sekä Euroopan unioniin liittyminen kiihdyttivät pörssikurssien kehitystä 90-luvulla. Kun hyvä pohja markkinoilla toimimiselle oli luotu, oli selvää, että arvopaperimarkkinoiden suosio kasvoi lähes eksponentiaalisesti. Tämä johti 90-luvun lopulla ns. IT-kuplaan, jolloin pörssikurssit lähtivät rakettimaiseen nousuun (kuvio 2). Vuonna 2000 pörssikurssit lähtivät laskuun ja kurssit palautuivat IT-kuplaa edeltävälle tasolle.

2.3 Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kansainvälistyminen

Suomi liittyi Euroopan Unioniin 1.1.1995. Liityttyään Euroopan unionin jäseneksi Suomi alkoi muuttaa lainsäädäntöään hiljalleen yhtenäisemmäksi EU-normiston kanssa.

Euroopan unionin jäsenvaltioiden tulee hoitaa talouttaan yhtäläisten talouspoliittisten periaatteiden mukaisesti. Sääntely- ja lainsäädäntöprosessin juuret ulottuvat Rooman sopimukseen saakka 1957, jossa tavoitteeksi asetettiin tavaroiden, palveluiden, työvoiman ja pääoman vapaa liikkuvuus. (Koskenkylä, H. 2006, 174.)

Euroopan sisämarkkinoiden keskeisenä tavoitteena on helpottaa yritysten ja kansalaisten rajojen yli tapahtuvaa toimintaa sekä vähentää siihen liittyviä kustannuksia. Toisin sanoen tuotannon tekijöiden tulee saada liikkua vapaasti, eikä niihin saa kohdentaa kansalaisuuteen tai

kansalliseen alkuperään perustuvaa syrjintää. (Työ- ja elinkeinoministeriö 2008.)

Kansainvälisen yhteistyön ja koordinoinnin merkitys on kasvanut koko ajan rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä ja valvonnassa. Etenkin yhdenmukaisten sääntelykehikoiden ja valvonnan pelisääntöjen tarve on kasvanut. Unioni on hiljalleen pyrkinyt integroimaan jäsenvaltioidensa rahapolitiikkaa mm. Euroopan talous- ja rahaliiton (EMU) avulla. Talous- ja rahaliitto ei ole projektina valmis. Rahapolitiikka on euroalueella yhteinen, ja pankkien väliset Interbank markkinat ovat pääosin yhdentyneet. (Salo, S. 2008.) Euron käyttöönotto helpotti yli rajojen tapahtuvaa sijoittamista sekä poisti valuuttakurssiriskin euroalueelta.

Rahoitusvälineiden markkinoiden sääntelyn harmonisointi on osa Euroopan unionin Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmassa (Financial Services Action Plan, FSAP) määriteltyä tavoitetta kehittää rahoituspalveluiden sisämarkkinoita. Euroopan neuvosto pyysi Euroopan komissiota laatimaan toimenpidesuunnitelman yhteismarkkinoiden luomisesta. Tämä suunnitelma julkistettiin Wienin kokouksessa 1999. Toimintaohjelmaan mukaisesti komissio valmisteli neuvoston ja parlamentin käsiteltäväksi 42 sääntelyaloitetta, joilla Euroopan unionin kansallisia rahoitusmarkkinoita pyritään integroimaan yhdeksi yhtenäiseksi, syväksi, likvidiksi ja dynaamiseksi markkina-alueeksi. (Valtiovarainministeriö 2006, 13.)

Euroopan rahoitusmarkkinoiden integraatio on edennyt arvopaperimarkkinoiden eri lohkoilla eri tahtiin. Rahamarkkina- arvopaperien markkinoiden yhdentymisen tiellä on vielä useita esteitä, kuten markkina- ja verokäytäntöjen sekä lainsäädännön erilaisuus. (Koskenkylä, H. 2006,40.) Yhteismarkkinat eivät voi täysin toteutua sirpaloituneilla rahoitusmarkkinoilla: tasavertainen kilpailu ei toteudu, jos kansalliset rajat vaikeuttavat maksuliikennettä. (Sinikka Salo 2008.)

Euroalueen syntyminen näkyi nopeasti mm. osakemarkkinoilla laskettavien indeksien valikoimassa. Aikaisempien maakohtaisten osakeindeksien lisäksi ryhdyttiin laskemaan koko euroalueen käsittäviä osakeindeksejä. Pörssitoiminta yhdentyy jopa globaalisti. Arvopapereiden selvitys rajojen yli halpenee viimeistään silloin kun ns. TARGET2S -projekti toteutuu. (Koskenkylä, H. 2006, 40.)

Ensimmäisten ja markkinapaikkojen sääntely on Euroopan unionissa jo pitkälle harmonisoitu. Kansainvälistyminen ja integraatio lisäävät sekä

harmonisoinnin että tehostamisen tarvetta lähitulevaisuudessa erityisesti markkinapaikkojen toiminnassa ja selvitystoiminnan sääntelyssä.

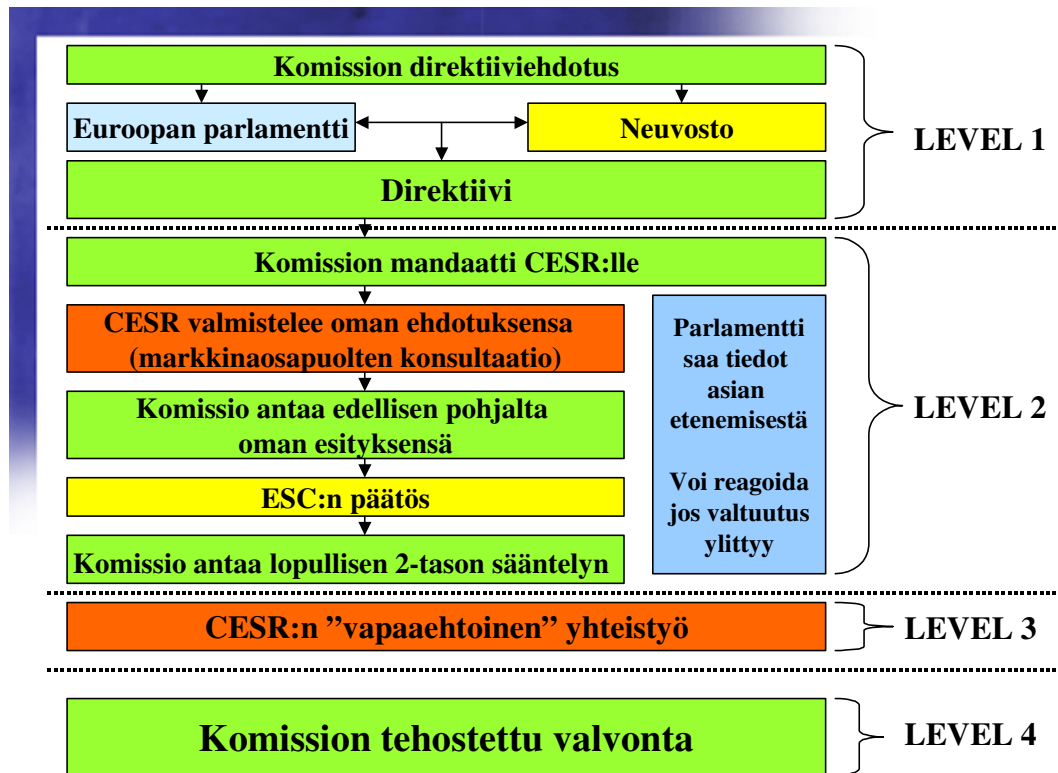
Tulevaisuudessa myös verotuksen harmonisointiin tulee Euroopan unionissa enemmän paineita osana tavoiteltua markkinatehokkuutta.

(Valtiovarainministeriö 2008.)

Euroopan keskuspankin mukaan yhdentyneet arvopaperimarkkinat voidaan määritellä tilanteeksi, jossa mitkään tekijät eivät saata talouden toimijoita erityisesti sijainnin perusteella eriarvoiseen asemaan sen suhteen, miten ne hankkivat pääomaa ja tekevät sijoituksia. (Koskenkylä, H. 2006,40.) EU:n rahoitusmarkkinoiden integroitumisen seurauksena rahoituspalveluiden tarjonta maiden välillä kasvaa, hinnat yhdentyvät ja laskevat, investointien tuottovaatimus alenee, kasvu ja työllisyys paranevat sekä säästäjät hyötyvät alhaisista palkkiomaksuista sekä laajasta säästämis- ja sijoitusvalikoimasta. (Hakkarainen, P. 2006, 3.)

Arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten kansainvälisen yhteistyöjärjestön (International Organisation of Securities Commissions, IOSCO) vuonna 1998 antamat suositukset muodostavat rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta keskeisen kokonaisuuden. Suositukset koskevat mm. arvopaperimarkkinoiden valvonnan rakennetta ja järjestelmiä, itsesääntelyä, valvonnan toteutusta ja sanktioita, liikkeeseenlaskijoita, sijoituspalvelujen tarjontaa ja jälkimarkkinoita. (Valtiovarainministeriö 2004c).

Euroopan arvopaperimarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa on vuodesta 2002 lähtien kehitetty nelitasoisen komitea- ja sääntelymallin eli ns. Lamfalussy- mallin mukaisesti. Ensiarviot Lamfalussy-mallin toimivuudesta arvopaperimarkkinoilla ovat olleet pääosin myönteiset, joskin myös selkeitä kehittämistarpeita on nostettu esiin. (Rahoitustarkastus 2005a.)



Kuvio 3 Lamfalussy- prosessi. (Lähde: Finanssialan keskusliitto).

Lamfalussy- mallin mukaan tasolla 1 säännellään mm. arvopaperimarkkinoiden yleisperiaatteista puitedirektiivein tai -asetuksin. Tasolla 2 komissio antaa teknisiä täytäntöönpanosäädöksiä käyttäen apunaan Euroopan arvopaperikomiteaa (ESC) ja kansallisista valvontaviranomaisista koostuvaa arvopaperimarkkinavalvojen komiteaa (CESR). Seuraava taso 3 perustuu kansallisten valvontaviranomaisten yhteistyöhön ja mahdollisiin CESR:n ohjeisiin, suosituksiin ja standardeihin. Tasolla 4 komissio valvoo annettujen yhteisön säännösten noudattamista jäsenvaltioissa. (Valtiovarainministeriö 2006, 13-14.)

Lamfalussy- mallin mukaisesti niin arvopaperi- kuin pankki- ja vakuutussektorillakin toimii kullakin sekä sääntelykomitea (kakkostaso) että valvojen komitea (kolmostaso). Rahoitustarkastus osallistuu valvojakomiteoihin (kolmostaso) eli Euroopan pankkivalvojen komitean (CEBS) ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitean (CESR) toimintaan. (Rahoitustarkastus 2005a.)

Arvopaperisektorilla kakkostason sääntelykomitea on Euroopan arvopaperimarkkinakomitea (European Securities Committee, ESC) ja kolmostason valvojakomitea on Euroopan

arvopaperimarkkinavalvojien komitea (Committee of European Securities Regulators, CESR) on Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea. Suomea edustaa CESR:ssa (Rahoitustarkastus 2005a.)

Neuvoston päätöksellä perustettiin Rahoituspalvelukomitea 18.2.2003. Sen tehtävänä on tarjota laaja-alaisia strategisia pohdintoja lainsäädäntöprosessin ulkopuolelta, auttaa määrittelemään rahoituspalveluja koskeva keskipitkän ja pitkän aikavälin strategia, tarkastella herkkiä lyhyen aikavälin asioita, arvioida edistystä ja täytäntöönpanoa, tarjota poliittisia neuvoja ja toteuttaa valvontaa sekä sisäisten että ulkoisten asioiden osalta. (Valtiovarainministeriö 2004b.)

Jäsenvaltioiden valtiovarainministeriöiden edustajat ovat jäseninä komission perustamassa Euroopan arvopaperikomiteassa (European Securities Committee, ESC). Komitea perustettiin kesällä 2001. Komitean pääasiallinen tarkoitus on toimia arvopaperimarkkinoiden sääntelykomiteana eli avustaa komissiota arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn ja valvontaan liittyvissä kysymyksissä. Suomea komiteassa edustaa valtiovarainministeriö. Samaan aikaan perustettiin työtä tukeva Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten komitea (Committee of European Securities Regulators, CESR), jossa Rahoitustarkastus edustaa Suomea. (Valtiovarainministeriö 2004b.)

Euroopan rahoitusmarkkinat tulevat kasvamaan tulevaisuudessa huomattavasti Euroopan laajentuessa, väestön ikääntyessä ja keskiluokkaistuuessa. Väestö alkaa myös tulevaisuudessa keskittymään nykyistä enemmän eläkesäästämiseen. MiFID näyttölee tässä rahoitusmarkkinoiden kehityksessä suurta roolia. (Skinner 2007, 11.)

MiFID

Arvopaperimarkkinain uudistuksen taustalla on EU:n pyrkimys edistää sisämarkkinoiden toimivuutta. Tämä johti rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (MiFID) voimaan saattamiseen 1.11.2007. Direktiivi koskee pörssiä, sijoituspalveluyrityksiä sekä sijoituspalvelua tarjoavia luottolaitoksia ja rahastoyhtiöitä, muttei koske sijoitusrahastotoimintaa. Pääasiallisena fokuksena direktiivillä oli osakekaupankäynti. Direktiivin implementoimiseksi on tarpeen uudistaa voimassa oleva Laki sijoituspalveluyrityksistä kokonaan ja tehdä laajoja muutoksia Arvopaperimarkkinalakiin. (Rahoitustarkastus 2008f.)

Direktiivin täytäntöönpano edellyttää lisäksi teknisluontoisempia muutoksia ainakin seuraaviin lakeihin:

- Laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988)
- Sijoitusrahastolaki (48/1999),
- Laki ulkomaisen sijoituspalveluyrityksen oikeudesta tarjota sijoituspalvelua Suomessa (580/1996),
- Laki ulkomaisen luotto- ja rahoituslaitoksen toiminnasta Suomessa (1608/1993)
- Laki ulkomaisen rahastoyhtiön toiminnasta Suomessa (225/2004)
- Laki arvo-osuusjärjestelmästä (826/1991)
- Laki Rahoitustarkastuksesta (583/2003),
- Laki Rahoitustarkastuksen valvontamaksusta (1294/2004)
- Laki luottolaitostoiminnasta (eduskunnassa käsiteltävänä)
- Rikoslaki (51 luku arvopaperimarkkinarikoksista)
(Valtiovarainministeriö 2006, 14.)

Edellä mainittujen lakien lisäksi direktiivi vaikutti myös verolakeihin mm.

varainsiirtoverotuksen osalta. Direktiivi tuli sovellettavaksi koko EU:n alueella. Direktiivin tarkoituksena on parantaa sijoittajien suojaa sekä edistää markkinoiden toimivuutta.

Käytännössä tämä merkitsee yksityiskohtaisempien tietojen keräämistä sijoituspalveluiden asiakkailta. Tarkempia tietoja tarvitaan mm. asiakkaan taloudellisesta asemasta, sijoitustavoitteista ja sijoituskokemuksesta.. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2007.)

Sisämarkkinoiden toimivuutta pyritään parantamaan lisäämällä kilpailua arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden kaupankäynnin järjestämisessä sekä helpottamalla sijoituspalvelujen tarjoamista rajan yli muihin jäsenvaltioihin. Sisämarkkinoiden menettelytapasääntöjä pyrittiin harmonisomaan ja siirryttiin kotivaltiovalvontaan. Myös sivukonttorit noudattavat kotivaltion sääntelyä direktiivin tultua voimaan. Tavoitteena on myös kehittää ja yhdenmukaistaa asiakkaiden suojaa koskevaa sääntelyä. (Rahoitustarkastus 2007.)

Rahoitustarkastus listaa MiFIDin keskeisimmät vaikutukset kuuteen kohtaan, joilla pyritään tehostamaan sijoittajan suojaa. Parhaana esimerkkinä tästä on se, että sijoitusneuvonnan muuttuminen luvanvaraiseksi sijoituspalveluksi. Toisena esimerkkinä Rata mainitsee hyödykejohtannaisilla tapahtuvaa sijoituspalvelutoimintaa koskevan sääntely täsmentymisen.

Arvopapereilla ja muilla rahoitusvälineillä tapahtuvan kaupankäynnin järjestämistä koskeva sääntely uudistui sekä sijoituspalvelun tarjoajien toiminnan järjestämiseen ja organisointiin liittyvät vaatimukset uudistuivat. Sijoituspalvelun tarjoajien asiakassuhteita koskeva menettelytapasääntely täsmentyi sekä kauppaportointi uudistui. (Rahoitustarkastus 2007a.)

Euroopan komissio on perustanut arvopaperimarkkinoita käsittelevän eurooppalaisen 20-jäsenisen asiantuntijaryhmän (ESME). Jäsenet tutkivat EU:n arvopaperidirektiivien käytännön soveltamista, arvioivat päästäänkö niillä toivottuihin tuloksiin ja antavat komissiolle tarvittaessa neuvoja. (Euroopan komissio 2006.)

2.4 Sijoituspalveluala ja sen toimijat

Sijoituspalveluja voivat tarjota kotimaiset luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset tai omaisuudenhoitoa harjoittavat rahastoyhtiöt sekä ulkomaiset luottolaitokset tai sijoituspalveluyritykset joko rajan yli tai Suomessa sijaitsevasta sivukonttorista käsin. Vuoden 2008 toisen neljänneksen tilastossa on mukana 45 Suomessa toimivaa, Rahoitustarkastukselta toimiluvan saanutta sijoituspalveluyritystä. (liite1). Lisäksi sijoituspalveluita tarjosi kolme Suomessa toimivien ulkomaisten sijoituspalveluyritysten sivukonttoria. (Rahoitustarkastus 2008b.)

Merkittävä osa sijoituspalveluja tarjoavista yrityksistä on pieniä yrityksiä. Osa Suomessa toimivista palveluntarjoajista toimii osana pankkikonsernia. Tällaisia pankkikonserneja, jotka tarjoavat sijoituspalveluja osana pankkipalveluitaan ovat esimerkiksi Sampo Pankki Oyj, Nordea Pankki Suomi Oyj ja Tapiola pankki Oyj. Osa sijoituspalveluyrityksistä toimii vain internetin välityksellä tai pääpainoisesti internetissä. EQ Corporation ja E*trade ovat esimerkkejä yrityksistä, joiden toiminta painottuu pääasiallisesti internetiin.

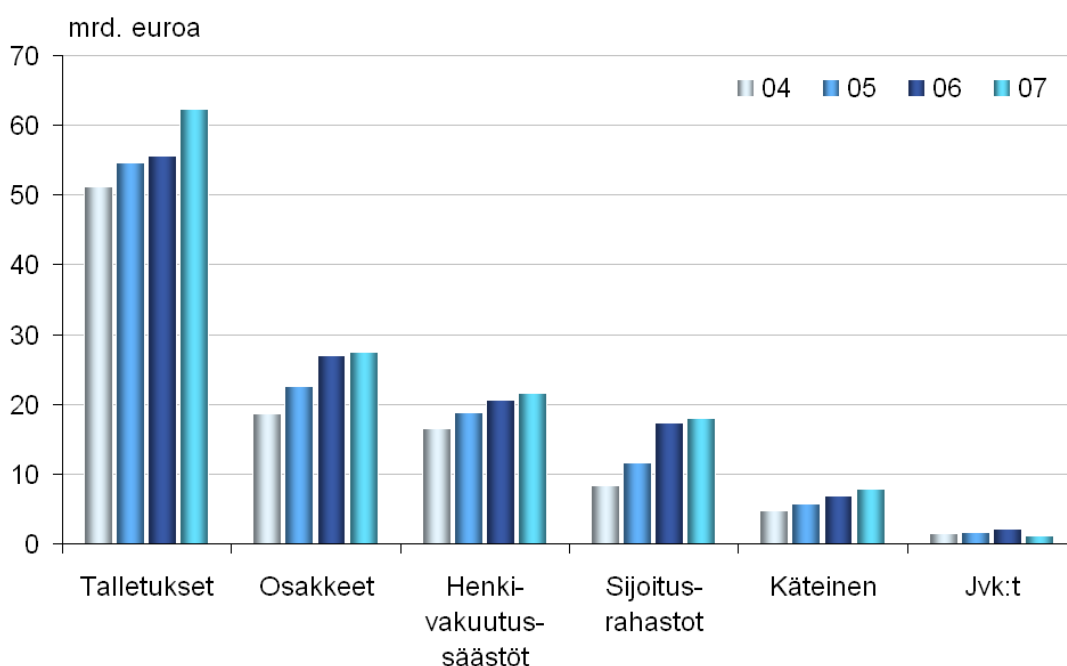
Sijoituspalveluyritysten palkkiotuotot vuoden 2008 tammi-kesäkuussa vähenivät 39 prosenttia verrattuna vuoden 2007 vastaavaan ajankohtaan. Sijoituspalveluyritysten tuotoista valtaosa on palkkiotuottoja. Palkkiotuottojen tärkeimmät lähteet tammi-kesäkuussa olivat omaisuudenhoito ja arvopaperinvälitys, joista koostui yhteensä 77 prosenttia palkkiotuotoista. (Tilastokeskus 2008.)

Suurimpia pankkikonserneja	Liikevoitto, milj. euroa	Henkilöstö 31.12.2007
Nordea Pankki Suomi	1 704	10 207
OP-Pohjola-ryhmä	1 005	12 471
Sampo Pankki	110	3 128
Säästöpankit	94	1 178
Aktia Säästöpankki	65	1 156
Paikallisosuuspankit	59	724
Ålandsbanken	29	524

Taulukko 1. Suurimmat pankkikonsernit. (Lähde: Finanssialan keskusliitto.)

OmaisuuDENHOITO

OmaisuuDENHOITOPALVELUT muodostavat merkittävän osan sijoituspalveluyritysten toimintaa. OmaisuuDENHOIDOSSA sijoituspäätökset tekee omaisuuDENHOITAJA kokonaan tai osittain asiakkaan puolesta sopimuksen mukaisesti. OmaisuuDENHOITAJA perii palveluistaan palkkiota, joka perustuu yleensä omaisuuDENHOIDOSSA olevan omaisuuden arvoon, tuottoon, kaupankäynnin määrään tai näiden yhdistelmiin. (Rahoitustarkastus 2008e.)



Kuvio 4. Kotitalouksien finanssivarallisuus. (Finanssialan keskusliitto 2008b.)

Yllä olevasta taulukossa on nähtävillä, kuinka sijoitusmarkkinoilla vallitseva epävarmuus sekä

talletustilien korkojen nousu näkyy myös säästö- ja sijoituskohteissa. Pankkitilille säästäminen on edelleen suosituin säästömuoto. Turvallisuus on tärkein kriteeri säästämis- tai sijoituskohteen valinnassa ja sen merkitys on nyt jonkin verran noussut vuodesta 2006. Toiseksi eniten arvostetaan sijoituskohteen riskittömyyttä. Turvallisuuden ja riskittömyyden arvostaminen heijastuu erityisesti osakesijoittamiseen. (Finanssialan keskusliitto 2008c.)

Arvopapereiden välitys

Arvopaperinvälittäjiä ovat pankit ja sijoituspalveluyritykset kuten esimerkiksi pankkiiriliikkeet. Kaupankäynti pörssiosakkeilla edellyttää, että sijoittajalla on arvo-osuustili. Sijoittaja antaa välittäjälle toimeksiannon ostaa tai myydä halutut osakkeet. Toimeksiannon voi antaa esimerkiksi henkilökohtaisesti konttorissa, puhelimitse, sähköpostilla, faksilla tai internetissä. Arvopaperinvälityksen kustannuksiin vaikuttaa asiakkaan valitsema asiointitapa.

Toimeksiannossa on määriteltävä tarkasti mitä arvopaperia, esimerkiksi minkä pörssiyhtiön osaketta, kuinka paljon ja mihin hintaan halutaan ostaa tai myydä. Toimeksianto voidaan tehdä päivän hintaan tai määrättyllä rajahinnalla. Jos toimeksianto on annettu päivän hintaan, kaupat toteutuvat vallitsevaan kurssitasoon. Jos ostotoimeksiannolle on asetettu rajahinta, kaupat voidaan tehdä joko rajahinnalla tai sitä alemmalla hinnalla. Vastaavasti kun on myyntitoimeksiannosta kyse, kaupat voidaan tehdä asetetulla rajahinnalla tai sitä paremmalla hinnalla. (Rahoitustarkastus 2008d.)

Arvopapereiden toimitusveloitteet toteutetaan arvopaperikeskuksen ylläpitämän arvo-osuusjärjestelmän avulla. Kaupat kirjataan arvo-osuusjärjestelmässä oleville arvo-osuustileille. (Karjalainen, Laurila & Parkkonen 2008, 202.)

Arvopaperinvälityspalveluiden hinta muodostuu toimeksianto- tai välityspalkkioista, mutta palvelun hinta voi olla myös sisällytetty kauppahintaan. Palveluntarjoajat saattavat periä muitakin kauppaan liittyviä palkkioita kuten esimerkiksi kaupan koosta riippumattoman kiinteän palkkion. (Rahoitustarkastus 2008d.)

3 Arvopaperimarkkinalain muutokset

Arvopaperimarkkinalain soveltamisala on laaja, kattaen ensimarkkinat, jälkimarkkinat sekä markkinapaikkojen ylläpidon. Laki kattaa käytännössä kaiken arvopaperien tarjoamisen ja vaihdannan, joka tapahtuu Suomessa. Keskeisimmäksi sisällöksi ovat nousseet tiedonantovelvollisuutta koskevat normit. (Karjalainen ym. 2005, 2-7.)

Täsmällisten, kattavien ja ajantasaisten tietojen julkistaminen arvopaperien liikkeeseenlaskijoista lisää sijoittajien kestävästä luottamuksesta näihin yrityksiin ja mahdollistaa perustellun arvion tekemisen niiden liiketoiminnan suorituskyvystä ja varoista. Tämä parantaa sekä sijoittajansuojaa että markkinoiden tehokkuutta. Tätä varten arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden olisi varmistettava asianmukainen avoimuus sijoittajiin nähden säännöllisen tiedottamisen avulla. (Direktiivi 2004/39/EY.)

MiFIDin uusilla säännöksillä on merkitystä, jos asiakas käyttää sijoituspalvelua kuten arvopaperivälitystä, omaisuudenhoitoa tai sijoitusneuvontaa. Uudet säännökset koskevat kaikkia rahoitusvälineitä kuten esimerkiksi osakkeita, joukkovelkakirjoja sekä sijoitusrahastoja. Muita kuin rahoitusvälineisiin tehtäviä sijoituksia, esimerkiksi säästö- tai henkivakuutuksia, pankkitalletuksia tai sijoitusasuntoa, MiFID ei koske. (Arvopaperinvälittäjien yhdistys 2007.)

Sijoittajansuojaa voidaan täydentää alan toimijoiden itsesäätelyllä. Esimerkiksi Arvopaperilautakunta neuvoo ja ohjaa ei-ammattimaisia sijoittajia arvopaperimarkkinoilla toimivan elinkeinonharjoittajan kanssa syntyneissä erimielisyyksissä sekä antaa ratkaisusuosituksia. (Valtiovarainministeriö 2008.)

Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen lähtökohtana on ottaa huomioon toimintaympäristön muutokset ja arvopaperimarkkinoiden kehittyminen. Uudistuksen tavoitteena on siten myös kansallisten toimijoiden kilpailukykyyn, monipuolisen palveluntarjonnan ja arvopaperimarkkinoilta saatavan rahoituksen saatavuuden edistäminen Suomessa. (Valtiovarainministeriö 2008.)

Lainsäädäntöön tehdyistä muutoksista keskeisimmät liittyivät markkinapaikkojen ja sijoituspalvelutoiminnan sääntelyyn. Pörssissä käytävän julkisen kaupankäynnin lisäksi

Arvopaperimarkkina- laissa oli säädettävä direktiivin mukaisesta monenkeskisestä kaupankäynnistä. Monenkeskisen kaupankäynnin mahdollistamiseksi Suomessa lakiin oli otettava luku, jossa säädeltiin monenkeskisen kaupankäynnin järjestämisestä, kaupankäyntiosapuoleksi ottamisesta, arvopaperin ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi, arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta ja kaupankäynnissä noudatettavasta menettelystä. Kyseiset muutokset toteutettiin päivittämällä Arvopaperimarkkin- alain kolmas luku kokonaan. Monenkeskisestä kaupankäynnistä säädetään Arvopaperimarkkin- alain 3 a luvussa. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2008.)

3.1 Soveltamisala

Arvopaperimarkkin- laki sisältää säännökset arvopapereiden markkinoinnista, liikkeeseenlaskusta ja tiedonantovelvollisuuksista, julkisesta kaupankäynnistä arvopapereilla ja selvitystoiminnasta. Laissa säädetään lisäksi muun muassa sijoituspalvelun tarjoajien menettelytapavelvollisuuksista sekä markkinoiden väärinkäytöstä, kuten sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. (HE 43/2007.)

Asiakkaiden luokittelu ja asiakkaan asemasta sopiminen

Arvopaperimarkkin- alain uudistuksen merkittävimpiä muutoksia koskien sijoittajan suojaa ja asiakassuhdetta oli se, että lain uudistumisen jälkeen asiakkaat luokitellaan sen mukaan, millainen tietämys asiakkaalla on tarjottavista palveluista. Tällä muutoksella turvattiin erityisesti kokemattoman sijoittajan asemaa.

Arvopaperimarkkin- alain ensimmäisessä luvussa esitetään, että arvopaperivälittäjän asiakkaat luokitellaan lain uudistumisen jälkeen ammattimaisiksi ja ei-ammattimaisiksi asiakkaiksi sekä eräiltä osin niin sanotuiksi hyväksyttäviksi vastapuoliksi. Luokittelu tapahtuu suoraan lain nojalla. Asiakkaan luokituksella on vaikutusta sijoittajansuojan laajuuteen sekä sovellettaviksi tuleviin menettelytapasääntöihin. (Arvopaperimarkkin- laki 1.luku 4 a§.)

Yksityishenkilöt sekä pienet yritykset katsotaan ei-ammattimaisiksi asiakkaiksi ja täten heitä suojataan tarkemmalla lainsäätelyllä. Tiedonanto- sekä selonottovelvollisuus korostuu erityisesti tässä asiakasluokassa. Kuluttajansuojalaki asettaa lisäksi Arvopaperimarkkin- alain ohella sääntöjä, joilla turvataan ei-ammattimaisen asiakkaan asemaa. Laissa

sijoituspalveluyrityksistä säädetään myös ei-ammattimaisen asiakkaan asemasta mm. silloin, kun omaisuudenhoito ulkoistetaan Euroopan talousalueen ulkopuolelle.

Ei-ammattimaiset asiakkaat ovat Sijoittajien korvausrahaston suojanpiirissä. Rahasto korvaa sijoittajalle aiheutuneet menetykset silloin, kun rahaston jäsen ei ole suorittanut suojan piiriin kuuluvan sijoittajan selviä ja riidattomia saatavia sopimuksen mukaisesti. (Sijoittajien korvausrahasto 2008.)

Sijoittajien rahavarojen ja rahoitusvälineiden turvaamiseksi sijoituspalveluyrityksen on kuuluttava sijoittajien korvausrahastoon. (Laki sijoituspalveluyrityksistä 6 luku 47§.)

Rahoitustarkastuksen (2008c) mukaan ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan yleisesti sijoittajaa, joka tuntee arvopaperimarkkinoiden riskit ja sijoituskohteiden ominaisuudet niin hyvin, että kykenee tekemään itsenäisiä sijoituspäätöksiä sekä ymmärtämään näihin päätöksiin liittyvät riskit. Ammattimaisuutta arvioitaessa joudutaan turvautumaan ammattitaidon määrittämisen sijasta asiakkaan arvopaperikaupan laadun kuten esimerkiksi kauppojen lukumäärän, säännöllisyyden ja koon sekä sijoitettavien varojen määrän tarkasteluun. Ammattimaisiksi asiakkaiksi luokitellaan mm. rahoitusmarkkinoilla toimiluvan nojalla toimintaa harjoittavat, suuret yritykset, valtiot, kunnat ja keskuspankit.

Ammattimainen asiakas –käsite vastaa suurelta osin laissa aikaisemmin käytettyä nimitystä ammattimainen sijoittaja. Arvopaperimarkkinalain uudistuksen jälkeen käsitettä täsmennettiin sekä otettiin rinnalle kokenut sijoittaja -käsite.

Viimeinen luokka on nimeltään hyväksyttävä vastapuoli. Hyväksyttäväksi vastapuoliksi luetaan pankit, keskuspankit sekä valtiolliset viranomaiset. Tällä luokalla on matalin asiakassuoja. Hyväksyttävä vastapuoli käsittää myös esim. Euroopan unionin ulkopuoliset yhteisöt ja asiakkaat. Kategoriassa ei tarvitse soveltaa mitään sijoittajasuojasäännöksiä. Hyväksyttävä vastapuoli- käsitettä ei ennen lain uudistumista ollut. (Arvopaperimarkkinalaki 1. luku 4 b§.)

Arvopaperinvälittäjän on ilmoitettava asiakkaalle tämän luokittelusta ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi, ammattimaiseksi asiakkaaksi tai hyväksyttäväksi vastapuoleksi. Asiakkaalle on myös ilmoitettava hänen oikeudestaan pyytää asiakasluokittelun muuttamista ja esitettävä

selvitys siitä, mikä vaikutus luokittelun muuttamisella on asiakkaan asemaan.

(Arvopaperimarkkinalaki 1. luku 4 a §.)

Tiedot on annettava siten, että ne osoitetaan asiakkaalle henkilökohtaisesti joko kirjallisesti tai muulla pysyvällä tavalla siten, että asiakas voi säilyttää, tallentaa ja toisintaa ne muuttumattomina tai siten, että tiedot ovat saatavissa arvopaperinvälittäjän Internet-verkkosivuilla asianmukaisen ajan. Tiedot voidaan antaa muulla pysyvällä tavalla kuin kirjallisesti vain, jos tietojen antaminen tällä tavalla on asianmukaista arvopaperinvälittäjän ja asiakkaan välisen liiketoimen toteuttamisen yhteydessä ja asiakas on valinnut tiedon toimittamisen tällä tavalla. (Arvopaperimarkkinalaki 1. luku 4 a §.)

Asiakkaita voidaan kohdella ammattimaisina asiakkaina heidän näin halutessaan. Tällöin heidän tulee tehdä kirjallinen pyyntö. Asiakkaalle tulee ilmoittaa hänen oikeuksiensa muutoksista kirjallisesti. Asiakkaan on kirjallisesti ilmoitettava olevansa tietoinen menettelytapasäännösten suojan ja korvausrahastosuojan menettämisestä.

(Arvopaperimarkkinalaki 1. luku 4 a §.)

Skinnerin (2007) mukaan asiakkaiden luokittelu pitäisi pohjautua erilaisiin testeihin, joilla testattaisiin asiakkaan taustoja. Testeillä varmistettaisiin asiakkaan taloudellinen riskin sietokyky, asiakkaan intressit sekä asiakkaan kokemus ja ymmärrys riskeistä. Skinner painottaa myös, että asiakkaat pitäisi luokitella tietyn sijoitusalan mukaan, eli asiakas voisi käytännössä olla ammattimainen asiakas tietyllä sektorilla, mutta luokiteltaisiin kuitenkin jossain tapauksissa myös ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi.

In general, full tests need to be carried out for all retail clients, with limited testing required for professional clients, reflecting their ability and experience in investment services (Skinner, C. 2007, 68.)

Laissa määritellään erikseen kokenut sijoittaja. Määritelmä otettiin lakiin esitteen julkistamisvelvollisuuden rajaamiseksi esitedirektiivissä tarkoitettulla tavalla. Esitedirektiivin mukaan esitettä ei tarvitse julkistaa mikäli arvopapereita tarjotaan vain kokeille sijoittajille ja heidän lisäksi alle sadalle ei-kokeneelle sijoittajalle (Karjalainen ym. 2008, 44-45.)

Ennen arvopaperimarkkinalain uudistumista laissa oli käsite ammattimaisesta sijoittajasta. Ammattimainen asiakas –käsite vastaa suurelta osin ammattimainen sijoittaja käsitettä. Lain uudistumisen myötä käsitettä tarkennettiin ja rinnalle otettiin käsitteeksi ei-ammattimainen asiakas. Aikaisemmin ei laissa ollut erikseen määritelty myöskään hyväksyttävää vastapuolta eikä tarkemmin oltu säännelty eri toimintatavoista riippuen asiakkaan luokittelusta.

Kokeneita sijoittajia koskeva rekisteri

Arvopaperimarkkinalain uudistumisen myötä otettiin lakiin säännös kokeneita sijoittajia koskevan rekisterin ylläpitämisestä lisäämällä 1. lukuun uusi 4c pykälä. Lain mukaan rahoitustarkastuksen on pidettävä rekisteriä kokeneista sijoittajista. Rekisteriin on merkittävä kokeneen sijoittajan rekisteriin merkitsemisajankohta, luonnollisen henkilön nimi ja henkilötunnus, oikeushenkilön nimi ja yritys- ja yhteisötunnus sekä yhteystiedot. Rekisteriä pidetään sähköisessä tietoverkossa, mihin ei kuitenkaan saa sisällyttää henkilötunnuksia. Rekisterin tietoja luovutetaan sähköisesti sijoituspalveluja tarjoaville yrityksille .
(Arvopaperimarkkinalaki 1. luku 4 c §.)

Kokeneita sijoittajia ovat luonnolliset henkilöt ja pienet tai keskisuuret yritykset, jotka ovat pyytäneet tulla kohdelluiksi kokeneina sijoittajina. Arvopaperimarkkinalain mukaan kokeneita sijoittajia ovat myös ammattimaiset sijoittajat; joiden ei kuitenkaan tarvitse rekisteröityä Rahoitustarkastuksen ylläpitämään rekisteriin. Ammattimaisiksi sijoittajiksi luetaan mm. arvopaperinvälittäjät, sijoituspalveluyritykset, luottolaitokset, suuryritykset, kansainväliset rahoituslaitokset, valtiot, kunnat ja kuntayhtymät. (Rahoitustarkastus 2007c.)

Rekisterimerkintä on voimassa kolme vuotta rekisteriin merkitsemisestä. Sijoittajalla on oikeus hakemuksesta saada itseään koskeva rekisteritieto muutetuksi tai poistetuksi ennen sen voimassaoloajan päättämistä. (Arvopaperimarkkinalaki 1. luku 4 c §.)

Mikäli sijoittaja on merkitty kokeneita sijoittajia koskevaan rekisteriin, saa sijoituspalveluja tarjoava yritys siitä tiedon sähköisen tietoverkon kautta. Tiedon saatuaan asiakassuhteeseen ei tarvitse soveltaa ei-ammattimaisia asiakkaita koskevia tiukempaa sääntelyä tiedonanto- ja selonottovelvollisuuden osalta.

3.2 Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus

Rahoitustarkastuksen mukaan arvopapereiden markkinoinnilla tarkoitetaan toimintaa, jonka tarkoituksena on tarjota arvopapereita ja edistää niiden tarjoamista. Tarjoamisen edistämiseksi katsotaan esimerkiksi mainonta tiedotusvälineissä, suoramainonta tai liikkeeseenlaskijoiden esittely arvopaperin markkinoinnin yhteydessä. (Rahoitustarkastus 1999.) Arvopapereiden markkinoinniksi voidaan katsoa myös yksittäisessä kaupantekotilaisuudessa sijoittajalle annettu tieto. (Karjalainen ym.2008, 54.)

Arvopapereiden markkinointi voidaan katsoa olevan jatkumo ajallisesti, joka lähtee liikkeelle arvopaperin liikkeelle laskusta. Tällöin arvopaperin listalleottoesitteet tehdään markkinointitarkoituksessa sijoittajaa houkutteleviksi, mutta samalla myös katetaan tiedonantovelvoitteet. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen, sisältäen esittelyt, esitteet ja muut tiedottamiset, voidaan katsoa yhtäältä myös arvopapereiden markkinoinniksi. Näin ollen tiedonantovelvollisuus ja arvopapereiden markkinointi limittyvät toisiinsa ja tukevat toinen toisensa tarkoituksena.

Arvopaperien markkinointi

Arvopapereiden markkinointia koskevia säännöksiä tarkennettiin Arvopaperimarkkinalain toisessa luvussa sijoittajan suoja ajatellen tiukemmaksi. Rahoitustarkastukselle annettiin tehtäväksi määrittellä tarkemmin mainonnan pelisäännöt.

Arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Kuluttajan kannalta sopimattomasta tai hyvän tavan vastaisesta menettelystä säädetään lisäksi kuluttajansuojalain 2 luvussa. (Arvopaperimarkkinalaki 2. luku 1 §.)

Säädökset arvopapereiden markkinoinnista on tarkemmin määritelty Kuluttajansuojalaissa. Säännökset, jotka on kuluttajansuojalaissa määritelty eivät siten koske yritysasiakkaita, vaan ainoastaan kuluttaja-asiakkaita.

Rahoitustarkastus määrittelee olennaiset seikat, joihin markkinoinnissa tulisi keskittyä.

Sijoittajan päätöksenteon näkökulmasta olennaiset seikat ovat muun muassa: arvopaperin tuotto-odotukset ja niiden laskentaperusteet, asiakkaalta perittävät kulut ja niiden laskentaperusteet, arvopaperin likviditeetti, kyseiseen arvopaperiin liittyvät erityiset riskit sekä mahdolliset takaus-, yhteisvastuu- tai muiden sijoitusta turvaavien järjestelyjen olemassaolo. Jos sijoitukselta edellytettävä vähimmäismäärä on huomattava, tulee markkinoinnissa ilmoittaa siitä. (Rahoitustarkastus 1999.)

Markkinointistandardin mukaan hyvä tapa markkinoinnissa tarkoittaa esimerkiksi sitä, että markkinoija toimii rehellisesti ja ammattimaisesti, keskittyy markkinoitavan rahoituspalvelun tai -välineen olennaisiin ja keskeisiin ominaisuuksiin. Markkinoijan on pystyttävä varmistamaan markkinointimateriaalin asiallisuus, ymmärrettävyys, selkeys ja tasapuolisuus. Markkinoinnin kaupallinen tarkoitus on käytävä ilmi eikä asiakasta saa painostaa tekemään ostopäätöstä. Markkinoija ei myöskään hyvän tavan mukaisesti saa vähätellä mahdollisia välillisiä tai välittömiä riskejä. (Rahoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden markkinointi standardi 2006, 10).

Riskien tuominen esille markkinoinnissa on lain uudistumisen myötä tullut yhä tärkeämmäksi osa-alueeksi. Markkinoijan on tuotava mahdollisimman realistinen kuva sijoitusinstrumentteihin liittyvistä riskeistä. Oikeuskäytännössä riskien esilletuomista alettiin painottamaan jo ennen lain uudistumista. Esimerkkinä tästä riskien esilletuomisesta on Helsingin käräjäoikeuden tuomio, jossa Nordea pankki määrättiin maksamaan korvauksia puutteellisista sijoitusvihjeistä. Nordean pankinjohtaja ei ollut Helsingin käräjäoikeuden mielestä antanut vakuutussovimuksessa määrättyjä riittäviä tietoja riskeistä (Taloussanomat 2008.)

Kuluttajansuojalaissa menettelyä pidetään sopimattomana, jos se on elinkeinotoiminnassa yleisesti hyväksyttävän asianmukaisen menettelytavan vastainen ja se on omiaan selvästi heikentämään kuluttajan kykyä tehdä perusteltu ostopäätös tai kulutushyödykkeeseen liittyvä muu päätös. Menettelyä pidetään sopimattomana myös mikäli se johtaa siihen, että kuluttaja tekee päätöksen, jota hän ei ilman menettelyä olisi tehnyt. (Kuluttajansuojalaki 2 luku 3 §.)

Lain muutoksen tarkoituksena markkinoinnin osalta oli luoda sijoittajille mahdollisuus luottaa markkinoinnissa annettuun informaatioon ja estää markkinoinnin antamaa virheellistä tai harhaanjohtavaa informaatiota. Tämä aiheuttaa arvopapereiden välittäjille toimenpiteitä

erityisesti markkinoinnin suunnitteluvaiheessa. Markkinoinnin on oltava tarkempaa ja välittäjän on pystyttävä tarjoamaan asiakkaalle riittävästi informaatiota palveluistaan ja tuotteistaan.

Arvopaperilautakunnan esittelijän Satu Kouvalaisen (2008) mukaan alan kova viime hetkinen turbulenssi on aiheuttanut sen, että myynnissä on tapahtunut ylilyöntejä, jolloin markkinointimääräykset ovat saattaneet jäädä hieman taka-alalle.

Tiedonantovelvollisuus

Arvopaperimarkkinalain mukainen listayhtiöiden tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan listayhtiöiden säännönmukaista taloudellista tiedottamista kuten vuosi- ja osavuositarkastusten ja tilinpäätöksen julkaisemista. Jatkuvalle tiedonantovelvollisuudella puolestaan tarkoitetaan jatkuvaa pörssitiedottamista. (Karjalainen ym. 2008, 113.)

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on tarjota sijoittajille mahdollisimman totuuden mukainen, kattava sekä vertailukelpoinen kuva listayhtiöistä päätöksentekoa varten. (Karjalainen ym. 2008, 113-114.) Sääntelyn lähtökohtana on, että listayhtiö julkistaa tiedonantovelvollisuuteensa kuuluvat tiedot tasapuolisesti, oikea-aikaisesti ja johdonmukaisesti. Tiedon tulee puolestaan olla riittävän kattavaa, ymmärrettävää, merkityksellistä, luotettavaa ja vertailukelpoista (Rahoitustarkastus 2007f.)

Liikkeeseenlaskijan on toimitettava osavuositarkastus, johdon osavuotinen selvitys, tilinpäätös ja toimintakertomus, tilinpäätöstiedote sekä tieto 1 luvun 4 §:n 10 momentissa tekemästä valinnasta Rahoitustarkastukselle, asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle ja keskeisille tiedotusvälineille.
(Arvopaperimarkkinalaki 2. luku 6 c §.)

Arvopaperimarkkinalain uudistumisen myötä sijoituspalveluyrityksien tulee antaa tilinpäätöksensä yhteydessä selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä erillisenä kertomuksena. Uudella säännöksellä korostetaan osakkeenomistajille ja muille sijoittajille annettavaa informaatiota. (Arvopaperimarkkinalaki 2. luku 6§.)

Selvityksessä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä annetaan kuva siitä, miten yhtiön sisäinen valvonta ja riskienhallinta toimivat sen varmistamiseksi, että yhtiön julkistamat taloudelliset raportit antavat olennaisesti oikeat tiedot yhtiön taloudesta. Kuvaus annetaan konsernitasolla. Tarkempia säännöksiä taloudellisesta raportoinnista Arvopaperimarkkinalain ohella asettaa Arvopaperimarkkinayhdistyksen Corporate Governance- suositukset. (Arvopaperimarkkinayhdistys 2008a.)

Arvopaperimarkkinayhdistyksen (2008a) mukaan yhtiön on esitettävä Helsingin Pörssin laatiman Corporate Governance- suosituksen (Suositus 51 – Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä) mukaan selvityksessä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä ainakin seuraavat asiakokonaisuudet:

- tieto Corporate Governance- ohjeen noudattamisesta
- jos yhtiö on poikennut yksittäisestä suosituksesta, tieto siitä ja perustelut poikkeamiselle
- tieto siitä, millä Internet-sivuilla tämä koodi on julkisesti saatavilla
- kuvaus taloudelliseen raportointiprosessiin liittyvien sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan järjestelmien pääpiirteistä
- kuvaus hallituksen ja sen valiokuntien kokoonpanosta ja toiminnasta
- kuvaus toimielimestä, joka vastaa tarkastusvaliokunnan tehtävistä
- tieto toimitusjohtajasta ja hänen tehtävistään
- kuvaus mahdollisen hallintoneuvoston kokoonpanosta ja toiminnasta.

Selvityksestä on myös käytävä ilmi mitä hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskevia sääntöjä tai suosituksia yritys on sitoutunut noudattamaan. Toimintakertomuksessa on lisäksi ilmoitettava myös missä asianomainen säännöstä on julkisesti nähtävillä (Karjalainen ym.2008, 125.)

Arvopaperimarkkinalain 2. luvun 7§ mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. Liikkeeseenlaskijan on lisäksi pidettävä julkistamansa tiedot yleisön saatavilla.

3.3 Markkinapaikkasääntely

MiFID- direktiivin tarkoituksena oli lisätä kilpailua arvopaperimarkkinoilla. Kilpailun lisäämiseksi säädöksiä muutettiin siten, etteivät jäsenvaltiot voi soveltaa niin sanottua pörssipakkoa. Pörssipakolla tarkoitetaan sitä, että lainsäädännössä edellytetään arvopaperikauppojen toteutumista arvopaperipörssissä. Pörssin ulkopuolella voidaan käydä kauppaa monenkeskisen kaupankäynnin ja kauppojen sisäisen toteuttamisen kautta. (Karjalainen ym. 2008, 204-205.)

Arvopaperimarkkinalaki ei aikaisemminkaan suoranaisesti kieltänyt pörssin ulkopuolista kaupankäyntiä, mutta varainsiirtoverotuksen vuoksi sääntely johti samaan lopputulokseen. Direktiivi johti Arvopaperimarkkinalain ohella myös verolainsäädännön muutoksiin, joten pörssin ulkopuolista kaupankäyntiä alettiin kohdella veroneutraalisti. (Karjalainen ym. 2008, 205.)

Keskeisin periaatteellinen muutos menettelytapasääntelyyn oli, että rajan yli toisen ETA-valtioon sijoituspalvelua tarjotessaan arvopaperivälittäjä soveltaa kotivaltionsa lainsäädännön menettelytapasääntelyä. Aikaisemman sääntelyn mukaan tuli noudattaa asiakkaan kotivaltion sääntelyä vastaavassa tilanteessa. (Karjalainen ym.2008, 244.)

Arvopaperipörssi

Arvopaperipörssi ei ole osakekaupassa itse osapuolena, vaan kauppaa käydään pörssivälittäjien oikeudet saaneiden arvopaperivälittäjien toimesta. Arvopaperinvälittäjät voivat käydä kauppaa paitsi omaan, myös asiakkaiden lukuun. (Karjalainen ym. 2008, 201).Muu kuin arvopaperipörssitoimintaan toimiluvan saanut yhteisö ei saa toiminimessään tai muuten toimintaansa kuvaamaan käyttää sanaa tai yhdysosaa arvopaperipörssi. (Arvopaperimarkkinalaki 3. luku 2 §.)

Arvopaperimarkkinalakiin otettiin aikaisempaa lakia täsmällisempiä vaatimuksia arvopaperipörssin toiminnalle. Vaatimukset koskevat arvopaperipörssin taloudellisia toimintaedellytyksiä, johtamista, sidonnaisuuksia, riskienhallintaa ja sisäistä valvontaa, markkinavalvontaa, eturistiriitoja ja arvopaperipörssitoiminnan ulkoistamista. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2008, 32.)

Monenkeskinen kaupankäynti

Arvopaperimarkkinalaissa säädetään pörssissä käytävän julkisen kaupankäynnin lisäksi monenkeskisestä kaupankäynnistä. Monenkeskinen kaupankäynti mahdollistettiin lisäämällä lakiin uusi luku (3 a luku), jossa on säännökset monenkeskisen kaupankäynnin järjestämisestä, kaupankäyntiosapuoleksi ottamisesta, arvopaperin ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi, arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta ja kaupankäynnissä noudatettavasta menettelystä. (Valtiovarainministeriö 2006.)

Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäminen on sijoituspalvelu, jonka tavoitteena on mahdollistaa kevyemmin säänneltyjen markkinapaikkojen syntyminen ja kehittyminen. Monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää voi ylläpitää sijoituspalveluyrityksen lisäksi arvopaperipörssi. Uusien markkinapaikkojen yhtenä tarkoituksena on tarjota esimerkiksi pienten ja keskisuurten yritysten liikkeeseen laskemille arvopapereille kaupankäyntipaikka, joka antaa näille yrityksille laajemmat mahdollisuudet pääoman hankintaan ja sen myötä toiminnan kehittämiseen ja kasvuun. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2008.)

Arvopaperimarkkinalain 1. luvun 3a § mukaan monenkeskisellä kaupankäynnillä tarkoitetaan muuta kuin 3 §:ssä tarkoitettua kaupankäyntiä arvopaperilla monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jossa kaupankäynnin järjestäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen ostajien ja myyjien osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia niin, että tuloksena on sitova arvopaperikauppa.

Monenkeskiselle kaupankäynnille yleisenä tunnusmerkkinä on, että kaupankäyntimenettely on kolmansien osapuolen käytettävissä niin, että he voivat itse antaa osto- ja myyntitarjouksia. Monenkeskiseksi kaupankäynniksi ei lasketa kaupankäyntiä, joka ainoastaan välittäjän itsensä käytettävissä ja jossa ylläpitäjällä on harkintavaltaa kaupan syntymisen suhteen. Kaupankäynnin on lisäksi oltava volyymiltaan riittävän laajaa täyttääkseen monenkeskisen kaupankäynnin tunnusmerkistön (Karjalainen ym. 2008, 233-234.)

Monenkeskisen kaupankäynnin vuoksi yhteisöt voivat pitää meklarilistaa johon vielä listautumattomat yritykset voivat kirjautua ja päästä siten pääomamarkkinoille hankkimaan lisää pääomaa. Monenkeskisen kaupankäynnin sääntely on julkisen kaupankäynnin sääntelyä lievempää, joten arvopapereita voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi julkista kaupankäyntiä

helpommin. Monenkeskinen kaupankäynti antaa sijoittajille lisää valinnan mahdollisuuksia sekä helpottaa heidän kaupankäyntiään noteeraamattomilla arvopapereilla. (Karjalainen ym. 2008, 208.)

Monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää koskeva sääntely on direktiivissä monelta osin puitesääntelyä. Kaupankäyntimenettelyn määritelmä on laadittu samanlaiseksi säännellyn markkinan kanssa. Keskeinen velvoite on laatia kaupankäynnille julkiset säännöt, joiden mukaan kaupankäynti voidaan järjestää luotettavalla tavalla. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2008, 11.)

Esimerkkinä tällaisesta markkinapaikasta on Nasdaq OMX:n First North- markkinat. First North on vaihtoehtoinen markkinapaikka, jota eivät koske EU:n arvopaperimarkkinalaissa säännellylle markkinapaikalle asetetut vaatimukset. MiFID:ssä asetetut vaatimukset säännellyille markkinoille, tai muissa asiaankuuluviissa EU:n laeissa eivät päde. Esitedirektiivin vaatimukset pätevät mikäli First Northiin kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä tehdään julkinen anti yleisölle. Muussa tapauksessa yhtiö noudattaa First North –sääntöjen mukaisia vaatimuksia (Nasdaq OMX 2008.)

Kaupankäynnin läpinäkyvyys

Kaupankäynnin läpinäkyvyydellä tarkoitetaan sijoittajien ja muiden markkinaosapuolten oikeutta ja mahdollisuutta saada tietoa osto- ja myyntitarjouksista sekä toteutuneista kaupoista. Läpinäkyvyys voidaan jakaa kauppvoja edeltävään läpinäkyvyyteen (pre-trade transparency) ja kauppvojen jälkeiseen läpinäkyvyyteen (post-trade transparency). (HE 43/2007.)

Ennen lain uudistumista Arvopaperimarkkinalain säännökset kaupankäynnin läpinäkyvyydestä olivat yleisluontoisia. Sääntelyä haluttiin täsmentää lainuudistuksessa.

Ennen lain uudistumista ei laki velvoittanut julkistamaan osto- ja myyntitarjouksia, vaan julkistamisvelvollisuus rajoittui lähinnä tehtyihin kauppvoihin. Lain uudistuessa sääntelyä tarkennettiin huomattavasti. Toisaalta pörssin kaupankäyntisäännöt edellyttivät julkisuutta tarjoustasoilla jo ennen lain uudistumista.

Arvopaperimarkkinalain 3 luvun 20 § mukaan arvopaperipörssi on velvollinen julkistamaan

yleisölle tietoja ylläpitämänsä julkisen kaupankäynnin kohteina olevien muiden arvopaperien kuin osakkeiden osto- ja myyntitarjouksista, tarjouskehotuksista sekä kaupoista siinä laajuudessa kuin se arvopaperien kaupankäynnin laatuun ja laajuuteen nähden on tarpeen luotettavan ja tasapuolisen julkisen kaupankäynnin turvaamiseksi.

Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivillä ja komission antamalla täytäntöönpanoasetuksella luotiin läpinäkyvyys sääntely sellaisille osakkeille, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla. Direktiivin pääsääntönä on, että tarjouksia sekä toteutuneita kauppooja koskevat hinnat, määrät ja ajankohdat annetaan markkinoiden saataville mahdollisimman reaaliaikaisesti ja kohtuullisin kustannuksin. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2008, 13-14.)

Markkinapaikkojen ja sijoituspalvelutoiminnan sääntely

Keskeisimmät muutokset, joita arvopaperimarkkinalakiin tehtiin, liittyvät markkinapaikkojen ja sijoituspalvelutoiminnan sääntelyyn. Sisäisestä toteutuksesta, eli osakekaupan toteuttamisesta markkinapaikkojen ulkopuolella arvopaperivälittäjän järjestämänä, otettiin lakiin uudet säännökset. Säännöksillä markkinapaikkojen ja sijoituspalvelutoiminnan sääntelystä pyrittiin kasvattamaan kilpailumahdollisuuksia edistämällä rinnakkaisia kaupankäyntijärjestelmiä. (Valtiovarainministeriö 2006.)

Kauppojen sisäisellä toteuttamisella direktiivissä tarkoitetaan sitä, että sijoituspalveluyritys toteuttaa arvopaperikaupan markkinapaikan ulkopuolella käymällä kauppaa omaan lukuun asettumalla itse ostajan ja myyjän vastapuoleksi. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2008.)

MiFID- direktiivin seurauksena muun muassa sijoitusneuvonta tuli luvanvaraiseksi toiminnaksi. Näin ollen sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten tulee jatkossa hakea toiminnalleen toimilupa. Tästä säädetään Sijoituspalveluyrityksistä annetun lain toisessa luvussa. Sijoituspalvelua saa tarjota vain tässä laissa tarkoitettua toimiluvan saanut sijoituspalveluyritys. (Laki sijoituspalveluyrityksistä 2. luku 13§).

Rahoitustarkastus pitää sijoituspalveluyrityksistä julkista rekisteriä, johon merkitään tiedot niistä palveluista, joiden tarjoamiseen sijoituspalveluyrityksellä on toimilupa. (Laki

sijoituspalveluyrityksistä 3. luku 22§.) Sijoituspalveluyritykset voivat toimia myös asiamiesten kautta. MiFID- direktiivissä on säädetty erityisistä sidonnaisasiamiehistä, jotka toimivat sijoituspalveluyrityksen vastuulla ja sijoituspalveluyrityksen lukuun. Sijoituspalveluyrityksen on aina varmistettava, että ulkoistettua toimintaa hoitavalla on siihen mahdollisesti tarvittava toimilupa. (Arvopaperivälittäjien yhdistys 2008. s. 9-10.)

Sijoituspalveluyritys voi ulkoistaa sijoituspalvelun tarjoamisen tai toimintansa kannalta merkittävän muun toiminnon, jos ulkoistaminen ei haittaa sijoituspalveluyrityksen riskien hallintaa, sisäistä valvontaa eikä sijoituspalveluyrityksen liiketoiminnan taikka toiminnan kannalta merkittävän muun toiminnon hoitamista. (Laki sijoituspalveluyrityksistä 4 luku 29§.)

3.4 Arvopaperikauppa ja sijoituspalvelujen tarjoaminen

Arvopaperimarkkinalain 4 luvun säännökset määrittävät ne veloitteet ja menettelytavat, joita kaikkien Suomessa sijoituspalvelua tarjoavien yritysten on asiakassuhteissaan noudatettava (Hallituksen esitys 43/2007.)

Hyvä tapa

Uudessa arvopaperimarkkinalaissa hyvä tapa arvopaperikaupassa säännöksiä on tarkennettu ja sen lisäksi on laissa viitataan kuluttajien osalta kuluttajansuojalain 2. luvun säännöksiin. Hyvä tapa on lisäksi ulotettu koskemaan myös arvopaperin markkinointia.

Sijoituspalvelualan toimijoilla on yleisesti ottaen syvällisemmät tiedot markkinoiden toiminnasta ja sääntelystä kuin keskimääräisellä sijoittajalla. Heidän noudattamat menettelytavat vaikuttavatkin siten asiakkaiden asemaan sekä koko markkinoiden toimintaan. Sen vuoksi onkin tärkeää, että laissa määritellään menettelytapoja, jotta sijoittaja pystyisi luottamaan sijoituspalvelualan toimijoihin (Karjalainen ym. 2008, 245.)

Sijoituspalvelun tarjoajan on toimittava Arvopaperimarkkinalain mukaan rehellisesti, tasapuolisesti, ammattimaisesti ja asiakkaan etujen mukaisesti eikä palvelun tarjoaja saa käyttää hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Hyvä tapa ylläpitää ja edistää arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta, avoimuutta, puolueettomuutta ja eri markkinaosapuolten tasa-arvoisuutta (Rahoitustarkastus 1998.)

Hyvällä tavalla tarkoitetaan arvopaperikaupassa periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista valistuneen ja puolueettoman arvopaperikauppiaiden ja arvopaperivälittäjien keskuudessa vallitsevan mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien osapuolten kanalta kohtuullisena kauppatapana. (Karjalainen ym. 2008, 246.)

Hyvään tapaan liittyy läheisesti sijoituspalvelun tarjoajan selonotto- sekä tiedonantovelvollisuus. Niiden noudattaminen on edellytyksenä sille, että välittäjä pystyy toimimaan hyvän tavan mukaisesti, erityisesti asiakkaan etujen mukaisesti.

Arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuus ja selonottovelvollisuus

Arvopaperilaissa määritellään lainuudistumisen jälkeen tarkasti informaatio, jota palvelun tarjoajan on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle. Aikaisemmin tiedonantovelvollisuus ja selonottovelvollisuus sisältyi arvopaperinvälittäjän toiminnan- luvun alle. Lain uudistumisen myötä luku jaettiin osiin ja siihen lisättiin uudet väliotsikot kuten esimerkiksi; asiakasta koskevat tiedot, arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuus, toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen, toimeksiantojen käsittely (Laki arvopaperilain muuttamisesta.)

Arvopaperinvälittäjän tiedonantovelvollisuutta ja selonottovelvollisuutta määritettäessä lähdetään liikkeelle siitä, että mihin asiakasryhmään asiakas kuuluu, eli onko hän ammattimainen asiakas vai ei-ammattimainen asiakas. Asiakassuhteen laatu määrittää siten, sijoittajansuojan laajuuden.

Arvopaperinvälittäjiltä vaaditaan myös tiedonantovelvollisuutta, jonka tarkoituksena on, että kuluttaja saa riittävästi tietoja kyetäkseen tekemään perustellun päätöksen sijoitustuotteen valinnasta. Kuluttajalle on annettava esimerkiksi informaatiota sijoitusyrityksestä ja sen tarjoamista palveluista, riittävästi tietoa yrityksen tarjoamasta rahoitustuotteesta sekä tietoa kustannuksista ja maksuista, jotka kuluttajan on maksettava. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä kuluttajalle tulisi antaa riittävästi aikaa tietojen sisäistämiseen. (Euroopan komissio 2006.)

Hallituksen esityksen (43/2007) mukaan arvopaperinvälittäjän on annettava ei-ammattimaiselle

asiakkaalle hyvissä ajoin ennen sijoituspalvelun tai oheispalvelun antamista riittävät tiedot:

- 1) arvopaperinvälittäjästä ja sen tarjoamista palveluista;
- 2) palvelun kohteena olevista arvopapereista ja niihin liittyvistä riskeistä;
- 3) sijoitusstrategioista, jos niitä on ehdotettu, ja niiden riskeistä;
- 4) siitä, missä toimeksiantoja toteutetaan;
- 5) asiakasvarojen säilyttämisestä;
- 6) palveluun liittyvistä kuluista ja palkkioista.

Arvopaperinvälittäjän on annettava ei-ammattimaiselle asiakkaalle riittävät tiedot tälle annetusta palvelusta, kuten tiedot asiakkaan lukuun suoritetuista liiketoimista ja palveluista ja niiden kustannuksista sekä arvopaperinvälittäjän hallussa olevista asiakkaan rahavaroista ja muusta omaisuudesta. (Hallituksen esitys 43/2007.)

Ammattimaiselle asiakkaalle on annettava yleiskuvaus palvelun kohteena olevien sijoituskohteiden luonteesta ja niihin liittyvistä tyypillisistä riskeistä, jos se on tarpeellista ottaen huomioon kyseisen asiakkaan sijoituskokemus. Tarkempaa sääntelyä ammattimaisille asiakkaille annettavasta informaatiosta ei ole, sillä asiakkaan oletetaan tietävän asiat jo entuudestaan.

Sijoittajaa suojataan välittäjälle asetetuilla säädöksillä selonottovelvollisuudesta. Selonottovelvollisuus koskee mm. asiakkaan taloudellisesta asemaa, sijoituskokemusta ja muita asiakkaansuojan kannalta keskeisiä kysymyksiä. Arvopaperinvälittäjän, joka tarjoaa sijoituspalveluna sijoitusneuvontaa tai omaisuudenhoitoa, on hankittava ennen sijoituspalvelun tarjoamista riittävät tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai arvopaperia koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista, jotta se voi suositella asiakkaalle soveltuvia arvopapereita ja palvelua. (Arvopaperimarkkinalaki 4. luku 3 §.)

Selonottovelvollisuuden tarkoituksena on, että arvopaperinvälittäjä pystyy selvittämään mikäli liiketoimi vastaa asiakkaan sijoitustavoitteita. On selvitetävä myös, että asiakas pystyy kantamaan taloudellisesti siihen liittyvät sijoitusriskit ja että asiakkaalla on riittävä sijoituskokemus tai tietämys suositellun sijoitustuotteen hoitoon liittyvien riskien ymmärtämiseksi. (Karjalainen ym. 2008, 256.)

On huomattava, ettei selonottovelvollisuus koske kokonaisuudessaan execution only- palvelua kuten esimerkiksi internetissä tapahtuvaa arvopaperinvälitystä. Tällöin vastuu jää suurelta osin asiakkaan harteille, sillä palvelun tarjoajalla ei ole mahdollisuutta tiedustella asiakkaan taustoja yhtä tarkasti, kuin asiakaskohtaamistilanteessa (Karjalainen ym. 2008, 258.)

Sopimus sijoituspalvelusta

Arvopaperimarkkinalain 4. luvun 2 § mukaan sopimus sijoituspalvelun tarjoamisesta on tehtävä kirjallisesti. Siitä on käytävä ilmi osapuolten oikeudet ja velvollisuudet sekä muut sopimuksen ehdot. Arvopaperilain uudistumisen myötä laki mahdollistaa myös sähköisen sopimuksen tekemisen. Aikaisemmin ei laissa oltu määritelty sähköistä sopimusta, muttei myöskään sitä, että sopimuksesta on käytävä ilmi myös osapuolten oikeudet ja velvollisuudet.

Velvollisuus kirjallisen sopimuksen tekemiseen ei koske arvopaperinvälittäjää silloin, kun se tarjoaa sijoituspalveluna yksinomaan sijoitusneuvontaa, eikä silloin, kun se tarjoaa sijoituspalvelua ammattimaiselle asiakkaalle.
(Arvopaperimarkkinalaki 4. luku 2 §.)

Arvopaperimarkkinalain vaatimukset sopimuksen määrämuotoisuudesta, vaatimuksesta kirjallisen sopimuksen tekemiseen, ovat normaalista sopimusoikeudesta poikkeavia. Oikeustoimilaki ei vaadi tällaista määrämuotoa. Sopimus syntyy oikeustoimilain 1. luvun mukaan tarjous-vastaus mekanismilla. Näin ollen oikeustoimilakia ei sovelleta näiltä osin sijoituspalvelusta tehtäviin sopimuksiin, eikä tällöin myöskään oikeustoimilaissa määritelty muotovapaus tai sopimusvapaus sovellu kaikilta osin. Sopimusvapaus oikeustoimilain mukaan käsittää oikeuden sopia sopimuksen sisällöstä, sopimukseen sitoutumisesta, sopimuskumppanin valinnasta sekä sopimussuhteen lakkaamisesta (Hemmo, M. 2007. 7, 16.)

Arvopaperilain muuttamisesta annetun lain 4. luvun 2§ mukaan sijoituspalvelun tarjoamista koskevassa sopimuksessa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista tai asiakkaan kannalta kohtuutonta ehtoa. Asiakkaan sekä palveluntarjoajan on saatava riittävät tiedot ennen sopimuksen tekemistä. Rahoitustarkastus on määritellyt rahoitus sopimuksen vähimmäissisällön Standardissaan 2.3 (liite 2). Esimerkkinä näistä vähimmäisehdoista mainittakoon sopimusosapuolten henkilö- ja yksilöintitiedot, maksujen ja palkkioiden

määräytymisperusteet, voimassaoloaika sekä sopimuksen irtisanomisperusteet.

Ennakkotiedot ja sopimusehdot on hyvissä ajoissa ennen sopimuksen tekemistä toimitettava kuluttajalle henkilökohtaisesti, kirjallisesti tai sähköisesti siten, että kuluttaja voi tallentaa ja toisintaa ne muuttumattomina. Sama koskee tietoja, jotka elinkeinonharjoittajan on muun lainsäädännön mukaisesti annettava kuluttajalle ennen rahoituspalvelua koskevan sopimuksen tekemistä.
(Kuluttajansuojalaki 6 a luku 11§.)

Mikäli sopimus tehdään sähköisesti, mahdollistetaan sopimusehtojen ja muun informaation saanti yleensä siten, että asiakkaan on hyväksyttävä sopimusehdot ennen sopimuksen tekemistä. Samalla hetkellä hänellä on mahdollisuus tallentaa tieto tai tulostaa se. Silloin kun sopimus tehdään henkilökohtaisesti, sopimusehdot voidaan liittää sopimuksen oheen. Asiakkaalla on oltava mahdollisuus tässä tapauksessa tutustua sopimusehtoihin ennen sopimuksen tekoa.

Hemmon (2007) mukaan vakiosopimuksilla tarkoitetaan sellaisia sopimuskokoelmia, jotka on laadittu etukäteen ja tarkoitettu käytettäväksi suureen joukkoon vastaavanlaisia sopimuksia. Jotta vakiosopimus tulisi sopimuksen osaksi, on sen liityntä oltava riittävän selvä ja vakioehtoja käyttävän osapuolen on huomautettava asiakkaalle sellaisista vakioehtojen määräyksistä, joita voidaan pitää ankarina tai yllättävinä. Vakioehdot ovat sijoituspalvelusta tehtävien sopimuksille tyypillisiä. Ongelmallista onkin se, kuinka sijoituspalvelun tarjoaja pystyy tuomaan vakioehdot riittävän hyvin esille sähköisissä sopimuksissa. Tällaisia sopimusehtoja kutsutaan click-wrap ehdoiksi, jossa asiakas valitsee painikkeen, jolla hyväksyy vakiosopimusehdot osaksi sopimusta. (Hemmo, M. 2007. 18-20.)

Toimeksiantojen huolellinen toteuttaminen ja käsittely

Arvopaperinvälittäjän, joka tarjoaa sijoituspalveluna toimeksiantojen toteuttamista, on toteutettava kohtuulliset toimenpiteet, joilla saavutetaan asiakkaalle paras mahdollinen tulos ottaen huomioon toimeksiannon toteuttamisen kannalta olennaiset seikat. Jos asiakas on antanut erityisiä ohjeita toimeksiannon hoitamisesta, arvopaperinvälittäjän on noudatettava niitä. (Hallituksen esitys 43/2007.) Arvopaperinvälittäjälle asetetaan velvollisuus toteuttaa rahoitusvälineitä koskevat toimeksiannot asiakkaan kannalta parhaalla mahdollisella

tavalla. Laissa säädetään myös eturistiriitatilanteiden ja asiakasvarojen käsittelystä.

(Valtiovarainministeriö 2007.)

Rahoitustarkastuksen mukaan sijoituspalvelujen tarjoajien on varmistettava omalla systemaattisella ja riippumattomalla sisäisellä valvonnallaan, että asiakkaiden tasapuolinen kohtelu toteutuu käytännössä ja että mahdolliset eturistiriidat havaitaan ja hallitaan.

Rahoitustarkastus valvoo jatkuvasti eturistiriitatilanteiden hallintaa ja asiakkaiden tasapuolista kohtelua. (Rahoitustarkastus 2005b.)

Toimeksiannot pitää käsitellä ilman aiheetonta viivytystä niiden saapumisjärjestyksessä. Mikäli mahdollista, on otettava huomioon toimeksiannon koko, asiakkaan määräämät hintarajat tai muut toimeksiannon ehdot sekä se, miten toimeksianto on annettu. (Arvopaperimarkkinalaki 4. luku 6 §.)

Toimeksiantojen parhaan mahdollisen toteuttamistavan valinnassa otetaan huomioon useita eri tekijöitä, kuten esimerkiksi toimeksiannon hinta ja kulut, nopeus, toteutumisen ja selvityksen todennäköisyys sekä toimeksiannon tyyppi ja laajuus. Arvopaperinvälittäjän tulisi lisäksi ottaa aktiivisesti huomioon kaupankäynnin rakenteissa tapahtuvia muutoksia. (Karjalainen ym. 2008, 266.)

Ennen arvopaperimarkkinalain uudistumista laissa luki, ettei arvopaperinvälittäjä ole velvollinen tiedottamaan seikoista, jotka koskevat henkilön taloudellista asemaa tai yksityistä olosuhdetta. Lain uudistumisen myötä välittäjälle on annettu lisää velvollisuuksia sekä oikeuksia mm. ottaa selvää asiakkaan taloudellisesta asemasta, jotta pystyisi palvelemaan asiakasta parhaalla mahdollisella tavalla.

3.5 Markkinoiden väärinkäyttöä koskevat säännökset

Hallitus antoi eduskunnalle syyskuussa 2004 esityksen markkinoiden väärinkäytön estämistä koskevan direktiivin (Market Abuse Directive, MAD) toimeenpanemiseksi Suomen lainsäädännössä. Direktiivin toimeenpanemiseksi arvopaperimarkkinalakiin lisättiin säännöksiä sisäpiirintiedon käytöstä ja kurssin vääristämisestä sekä säännökset arvopaperinvälittäjän velvollisuudesta ilmoittaa Rahoitustarkastukselle epäilyttävistä arvopaperikaupoista. Laissa tarkennettiin myös listayhtiöiden jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta sekä sisäpiiriläisten

ilmoitusvelvollisuutta ja sisäpiirirekistereitä koskevia säännöksiä (Rahoitustarkastus 2004.)

Lain tarkentamisella markkinoiden väärinkäyttöä koskevista kysymyksistä pyrittiin luomaan luotettavuutta markkinoihin. Siten arvopaperimarkkinoilla toimijat sekä sijoittajat pystyvät luottamaan tiedon täsmällisyyteen ja oikeuteen.

Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn laiminlyöntien ja väärinkäytösten seuraamuksista säädetään arvopaperimarkkinalain lisäksi rikoslaissa. Sisäpiiritiedon ja kurssien vääristämisen määritelmät lisättiin arvopaperimarkkinalain uudistumisen myötä rikoslaista arvopaperimarkkinalakiin. Rikosoikeudelliset rangaistussäädökset jätettiin kuitenkin edelleen rikoslain 51. lukuun (Karjalainen ym. 2008. 379-380.)

Sisäpiiritieto

Sisäpiiritieto koskee arvopaperiin liittyvää tietoa, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan. Ollakseen sisäpiiritietoa, tiedon on oltava täsmällistä, olennaista ja se on vain suppean henkilöpiirin tiedossa, eli se ei ole julkistettua (Karjalainen ym. 2008. 383-386.)

Julkiseen sisäpiirirekisteriin merkitään sisäpiiriläisten eli ilmoitusvelvollisten henkilötiedot sekä näiden omistukset ja -kaupat yhtiön liikkeeseen laskemilla arvopapereilla. Sen tulee myös sisältää vastaavat tiedot ilmoitusvelvollisten puolisoista, edunvalvonnassa olevista vajaavaltaisista sekä samassa taloudessa vähintään vuoden asuneista muista perheenjäsenistä. Rekisteriin merkitään myös edellä mainittujen henkilöiden määräysvalta yhteisöjen arvopaperiomistukset sekä tiedot vaikutusvalta yhteisöistä. (Rahoitustarkastus 2008a.)

Arvopaperikeskus ylläpitää rekisteriä, jonka avulla voidaan valvoa mahdollista sisäpiirikaupankäyntiä. Arvopaperikeskuksen SIRE-järjestelmän avulla kaikki kaupat, jotka ovat tehty arvo-osuusjärjestelmässä olevilla arvopapereilla, kirjautuvat automaattisesti sisäpiirirekisteriin. Yhtiön tulee pitää sisäpiirirekisteriä itse mikäli se ei kuulu SIRE-järjestelmään. (Rahoitustarkastus 2008a.)

Sijoituspalveluyrityksen on riittävin toimenpitein pyrittävä estämään vaikuttavassa asemassa olevan ryhtymisen henkilökohtaisiin liiketoimiin, jos siitä

voi aiheutua eturistiriitä sellaisen liiketoimen tai palvelun kanssa, johon hän osallistuu asemansa vuoksi, jos hänellä on arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettua sisäpiirintietoa taikka jos hänellä on sijoituspalveluyrityksen asiakkaita tai niiden liiketoimia koskevaa luottamuksellista tietoa. Tällaisen tiedon luottamuksellisuus on pyrittävä muutoinkin turvaamaan. (Laki sijoituspalveluyrityksistä 4 luku 34§.)

Rikoslain 51. luvun 1§ mukaan henkilö, joka hankkii itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttää sisäpiirintietoa hyväksi luovuttamalla tai hankkimalla sellaisen arvopaperin omaan tai toisen lukuun, tai neuvomalla suoraan tai välillisesti toista sellaista arvopaperia koskevassa kaupassa, on tuomittava sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.

Ennen lain uudistumista sisäpiirisäännökset eivät koskeneet arvopaperia, jota on haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Säännöksiä laajennettiin koskemaan myös muiden Euroopan talousalueen valtioiden vastaavaa kaupankäyntiä. (Karjalainen ym. 2008. 380.)

Kurssin vääristäminen

Kurssin vääristämisellä tarkoitetaan toimia, joilla suoraan tai välillisesti vaikutetaan arvopaperin kurssiin keinotekoisesti ja menettelytavoiltaan tai sisällöltään poikkeaa tavanomaisesta arvopaperikaupasta tai tiedottamisesta arvopaperimarkkinoilla. Sen seurauksena arvopaperin kurssi poikkeaa siitä, mikä se olisi arvopaperin aidon kysynnän ja tarjonnan tai oikean tiedon perusteella (Karjalainen ym. 2008. 408.).

Arvopaperimarkkinalain 5. luvun 12§ mukaan kurssin vääristämisellä tarkoitetaan:

- 1) arvopaperia koskevaa harhaanjohtavaa osto- tai myyntitarjousta, näennäiskauppaa ja muuta vilpillistä toimintatapaa;
- 2) liiketoimia ja muita toimia, jotka antavat väärää tai harhaanjohtavaa tietoa arvopaperien tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta;
- 3) liiketoimia ja muita toimia, joilla yksi tai useampi yhteistyössä toimiva henkilö varmistaa julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle; ja

4) arvopaperia koskevan väärän tai harhaanjohtavan tiedon julkaisemista tai muuta levittämistä, jos tiedon julkaisija tai levittäjä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan väärää tai harhaanjohtavaa.

Lain uudistumisen myötä kurssin vääristämistä koskevia säännöksiä täsmennettiin erityisesti kurssin vääristämisen tekotapojen yksityiskohtaisempaan ja esimerkinomaiseen määrittelyyn (Karjalainen ym. 2008. 408.)

4 Arvopaperimarkkinalain muutosten vaikutukset käytännössä

Merkittävimmät muutokset arvopaperimarkkinalakiin ovat olleet muutoksia, jotka ovat lisänneet sijoittajansuojaa. Tällaisia muutoksia ovat olleet esimerkiksi asiakkaiden luokittelu sekä tiedonanto- ja selontotovelvollisuuden täsmentäminen. Keskityinkin sen vuoksi haastatteluillani erityisesti niihin (katso liite 4).

OP-ryhmän lakimiehen Nousiaisen (2009) mukaan lain uudistumisella oli paljon vaikutuksia menettelytapoihin asiakassuhteissa. Sen lisäksi vaikutukset heijastuivat myös sijoituspalveluja tarjoavien yritysten toiminnan järjestämiseen.

Asiakkaiden luokittelu

Asiakkaan luokituksella on vaikutusta sijoittajansuojan laajuuteen sekä sovellettaviksi tuleviin menettelytapasääntöihin. Mikäli asiakas luetaan ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi, on tiedonantovelvollisuuden sekä selontotovelvollisuuden täyttäminen huomattavasti vaativampaa, kuin mikäli palvellaan ammattimaista asiakasta.

Haastatteluun osallistuneet yritykset luokittelivat asiakkaansa lähtökohtaisesti ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi. Nooa Pankin sijoituspäällikkö Tapionsalo (2009) täsmensi, että alle 1 % asiakkaista voidaan laskea ammattimaisiksi asiakkaiksi. Myös Länsi-Suomen osuuspankin sijoitusjohtaja Antilan (2009) sekä Nordean sijoituspäällikkö Ohrankämnen (2009) mukaan asiakastapaamisissa lähdetään liikkeelle oletuksesta, että ollaan tekemisissä ei-ammattimaisen asiakkaan kanssa.

Ohrankämnen (2009) mukaan taustatiedot hankitaan kysymällä asiakkaalta sekä järjestelmissä jo olevista tiedoista. Antilan (2009) kertoi, että Osuuspankissa taustatieto hankitaan ensisijaisesti asiakkaalta itseltään saatavilla tiedoilla ja jos kyseessä olisi ammattimainen asiakas, tämä varmistetaan omalla, aktiivisella taustatietojen hankkimisella.

OP-keskuksen kehityspäällikkö Anne Haaralan (2009) mukaan Osuuspankkien sijoituspalveluasiakkaat ovat pääasiassa ei-ammattimaisia asiakkaita. Pankissa tulee tarvittaessa tarkistaa, että asiakas on luokiteltu oikein. Jos on syytä epäillä, että luokittelukriteerit eivät enää täyty, asia tulee selvittää ja arvioida uudestaan. Asiakkaan luokittelua koskevat tiedot ovat

asiakaskannassa.

Haastatellut yritykset pystyivät sanojensa mukaan luottamaan asiakkailtaan saamaan informaatioon eikä heillä ollut tarvetta epäillä tietojen luotettavuutta. Tapionsalon mukaan Nooa Pankissa ei ole tullut esille tapauksia, jossa asiakas olisi ollut epärehellinen asiakasluokittelua varten tehdyssä kyselyssä. Myöskään Arvopaperivälittäjäyhdistyksen apulaisjohtajan Vesa Sainion (2009) mukaan asiakkaiden luokittelussa ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin ei ole ilmennyt ongelmia

Skinnerin (2007) mukaan asiakkaiden luokittelun pitäisi pohjautua erilaisiin testeihin, joilla testattaisiin asiakkaan taustoja, kuten taloudellinen riskin sietokyky, asiakkaan intressit sekä asiakkaan kokemus ja ymmärrys riskeistä. Haastatteluun osallistuneet yritykset pohjasivat luokittelukriteerinsä asiakkaalta kyseltäviin tietoihin. Yksikään haastatteluun osallistuneista yrityksistä ei testannut asiakkaan ymmärrystä koskien tuotteita ja sijoituksen riskejä. Asiakkaan ymmärrys ja tietämys arvioitiin taustatietojen valossa. Asiakkaita ei myöskään pääsääntöisesti luokitella eri sijoitusaloilla eri tavalla, vaan asiakkaan tietämys yleistetään koskemaan koko sijoituspalvelualaa.

On huomattava, että prosentuaalisesti ammattimaisten asiakkaiden lukumäärä on huomattavan pieni. Testeillä välttyttäisiin siitä, että ammattimainen asiakas laskettaisiin ei-ammattimaiseksi asiakkaaksi. En näkisi tätä kuitenkaan tarpeellisena, sillä testaamisen hyödyt olisivat suhteellisen pienet. Sijoituspalveluyrityksillä tuntuukin olevan vakiintunut tapa ottaa varman päälle.

Tiedonantovelvollisuus ja selonottovelvollisuus

MiFID- direktiivin voimaantullessa tiedonantovelvollisuutta ja selonottovelvollisuutta koskevaa normistoa tarkennettiin merkittävässä määrin. Tämä näkyy myös siitä, että koulutusta järjestettiin haastatelluissa yrityksissä erityisesti tiedonantovelvollisuuden- sekä selonottovelvollisuuden osalta.

Sainion (2009) mukaan MiFID toi tullessaan paljon uusia velvoitteita liittyen juuri asiakaskontakteihin ja yhdenmukaisti niitä, joskin toki jo ennen sitä osa toimijoista oli toiminut oma-aloitteisesti MiFID:n hengen mukaisesti. Asiakaskontakteista tehtiin rutiininomaisempia

prosesseja, joita seuraamalla tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden vaatimukset tulisivat katetuiksi.

Nooa Pankissa käytetään Tapionsalon (2009) mukaan asiakaskohtaamistilanteessa apuvälineenä kyselylomaketta (liite 1), joka samalla toimii tarkistuslistana.

Lomakkeella asiakkaalta tiedustellaan aikaisemmista sijoitustottumuksista ja tietämyksestä. Asiakkaan sijoitustaustojen lisäksi lomakkeella selvitetään intressit esimerkiksi sijoitushorisonetin sekä riskinottohalukkuuden suhteen.

Haaralan (2009) mukaan Osuuspankissa asiakkaan tietämys ja aikaisempi kokemus selvitetään sijoituspalveluita tarjottaessa sijoittajakuvan kartoituksen avulla (liite 6).

Tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi on laadittu OP-Pohjola-ryhmässä Sijoittajatiedote. Lisäksi yksittäistä tuotetta koskevia tietoja (esim. rahastojen kulut ja palkkiot) annetaan asiakkaalle vielä sijoittajatiedotteen lisäksi (esim. yksinkertaistettu rahastoesite).

Ohrankämnenen (2009) mukaan asiakkaan aikaisempi tietämys varmistetaan kyselemällä taustatietoja asiakkaalta itseltään. Asiakkaan aikaisempi tietämys varmistetaan myös Osuuspankin sijoituspäällikkö Antilan (2009) mukaan hyvin perusteellisella asiakkaan kartoittamisella. Kartoitukseen käytetään asiakkaan antamia tietoja sekä hänelle annetut suositukset dokumentoidaan ja talletetaan. Taustan kartoituksessa asiakkaalta kysytään taustat, ikä, koulutus, tulot, varallisuus, sijoitettavan määrän osuus asiakkaan kokonaisvarallisuudesta, varojen tarve ajallisesti tulevaisuudessa, kokemuksen määrä, tuotteiden tuntemus, sijoitustavoitteet, riskinottohalukkuus ja riskin sietäminen sijoitusten arvon vaihdellessa.. (Antila 2009.)

Tapionsalo (2009) täsmentää, että oleellimmat seikat kerrotaan asiakaskohtaamisessa suullisesti, mutta kattavammin informaatiota annetaan kirjallisessa muodossa. Asiakas allekirjoittaa dokumentit, joissa hän sitoutuu lukemaan saamansa esitteet ja tiedotteet ja vahvistaa saaneensa tietoa. Lomake arkistoidaan kirjallisena sekä sähköisesti. Sähköisessä muodossa asiakkaan tiedot ovat kaikkien Nooa Pankkien saatavilla. Ohrankämnenen (2009) mukaan rahastoista annetaan yksinkertaistettu rahastoesite sekä asiakas saa myös kirjallisen sijoitusehdotuksen.

Asiakkaan intressien toteutumista pyritään edistämään Osuuspankissa erilaisilla

toimintaperiaatteilla. Pankille on vahvistettu toimeksiantojen huolellista toteuttamista koskevat periaatteet, jotka on koulutettu myyjille ja joita valvotaan. Näissä asiakkaan edun ensisijaisuutta on korostettu, Antila (2009) kertoo.

Ohrankämnenen (2009) mukaan varmistetaan, että asiakas on saanut ostopäätöksen tekemisen kannalta riittävät tiedot antamalla asiakkaalle lainsäädännön vaatimat dokumentit sekä keskeiset seikat käydään läpi. Asiakkaan tarpeet, sijoittamisen tavoite ja riskinsietokyky kartoitetaan ja ratkaisuehdotus perustuu näihin seikkoihin.

Tiedonantovelvollisuus täytetään suurimmalta osin kirjallisessa muodossa, joten informaation lukeminen jää lähinnä asiakkaan vastuulle. Vaikka tiedonantovelvollisuus saadaankin lain näkökulmasta katettua asiakkaan sitoutumalla lukemaan kirjallisen informaation, ei käytännössä ole takeita sille, että asiakas perehtyy jaettuun materiaaliin ja täydellisesti ymmärtää sijoituspalvelun riskin. On myös ongelmallista mielestäni, että pääasiallisesti asiakkaan odotetaan lukevan kirjallinen informaatio asiakaskohtaamisen jälkeen. Tällöin asiakas on mitä luultavimmin jo ostanut sijoituspalveluita ja siten perehtyy materiaaliin jälkikäteen. On ymmärrettävää, ettei asiakaskohtaamistilanteessa ehditä käymään kaikkea informaatiota läpi, mutta mielestäni tulisi asiakkaan ymmärrystä testata ennen palvelun myymistä tälle.

Erityistä huomiota kiinnitin sopimusehtoihin, jotka asiakaskohtaamisessa annetaan kirjallisena. Vakioehtoja ei ehditä asiakaskohtaamisessa käymään kauttaaltaan läpi, joten liityntä kuitataan asiakkaan laittamalla ruksin sopimuspapereihin. Onkin tulkinnallista, että tulevatko vakioehdot kyseisellä rasti ruutuun –tavalla osaksi sopimusta. Haastatelluilla yrityksillä ei ollut tältä osin ollut ongelmia.

Selonottovelvollisuus koskee mm. asiakkaan taloudellisesta asemaa, sijoituskokemusta ja muita asiakkaansuojan kannalta keskeisiä kysymyksiä. Tällaisia tietoja ovat mm. tiedot asiakkaan taloudellisesta asemasta, kyseistä sijoituspalvelua tai arvopaperia koskevasta sijoituskokemuksesta ja -tietämyksestä sekä sijoitustavoitteista.

Haaralan (2009) mukaan selonottovelvollisuuden tarkoituksena on, että pankki arvioi, soveltuuko tarjottu sijoituspalvelu tai rahoitusväline asiakkaalle. OP-Pohjola-ryhmässä asiakkaan yksilölliset olosuhteet (mm. riskinotto- ja tavoitteet) tunnistetaan sijoittajakuvan kartoituksen avulla (liitteet 6-8).

Lain tavoitteiden toteutuminen käytännön tasolla

Haastatteluiden perusteella tuli esille, että lain tiukentuminen nähtiin suurimmalta osalta positiivisena asiana ja sen tavoitteiden toteutuminen käytännön tasolla oli nähty onnistuneen.

Epäkohtia lain tavoitteiden toteutumiselle eivät haastatteleman yritykset löytäneet paljoa. Osassa sijoituspalveluyrityksistä oltiin lain uudistumiseen varauduttu jo ennalta.

Haaralan (2009) mukaan jo ennen MiFIDin voimaantuloa OP-Pohjola-ryhmässä on asiakkaille tehty sijoittajakuvan kartoituksia ja pyritty sen avulla löytämään asiakkaalle sopivat ratkaisut säästämiseen ja sijoittamiseen. Näin ollen MiFIDin myötä tulleet säännökset eivät ole huomattavasti vaikuttaneet asiakaskohtaamisten rakenteeseen ja sisältöön pankeissa.

Tapionsalon (2009) sekä Ohrankämminen (2009) mukaan lain tavoitteet olivat realistiset ja muutos nähdään positiivisena asiana. Tapionsalon mukaan sijoitusneuvonnan toimintatavat ovat direktiivin voimaansaattamisen jälkeen järjestäytyneet.

Antilan (2009) mukaan lain säännösten tiukentuminen on yhdenmukaistanut kohtaamisia, koska kohtaamiset on prosessoitu. ”Kaikki kohtaamiset tapahtuvat säännösten mukaisten vaiheiden kautta. Määrämuotoisuus auttaa toimimaan yhdenmukaisesti”, Antila kertoo. Nordeassa toimittiin Ohrankämminen (2009) mukaan jo ennen MiFIDin voimaantuloa pääsääntöisesti nykyisen säännösten mukaisesti, eli vaikutukset ovat olleet vähäisiä.

Kehittämishdotuksena Tapionsalo (2009) mainitsee tiedonanto- ja selonottovelvollisuuden suhteuttamisen sijoitustuotteen kokoon. Viranomaisten tulisi asettaa raja, jonka alittavilla sijoituksilla ei tarvitsisi noudattaa yhtä tarkkoja säännöksiä. Raja voisi Tapionsalon mukaan olla joko absoluuttinen, suhteellinen tai sekä että.

Tapionsalon (2009) mukaan direktiivin jälkeen on todennäköisempää, että asiakkaalle voidaan tarjota mahdollisimman oikeat ja sopivat tuotteet, sillä sijoituspalveluiden taso on muuttunut aikaisempaa ammattimaisempaan suuntaan. Asiakkaalta saadaan myös enemmän informaatiota, kuin ennen direktiivin voimaantuloa. Tällaisia tietoja ovat esimerkiksi asiakkaan muut sijoitukset ja omaisuus.

Selonottovelvollisuuden normiston tiukentuessa sijoituspalveluyritykset voivat lain nojalla kysellä asiakkaan taloudellisesta asemasta tietoja, joita ennen lain uudistumista ei asiakkaan ollut luovutettava. Haastatteluun osallistuneet yritykset ovat kokeneet hyötyvänsä kyseisestä mahdollisuudesta saada informaatiota asiakkaan mahdollisista muista sijoituksista sekä varallisuudesta.

Direktiivin voimaansaattaminen tapahtui Tapionsalon (2009) mukaan liian lyhyellä varoitusajalla. Direktiivin sisällöstä saatiin liian vähän informaatiota etukäteen. Direktiivin tulkinta oli myös epäselvää ennakkotapausten puuttuessa, joten alan toimijat toimivat varman päälle. Tapionsalo lisää, että aluksi pelättiin mahdollisia väärinkäyttö tilanteita sillä asiakkaat pystyivät vaatimaan direktiivin toteuttamista ensimmäisestä päivästä lähtien.

Tapionsalon (2009) mukaan lain muutos on muuttanut sijoituspäätöksiä varovaisempaan suuntaan. On huomattava, että myös ennen lain uudistumista tapahtunut oikeustapauskoskien Nordeaa on osaltaan vaikuttanut sijoituspalveluyritysten varovaisuuteen riskien suhteen.

Yksi lain muutoksen tavoitteista oli mahdollistaa Euroopan talousalueelle vapaammat arvopaperimarkkinat, jotta kaupankäynti yli rajojen helpottuisi. Arvopaperimarkkinain uudistumisella ei Tapionsalon (2009) mukaan ole ollut kuitenkaan kansainvälistävää vaikutusta.

Ohrankämmen (2009) kertoi, että ei ole havainnut merkittäviä epäkohtia lain soveltamisessa. Myöskään muut haastattelemani yritykset eivät olleet kohdanneet suuria epäkohtia.

Lain soveltamisen valvonta

Hallituksen esityksen (43/2007) mukaan lain uudistumisen odotettiin vaikuttavan laajalti Rahoitustarkastuksen toimintaan. Odotusarvona oli, että Rahoitustarkastukselle tulisi ensinnäkin joukko uusia valvottavia sijoitusneuvonnan alalta sekä lainsäädännön käytännön toimeenpaneminen edellyttäisi kertaluonteisesti joukon muutoksia Rahoitustarkastuksen valvontamenetelmiin ja tietojärjestelmiin. Rahoitustarkastuksessa tapahtuvista muutoksista suurimpia ovat olleet kuitenkin sen muuttuessa Finanssivalvonnaksi vuoden alusta. Taustalla on vaikuttanut MiFID direktiivi, jonka voimaansaattaminen johti finanssivalvonnasta annetun lain voimaansaattamiseen 1.1.2009. Finanssivalvonta on uusi rahoitus- ja

vakuutusvalvontaviranomainen, jolle pääosin siirtyvät 1.1.2009 alkaen entisten Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston tehtävät (Finanssivalvonta 2009.)

Olli Laurilan (2009) mukaan Rahoitustarkastuksessa ei olla toistaiseksi huomattu erityisiä ongelmia tiedonantovelvollisuuden suhteen. Yksi käytännön kysymys toki on se, että vakuutustuotteiden myyntiä ja markkinointia (esim. nk. sijoitusvakuutukset) koskee eri sääntely kuin rahoitustuotteiden myyntiä.

Sainion (2009) mukaan vie aina jonkin aikaa, ennen kuin uusi sääntely saavuttaa tarkoituksenmukaisen muotonsa, joten lain tavoitteiden toteutuminen ei ole vielä nähtävissä.

Arvopaperilautakunnan esittelijä Kouvalaisen (2008) mukaan MiFID -sääntelyn voimaantulon jälkeen yhteydenotot Arvopaperilautakuntaan olivat lisääntyneet. Syy yhteydenottojen kasvulle ei ollut suurimmassa osassa tapauksia löydettävissä suoraan laista. Suurin syy yhteydenottojen kasvuun oli markkinatilanteen nopea muutos syksyllä 2008. Useimpien yhteydenottojen aiheet olivat samoja. Omaisuudenhoito- ja arvopaperivälitystä ja sijoitusrahastojen markkinointia koskevat valitukset nostivat tilastopiikin.

Vaikka tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden osilta lakiin tehtiin huomattavia täsmennyksiä, Kouvalaisen (2008) mukaan sijoitusneuvonnassa voidaan nähdä epäkohtia tiedonanto- ja selonottomääräyksien noudattamisessa, kuten ennen lain muutostakin.

Lain tuomat lisävaatimukset sijoitusneuvonnan osalta työllistivät alan yrityksiä markkinointi- ja selonottosääntelyn vaatimusten kasvaessa. On mahdollista, että kaikkia sääntelymuutoksia ei ole saatu kaikilta osin alalla vielä edes käytännössä toimintaan. (Kouvalainen 2008.)

5 Johtopäätökset

Arvopaperimarkkinalain uudistumisen myötä sääntely selkiintyi ja yhdenmukaistui. Säännöksille jätettiin vähemmän tulkinnan varaa kuin aiemmin. Sääntelyä tarkentamalla myös arvopaperimarkkina-alalla toimivien organisaatioiden toimintatavat yhdenmukaistuivat.

Asiakkaiden luokittelu ja asiakkaan asemasta sopiminen on ollut yksi merkittävimmistä muutoksista arvopaperimarkkinalakiin. Käytännössä sijoituspalveluyritysten asiakkaat luetaan ei-ammattimaisiksi asiakkaiksi ja heihin sovelletaan siten tiukempaa sääntelyä.

Sääntelyn tiukentuminen tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden osilta johti siihen, että asiakkaalle annetaan palveluista ja tuotteista enemmän tietoa. Vastaavasti myös yritys saa asiakkaastaan enemmän tietoa kuin aiemmin.

Tarkemmat pelisäännöt johtivat siihen, että asiakaskohtaamistilanteisiin joudutaan varaamaan enemmän aikaa kuin ennen. Sen vuoksi suurin osa informaatiosta tarjotaankin asiakkaalle kirjallisessa muodossa. Aikaa on käytetty huomattavasti myös mm. kouluttamiseen ja esitteiden yms. päivittämiseen. Sijoituspalveluyritykset ovat ottaneet varovaisemman asenteen ja välttelevät turhien riskien ottamista tarjotessaan asiakkailleen palveluita.

Arvopaperien markkinoinnissa on lainuudistumisen myötä annettava tarkempi kuva sijoituspalvelusta tai tuotteesta ja riskien tuominen esille markkinoinnissa on lain uudistumisen myötä tullut yhä tärkeämmäksi osa-alueeksi. On myös yhä tarkempaa, ettei markkinoinnilla johdeta sijoittajaa harhaan esimerkiksi lupaamalla liikoja.

Lakiin tuotiin vaihtoehto perinteiselle markkinapaikalle säätämällä monenkeskisestä kaupankäynnistä. Monenkeskiselle kaupankäynnille asetettiin kuitenkin tiukat kriteerit, joille jätettiin kuitenkin tulkinnanvaraisuutta. Se, että monenkeskisen kaupankäynnin syntymisen edellytyksen on sitova arvopaperikauppa sekä volyymin on oltava riittävän laajaa, on kova vaatimus markkinapaikan järjestäjän säännöille sekä osapuolen sitoutumiselle niiden noudattamiseen. Säännöissä on täten täsmennettävä riittävän selkeästi, milloin osapuolet ovat mm. hyväksyneet ehdot ja sitoutuneet kauppaan. Laissa ei myöskään ole säännelty tarkasti, milloin kaupankäynti on riittävän laajaa.

Kaupankäynnin läpinäkyvyyttä on lain uudistumisen jälkeen korostettu. Tämä on kuten tiedonantovelvollisuuskin, sijoittajan suojaa ajatellen säädetty. Sijoittajan on saatava riittävästi tietoa liikkeelle laskijasta ja kaupankäynnistä. Samalla myös ehkäistään mahdollisia väärinkäytös tilanteita.

Arvopaperimarkkinalakiin lisättiin yleisiä ohjeita, joita tulee noudattaa. Tällaisia ovat esimerkiksi hyvä tapa sekä säännökset toimeksiantojen huolellisesta toteuttamisesta ja käsittelystä. Kyseisillä säädöksillä on mitä luultavimmin pyritty paikkaamaan mahdollisia puutteita laissa jättämällä tulkinnan varasuutta.

Pääsääntöisesti haastateltujen sijoituspalveluyritysten kokemukset lain uudistuksesta ovat olleet hyvät eikä huomattavia epäkohtia ole tullut esille. Tiedonantovelvollisuuden ja selonottovelvollisuuden osilta näkisin olevan suurimmat kehityskohdat sijoituspalvelualalla toimijoille. Myös sijoituspalvelusta tehtävien sopimusten ehtoja tulisi täsmentää sijoittajan suojaa ajatellen.

Tulossa olevat lainmuutokset

Nousiaisen (2009) mukaan arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistus on juuri alkamassa, mutta siinä fokus on muussa kuin vastikään voimaan tulleessa sääntelyssä.

Valtiovarainministeriön arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksesta annetun arviomuistion (2008c) mukaan lausunnonantajista Rahoitustarkastus, SAK, Suomen Pankki, vakuutusvalvontavirasto ja Valtakunnansyyttäjänvirasto kannattavat yleisten periaatteiden lisäämistä lakiin ja esimerkkejä ainakin jatkoselvittämisen arvoisina.

Hankkeen tärkeimpinä perusteina pidetään lakihuoltoa ja lain ymmärrettävyyden parantamista, tarvetta tehdä suomalainen arvopaperimarkkinasääntely kansainvälisesti kilpailukykyiseksi ja yhtenäiseksi EU:n muiden jäsenmaiden sääntelyn kanssa sekä markkinoiden kehittymisestä johtuvaa sääntelyn muuttamis- ja selvennystarvetta. (Valtiovarainministeriö 2008c.)

Arvopaperimarkkinalakia arvioitaessa valtiovarainministeriössä ei ole havaittu suuria sääntelyn sisältöön ja ulottuvuuteen liittyviä muutostarpeita. Esimerkkeinä muutostarpeista esitetään, ja ne koskevat arvopaperimarkkinoiden avoimuutta, tietojen jakamista sekä luottamusta ja

tasapuolisuutta. Hyvä arvopaperimarkkinatapa pyritään myös selkeästi määrittelemään.

Liputusvelvollisuutta ja markkinoiden väärinkäyttöä koskevien muutosesimerkkien tarkoituksena on yhtenäistää kansallista sääntelyä EU-sääntelyn kanssa ja siten edistää kansallisten lakien vertailtavuutta muiden jäsenvaltioiden sääntelyn kanssa. Lain kokonaisuudistuksella pyritään myös täsmentämään viranomaissääntelyn tehtäviä sekä kehittämään itsesääntelyä. (Valtiovarainministeriö 2008b, 6, 11, 16.)

Suomessa on pantu täytäntöön arvopaperimarkkinoita koskevat direktiivit arvopaperimarkkinalakiin ja sen lähilakeihin, valtiovarainministeriön asetuksiin sekä Rahoitustarkastuksen määräyksiin. Direktiivien yksittäisten artiklojen sisältö ei ole aina vastannut suomalaista lainsäädäntötekniikkaa tai -kulttuuria.

(Valtiovarainministeriö 2008b, 11-12.)

Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksella pyritään vastaamaan seuraaviin:

- a) Yleisiä periaatteita ilmentävien säännösten tulee olla riittävän kattavia, jotta ne lisäävät sijoittajansuojaa ja ohjaavat itsesääntelyä
- b) Kokonaisuudistuksessa tarkasteltaisiin toimijoiden kokemuksia jaottelusta ammattimaisen ja ei-ammattimaisen asiakkaan välillä
- c) Arvopaperimarkkinat tarvitsevat ajantasaisen perusnormiston niin siviili- kuin kauppaoikeudellisen sääntelyn alalla, ja tätä sääntelyä tulisi tarpeellisessa määrin uudistaa. Laki kuuluu oikeusministeriön hallinnonalaan. (Valtiovarainministeriö 2008b, 28.)

Kouvalaisen (2009) mukaan Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistushanke on vielä alkumetreillä ja vaikutuksia voi tässä vaiheessa olla vielä vaikea arvioida. Hallituksen esitys on suunniteltu annettavaksi Eduskunnalle vuonna 2010.

Jatkotutkimusehdotuksia

Jatkotutkimusehdotuksena esittäisin lain kokonaisuudistuksen vaikutuksen tutkimisen mm. kansainvälisen sijoitustoiminnan näkökulmasta. Alan toimijat toimivat yhä useammin yli rajojen, joten hyvänä tutkimuksen aiheena olisi lainsäädännön yhtenäisyyden tarkasteleminen EU-maiden välillä.

Arvopaperimarkkinalain uudistumisesta on kulunut hieman yli vuosi, joten sen aiheuttamat muutokset eivät ole kaikilta osin vielä nähtävillä. Lain kokonaisuudistuksen vaikutuksia olisi myös mielenkiintoista päästä tutkimaan.

Lähteet

Antila, J. Länsi-Suomen Osuuspankki, sijoitusjohtaja. sähköpostihaastattelu 04.02.2009.

Arvopaperimarkkinalaki 495/1989

Arvopaperivälittäjien yhdistys. 2005. Toiminta ja tarkoitus. Luettavissa:
http://www.apvy.fi/yhdistys/fi_FI/toiminta_ja_tarkoitus/. Luettu 27.11.2008.

Arvopaperivälittäjien yhdistys.2007. MIFID. Tiedote.
Luettavissa: http://www.apvy.fi/yhdistys/Tiedotteet/fi_FI/mifid_tiedote/. Luettu 13.5.2008.

Arvopaperivälittäjien yhdistys. 2008. MiFID – rahoitusvälineiden markkinat direktiivi.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry. 2007. Itsesääntelystä. Luettavissa:
<http://www.cgfinland.fi/content/blogcategory/14/36/lang,fi/>. Luettu: 19.11.2008.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry. 2008a. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance).

Arvopaperimarkkinayhdistys ry. 2008b. Tehtävät. Luettavissa:
<http://www.cgfinland.fi/content/blogcategory/13/32/lang,fi/>. Luettu 19.11.2008.

Direktiivi 2004/39/EY

Elinkeinoelämän keskusliitto 2008a. Sijoitusmarkkinat. Luettavissa:
http://www.ek.fi/www/fi/talous/tietoa_Suomen_taloudesta/sijoitusmarkkinat.php. Luettu 9.10.2008.

Elinkeinoelämän keskusliitto 2008b. Pörssikurssien kehitys.
http://www.ek.fi/www/fi/talous/tietoa_Suomen_taloudesta/kuvat/tal38.pdf. Luettu 9.10.2008.

Euroopan Parlamentti. 2004. Lissabonin strategia: kilpailukykyisempi Eurooppa sekä useampia

ja parempia työpaikkoja. Luettavissa:

<http://www.europarl.europa.eu/highlights/fi/1001.html>. Luettu 2.10.2007.

Fin Focus. 2006. Nro 2. Euroopan Komissio. Luettavissa:

http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/finfocus/finfocus2/finfocus2_fi.pdf. Luettu 12.10.2008

Ferrarini, G. & Wymeersch, E. 2006. Investor protection in Europe- corporate law making, the MiFID and beyond. Oxford university press. Oxford.

Finanssialan keskusliitto 2008a. Luettavissa:

<http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2324&VID=default&SID=550676600699288&S=1&C=20117>. Luettu 9.10.2008.

Finanssialan keskusliitto 2008b. Toimialakuvaus- kotitalouksien finanssivarallisuus.

Luettavissa:

<https://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2992&VID=default&SID=619268980496170&S=0&C=18773>. Luettu: 20.11.2008.

Finanssialan keskusliitto 2008c. Säästäminen ja luotonkäyttö. Tutkimusraportti. Luettavissa:

http://www.fkl.fi/asp/ida/download.asp?prm1=wwwuser_fkl&docid=23214&sec=&ext=.pdf. Luettu 17.2.2009.

Finanssialan Keskusliitto. 19.11.2008 Arvopaperivälittäjien yhdistys ja Finanssialan

Keskusliitto yhdistyvät. Tiedote. Luettavissa:

http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2294&VID=default&SID=191819247476496&S=0&A=open:news:item_www:5341&C=28381. Luettu 19.11.2008.

Finanssivalvonta 2009. Tietoa Finanssivalvonnasta. Luettavissa:

<http://www.finanssivalvonta.fi/>. Luettu 2.3.2009.

Haarala, A.. OP-keskus, kehityspäällikkö. Sähköpostihaastattelu 2.3.2009.

Hakkarainen, P. 2006. Euroopan unionin integroituvat rahoitusmarkkinat. 1-10. Suomen

Pankki. Luettavissa: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/E5B0D443-79CB-4639-BC7B->

F3E04157573C/0/061101PHWMdata.pdf. Luettu 5.9.2008.

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi (43/2007)

Hemmo, M. 2007. Velvoiteoikeuden perusteet. Forum Iuris. Helsinki

Karjalainen, J., Laurila, O. & Parkkonen, J. 2005. Arvopaperimarkkinalaki. 3.painos. Gummerus. Jyväskylä

Karjalainen, J., Laurila, O. & Parkkonen, J. 2008. Arvopaperimarkkinalaki. 4., uudistettu painos. Talentum. Helsinki

Koskenkylä, H. 2004. Rahoitusmarkkinoiden integraatio. 39-45, 174. Suomen Pankki.

Kouvalainen, S. Arvopaperilautakunta, Arvopaperilautakunnan esittelijä
Asiantuntija, VT. sähköpostihaastattelu 10.12.2008

Laajanen, P. 2007. EU:n uudet sijoituspalvelusäännökset voimaan 1.11.2007: Uusia sijoituspalveluja luvanvaraisiksi. Tiedote. Luettavissa:
http://www.vm.fi/vm/fi/03_tiedotteet_ja_puheet/01_tiedotteet/20071025EUnuud/name.jsp
p. Luettu 13.5.2008.

Laki arvopaperilain muuttamisesta 923/2007

Laki sijoituspalveluyrityksistä 26.10.2007/922

Laki Rahoitustarkastuksesta 27.6.2003/587

Laki varallisuusosoikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/228

Laurila, O. Rahoitustarkastus, lakimies. Sähköpostihaastattelu 23.2.2009.

Martikainen, T. 1995. Arvopaperit. WSOY. Juva.

Nasdaq OMX 2008. Tietoa First Nortista. Luettavissa:

http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/tietoa_first_northista/?languageId=4. Luettu 28.2.2009.

Nooa Säästöpankki. Pankin esittely. Luettavissa:

<https://www.saastopankki.fi/VerkkopalvelutWeb/portaali/index.jsp?sivu=henkilo.etusivu>
Luettu 9.12.2008

Nordea Suomi Oyj. 2008a Organisaatio. Luettavissa:

<http://www.nordea.com/Tietoa+Nordeasta/Organisaatio/59662.html>. Luettu 17.11.2008.

Nordea Suomi Oyj. 2008b. Nordea Investment Management. Luettavissa:

<http://www.nordea.fi/Yritykset%2Bja%2Byhteis%C3%B6t/Sijoittaminen/Varallisuudenhoito/Nordea%2BInvestment%2BManagement/950932.html>. Luettu:18.11.2008.

Nousiainen, S. OP-ryhmä, lakimies, lakipalvelut-osasto. sähköpostihaastattelu 4.02.2009.

Ohrankämmen, J. Nordea, johtaja, säästäminen ja sijoittaminen. Sähköpostihaastattelu 26.2.2009.

Osuuspankki. OP-Pohjola-ryhmä pähkinänkuoressa. 2008. Luettavissa:

<https://www.op.fi/op?cid=151012427&srcpl=3>. Luettu: 4.2.2009.

Pankkialan asiakasneuvontatoimisto 2008. Pankkialan Asiakasneuvontatoimisto. Luettavissa:

<http://www.pankkiasiakkaat.fi/toiminta.html>. Luettu: 10.1.2009.

Parkkonen, J. 2007. Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset 2007. WSOY. Juva.

Rahoitustarkastus 1998. Ohje arvopaperien markkinoinnissa noudatettavasta menettelystä.

Ohje. Luettavissa: <http://www.rata.bof.fi/NR/rdonlyres/D7573744-320E-4E5D-9B72-8C69068686BB/0/20102.pdf>. Luettu: 17.11.2008.

Rahoitustarkastus 2004. Arvopaperimarkkinat. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Arfin/Toimintakertomus/Toiminta_2004/Saantely/arvopaperimarkkinat.htm. Luettu 1.3.2009.

Rahoitustarkastus. 2005a. Lamfalussy- malli edelleen sääntelyn kehittämisen pohjana. Tiedote. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Arfin_2005/Toimintakertomus/Toiminta/Saantely/lamfalussy_saantelyn_pohjana.htm. Luettu: 2.10.2008.

Rahoitustarkastus. 2005b. Toimeksiantojen käsittely ja kaupanjaon menettelytavat asiallisia Ratan valvottavissa. Tiedote. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Tiedotus/Rata_tiedottaa/2005/5_2005/6.htm. Luettu: 13.10.2008.

Rahoitustarkastus. 2007a. Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (MiFID). Tiedote.

http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Saantelyn_kehityshankkeet/MiFID/
Luettu: 13.5.2008.

Rahoitustarkastus. 2007b. Rahoitusmarkkinat. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Saastajalle_ja_sijoittajalle/Rahoitusmarkkinat/etusivu.htm.
Luettu: 9.10.2008.

Rahoitustarkastus. 2007c. Kokenut sijoittaja- rekisteri. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Listayhtiolle/Esitteet/Kokenut_sijoittaja_rekisteri.htm
Luettu: 13.10.2008.

Rahoitustarkastus. 2007d. Sijoituspalvelualan kasvu jatkui. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Tiedotus/Rata_tiedottaa/2007/4_2007/10.htm
Luettu: 08.11.2008.

Rahoitustarkastus 2007e. Toimintakertomus 2007. Luettavissa:

http://www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/8DDA22BA-BD9B-47BE-85AF-DB75826A874B/0/Rata_toimintakertomus_lopullinen.pdf. Luettu: 27.11.2008.

Rahoitustarkastus 2007f. Tietojen julkistaminen –sääntelyn linjaus. 29.8.2007. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/NR/rdonlyres/2354CAE6-A0C7-4F0C-A065-2A94E97E957E/0/5_Tietojen_julkistaminen_paivitys2007.pdf. Luettu 28.2.2009.

Rahoitustarkastus 2008a. Sisäpiirirekisterit. Tiedote. Luettavissa:

<http://www.rata.bof.fi/Fin/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Sisapiirirekisterit/etusivu.htm>.

Luettu: 13.10.2008.

Rahoitustarkastus 2008b. Sijoituspalveluyritysten toimintaympäristö haasteellinen. Analyysi 25.9.2008 Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Tiedotus/Valvottavien_taloudellinen_tila/Sijoituspalveluyritykset/etusivu.htm. Luettu: 08.11.2008.

Rahoitustarkastus 2008c. Ammattimainen ja ei-ammattimainen asiakas. Tiedote 25.08.2008.

Luettavissa:

http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saastajalle_ja_sijoittajalle/Tuotteet_ja_palvelut/Arvopaerinvalitys/ammattimainen.htm. Luettu: 16.11.2008.

Rahoitustarkastus 2008d. Arvopaperinvälitys. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Saastajalle_ja_sijoittajalle/Tuotteet_ja_palvelut/Arvopaperinvalitys/. Luettu: 19.11.2008.

Rahoitustarkastus 2008e. Omaisuudenhoito. Tiedote 25.8.2008. Luettavissa:

http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saastajalle_ja_sijoittajalle/Tuotteet_ja_palvelut/Omaisuudenhoito/. Luettu: 13.12.2008.

Rahoitustarkastus 2008f. Rahoitusvälineiden markkinat –direktiivi. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Saantely/Saantelyn_kehityshankkeet/MiFID/etusivu.htm.

Luettu: 23.10.2008.

Rahoitustarkastus 2008g. Laki Finanssivalvonnasta voimaan 1.1.2009. Luettavissa:

http://www.rata.bof.fi/Fin/Tiedotus/Lehdistotiedotteet/verkkouutinen_6_2008.htm. Luettu 24.2.2009.

Rahoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden markkinointi, Standardi 2.2. (markkinointistandardi)

2006. Rahoitustarkastus.

Rikoslaki 19.12.1889/39

Sainio, V. Arvopaperivälittäjäyhdistys, apulaisjohtaja. Sähköpostihaastattelu 19.2.2009.

Sijoittajien korvausrahasto 2008. Mikä on sijoittajien korvausrahasto? Luettavissa:
<http://www.sijoittajienkorvausrahasto.fi/tietoa.htm>. Luettu 3.1.2009.

Sinikka, S. 2008. Rahoitusmarkkinoiden tila ja kehitysnäkymiä. Suomen Pankki. Puhe.
Luettavissa:
http://www.bof.fi/en/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/2008/SS_puhe_15082008.htm.
Luettu: 2.10.2008.

Skinner, C. 2007. The future of investing in Europe's markets after MiFID. S.11. Wiley
Finance. England.

Standardi 2.3. Rahoituspalvelusopimukset. 2006. Rahoitustarkastus.

Suomen IR-yhdistys. Lamflussy prosessi, CESR perustaminen ja CESR:n rooli EU:n
lainsäädäntöprosessissa. s.5. Luettavissa:
<http://www.firs.fi/linked/fi/ajankohtaista/CESR.Lamfalussy.ppt>. Luettu: 2.10.2008.

Suomen Pankki. 2008. Suomen Pankin tavoitteet rahoitusmarkkinoilla: vakaus ja tehokkuus.
Luettavissa: <http://www.bof.fi/fi/rahoitusmarkkinat/index.htm>. Luettu: 09.10.2008

Suomen Pankki. 2008a. Kansainvälinen yhteistyö. Luettavissa:
http://www.suomenpankki.fi/fi/rahoitusmarkkinat/kv_yhteistyö/index.htm. Luettu.
15.2.2009.

Taloussanommat 2008. Nordea sai tuomion riittämättömistä sijoitusneuvoista. Artikkel
13.5.2008. Luettavissa: <http://www.taloussanommat.fi/raha/2008/05/13/nordea-sai-tuomion-riittamattomista-sijoitusneuvoista/200813059/139?pos=5>. Luettu 28.2.2009.

Tapionsalo, K. Nooa Pankki, sijoituspäällikkö. haastattelu 22.01.2008.

Teräväinen, Hermann. 2008. Huolellisuudesta notariaattitoimeksiannossa. Pro gradu-tutkielma. Tampereen yliopisto.

Tilastokeskus. 2008. Sijoituspalveluyritysten palkkiotuotot laskivat alkuvuonna
Luettavissa: http://www.tilastokeskus.fi/til/spy/2008/02/spy_2008_02_2008-10-03_tie_001.html. Luettu: 18.11.2008.

Työ –ja elinkeinoministeriö 2008. Tavaroiden ja palvelujen vapaa liikkuvuus.
Luettavissa: <http://www.tem.fi/?s=93>. Luettu: 17.2.2009.

Valtiovarainministeriö 2001. Suomen rahoitusmarkkinat. Luettavissa:
http://www.vm.fi/vm/fi/11_rahoytusmarkkinat/01-suomen_rahoytusmarkkinat/index.jsp.
Luettu: 9.10.2008.

Valtiovarainministeriö 2004a . EU:n rahoituspalvelupolitiikan periaatteet ja päälinjaukset vuosille 2005 – 2010. Luettavissa:
http://www.vm.fi/vm/fi/11_rahoytusmarkkinat/04_eu_lainsaadanto/02_toimintasuunnitelma/index.jsp. Luettu: 2.10.2008.

Valtiovarainministeriö 2004b. Rahoituspalveluja käsittelevät EU:n työryhmät ja komiteat.
Luettavissa:
http://www.vm.fi/vm/fi/11_rahoytusmarkkinat/04_eu_lainsaadanto/03_tyoryhmat/index.jsp. Luettu: 2.10.2008.

Valtiovarainministeriö 2004c. Kansainväliset suositukset. Luettavissa:
http://www.vm.fi/vm/fi/11_rahoytusmarkkinat/04_eu_lainsaadanto/05_kansainvaliset_suosittukset/index.jsp. Luettu: 2.10.2008.

Valtiovarainministeriö. 2006. Rahoitusvälineiden markkinoista annetun direktiivin (MiFID) täytäntöönpano Suomessa. Tiedote. Luettavissa:
http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahoytusmarkkinat/20061016Rahoyt/MiFID.pdf. Luettu: 2.10.2008. s.13, 35.

Valtiovarainministeriö, Rahoitusmarkkinaosasto. 2008. Arvopaperimarkkinalain uudistaminen. Arviomuistio.

Valtiovarainministeriö 2008b. Arvopaperimarkkinalain uudistaminen -arviomuistio. 9.7.2008.

Valtiovarainministeriö 2008c. Arviomuistio arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksesta
Lausuntoyhteenveto 19.11.2008.