Matti Turtiainen
26.9.2023

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle U 22/2023

Valtioneuvoston kirjelmä U 22/2023 koskee niin sanottua vähittäissijoittajastrategiaa (Retail Investment Strategy). Ehdotuksen tavoitteena on vahvistaa unionissa ei-ammattimaisten sijoittajien suojaksi annettuja säännöksiä, lisätä ei-ammattimaisten sijoittajien luottamusta ja heidän osallistumistaan pääomamarkkinoille sekä edistää ei-ammattimaisten sijoittajien mahdollisuuksia saavuttaa parempia ja oikeudenmukaisempia sijoitustuloksia (fairer market outcomes). Ehdotuksessa tuodaan esille ei-ammattimaisten asiakkaiden asemaa heikentäviä tekijöitä. Komission esiintuomat ongelmat ovat lähtökohtaisesti ilmeisiä. Ehdotuksen tavoitteita voi pitää sinällään hyvinä.

Ehdotusten tavoitteena on muun muussa lisätä sijoitusten vertailukelpoisuutta sekä yhdenmukaistaa sektorikohtaisia sääntelyeroja. Tavoitteita voidaan pitää perusteltuina. On syytä kuitenkin tuoda esille, että vertailukelpoisuuden ongelmat johtuvat osittain myös sääntelystä. Toimialalle on tullut merkittävä määrä lisää tiedonantovelvoitteita eikä vertailukelpoisuudesta ole huolehdittu. Merkittäviä lainsäädäntöhankkeita on edistetty toisista irrallaan. Esimerkiksi tarpeellinen kestävän rahoituksen sääntely on tuonut lisää tiedonantovelvoitteita, mutta samaan aikaan kyseinen tieto jäänyt puuttumaan PRIIPS-asetuksen mukaisesta avaintietoasiakirjasta.

Ehdotetun sääntelyn arviointia vaikeuttaa se seikka, että merkittävä osa käsittelyn kohteena olevaa sääntelyä annetaan alemman asteisena sääntelyä. Toisaalta voidaan kysyä, onko käsittelyssä oleva sääntelyä kaikilta osin puitesääntelyä. Esityksessä esimerkiksi ehdotetaan, että yksi uusi kriteeri kannustimien käytölle olisi, että asiakkaalle olisi tarjottava vähintään yksi sijoitustuote ilman lisäominaisuuksia. Sen lisäksi, että ehdotus aiheuttaa tulkintaongelmia, voi kysyä, eikö näin yksityiskohtaisista asioista tulisi säätää alemman asteisessa sääntelyssä.

Keskeisenä ongelmana ehdotuksessa on, että se voi herkästi heikentää rahoitusmarkkinoiden tuoteinnovointia. Esimerkiksi ehdotetun kaltainen kannustinkielto parantaa kyllä sijoittajien asemaa alempina kustannusten muodossa. Se voi kuitenkin estää laadukkaiden tuotteiden markkinoille tulon. Tämä on huomioitu valmisteluaineistossa lähinnä maininnalla, mutta sitä ei ole analysoitu riittävästi. Vastaavasti ehdotettu tuotehallintavaatimusten vaikutukset ovat epäselviä, koska kriteerit vertailuarvojen laatimiselle asetetaan alemman asteisella sääntelyllä. Tuotteiden kulujen ja tuottojen vertailuarvojen julkistaminen voi edistää parempien tuotteiden kysyntää. Se voi kuitenkin johtaa myös hintasääntelyn tyyppiseen tilanteeseen, jossa hyvälaatuisille tuotteille ei ole kysyntää. Valtioneuvoston kirjelmässä todetaan, että elinkeinovapauden rajoitukset ovat riittävän täsmällisiä. Tätä seikkaa ei voi kuitenkaan arvioida ilman alemman asteista sääntelyä. Jatkoneuvotteluissa ja -valmistelussa tähän seikkaan tulee kiinnittää huomiota.

Oikeusvarmuuden näkökulmasta on kyseenalaista, että ehdotuksessa toimivaltaiselle viranomaiselle annettaisiin valtuutus, jonka perusteella se voisi edellyttää toimijaa jälkikäteen palauttamaan sijoitustuotteesta perusteettomasti perityt kulut sijoittajalle.

Ehdotuksessa esitetään PRIIP-avaintietoasiakirjaan uutta jaksoa kestävyystavoitteesta. Tämä jakso on tarpeellinen. Jatkovalmistelussa on syytä kiinnittää huomiota jakson tietosisältöön. Tutkimusten mukaan erityisesti avaintietoasiakirjojen kaltaisten lyhennettyjen esitteiden väärä tietosisältö johtaa ei-optimaalisiin sijoituspäätöksiin. Maailmalla on 5-6 yleisesti käytettyä sijoitusrahastojen ESG-luokitusta. ESG-luokituksille ei ole yhtenäistä arviointitapaa. Jokainen vastuullisuusluokittaja tekee analyysinsa valitsemansa metodologian perusteella. Vastuullisuusluokitusten erot johtuvat kattavuus-, mittaus- ja painotuseroista. Tutkimusten mukaan ESG-luokitusten keskinäinen korrelaatio ei ole vahva. Edellä mainittu huomioiden komissio on ottanut itselleen haasteellisen, jopa mahdottoman, tehtävän.

Komission ehdotus perustuu laajaan valmisteluaineistoon, jossa on toki puutteita. Ehdotuksessa on myös määräaika uudelleentarkastelulle. Ehdotuksessa esitetään uusia velvoitteita raportoida arvopaperimarkkinaviranomaisille. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyhankkeissa tulisi laajemminkin varmistaa, miten kerätty aineisto saadaan myös tutkimuskäyttöön ja siten altistaa arviot tutkimukselle ja tieteelliselle keskustelulle. EU:n tiedepolitiikassa komissio on sitoutunut edistämään avointa tiedettä ja avoimia aineistoja.



Matti Turtiainen

Tutkimusjohtaja, arvopaperimarkkinaoikeus

Itä-Suomen yliopisto

Oikeustieteiden laitos