HELSINGIN YLIOPISTO
OIKEUSTIETEELLINEN TIEDEKUNTA

Apulaisprofessori Heikki Marjosola

Helsinki 25.9.2023

U 22/2023 vp Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle komission ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi direktiivien ja asetuksen muuttamisesta vähittäissijoittajastrategiaksi (*Retail Investment Strategy*)

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa koskien Valtioneuvoston kirjelmää eduskunnalle Euroopan komission ehdotuksesta eräiden säännösten muuttamisesta, joilla toteutettaisiin Euroopan vähittäissijoittajastrategia (Retail Investment Strategy).

Totean lausuntonani kunnioittavasti seuraavaa.

Keskeiset ehdotukset ja niiden tavoitteet

Ehdotuksella pyritään vahvistamaan ei-ammattimaisten sijoittajien suojaksi annettuja säännöksiä ja lisäämään ei-ammattimaisten sijoittajien luottamusta pääomamarkkinoihin. Taustalla on havainto, että sijoittajien osallistumista pääomamarkkinoille vähentää Euroopan Unionissa ennen kaikkea vähäinen luottamus markkinoiden toimintaan ja markkinoiden osapuoliin, kuten sijoitusneuvojiin ja välittäjiin. Tästä johtuu, että EU:n kansalaisten varallisuus on liian riippuvainen vähätuottoisista talletuksista. Myös EU-kansalaisten talousosaaminen on liian heikolla tasolla. Lisäksi ehdotuksilla pyritään edistämään vastuullista sijoittamista ja vakuuttamista.

Komission ehdotukseen sisältyy kaksi säädösehdotusta. Niin kutsuttu omnibus-direktiivi muuttaisi direktiivejä (EU) 2009/65/EC (sijoitusrahastodirektiivi), 2009/138/EC (Solvenssi II), 2011/61/EU (AIFM-direktiivi), 2014/65/EU (MiFID II) sekä (EU) 2016/97 (IDD). Asetuksen (EU) N:o 1286/2014 (PRIIPs-asetus) muutoksella päivitettäisiin vaatimuksia PRIIPS-tuotteiden avaintietoasiakirjan (PRIIPs KID) tiedoista.

Kommentoin alla ehdotettua sääntelyä edeten kannatettavista ja vähemmän ongelmallisista ehdotuksista ongelmallisempiin ja enemmän huolta herättäviin kokonaisuuksiin.

Avoimuuden ja talousosaamisen lisääminen sekä markkinointi

Ehdotetut säännökset avoimuuden lisäämiseksi erityisesti kustannusten osalta ovat kannatettavia. Ei-ammattimaisilla sijoittajilla on korostettu tarve saada sijoitustuotteista vertailukelpoisia ja helposti ymmärrettäviä tietoja, joiden avulla he voivat tehdä itselleen sopivia sijoitusvalintoja. Esimerkiksi ehdotuksen mukainen vuosittainen koonti kaikista kuluista ja kustannuksista olisi asiakkaan kannalta hyödyllinen. Myös palveluntarjoajan kannustumia koskevat tiedot ovat asiakkaalle olennaisia, jotta asiakas voi arvioida saamansa palvelun tosiasiallista riippumattomuutta.

Ehdotuksessa huomioitaisiin myös ei-ammattimaisten sijoittajien suojaamisen tarve harhaanjohtavalta markkinointiviestinnältä uudissa digitaalisissa kanavissa esimerkiksi vaikuttajaviestinnän keinoin. Yleistyneeseen ilmiöön on tarvetta reagoida. Riittävät viranomaisvaltuudet sekä säänneltävien yritysten ylimmän johdon vastuuttaminen ovat avainasemassa, jotta sääntely olisi tehokasta. Ehdotetun sääntelyn mukaan sijoituspalveluyrityksen hallituksen olisikin määriteltävä ja hyväksyttävä yrityksen markkinointiviestintää ja markkinointia koskevat toimintaperiaatteet ja valvottava niiden noudattamista. Ehdotuksen haittapuolena on markkinointiaineistoa koskevan sääntelyn yksityiskohtaistuminen ja teknistyminen. Tärkeää olisi myös varmistaa, että markkinointisääntelyn suhde sopimattomia kaupallisia menettelyjä koskevan direktiivin (2005/29/EY) sääntelyyn säilyy selkeänä.

Valvonnan tehostaminen

Muutosehdotuksella pyritään helpottamaan kansallisten viranomaisten rajat ylittävää valvontaa ja viranomaisten välistä yhteistyötä muun muassa yhteistyöalustojen avulla. Isäntävaltion toimintaedellytysten varmistaminen on erityisen tärkeää tilanteessa, jossa kotivaltion viranomainen on passiivinen tai haluton yhteistyöhön. Yhteistyön lisääminen ja tietojenvaihdon tehostaminen myös toimiluvan myöntämisprosessissa on tarpeen.

Sääntelyn johdonmukaistaminen eri sijoitustuotekategorioissa

Sijoittajansuojan tulisi toteutua eri sijoitustuotekategorioissa yhdenmukaisesti niin pitkälle kuin mahdollista. Keinotekoiset muodolliset erot eri kategorissa voivat vääristää markkinoiden toimintaa. Menetelmäsääntöjen yhdenmukaistaminen eri sijoitustuotteiden luokittelussa on tämän vuoksi kannatettavaa. Esim. MiFID II:een ja IDD:hen ehdotettujen muutosten tavoitteena on yhdenmukaistaa mahdollisimman suuressa määrin ei-ammattimaiselle sijoittajalle esitettäviä tietoja. Samoin riippumattoman neuvonnan käsite ja siihen liittyvä kannustinkielto (tästä enemmän jäljempänä) määriteltäisiin myös vakuutusmuotoisten sijoitustuotteiden tarjoamista koskevassa sääntelyssä, mikä on tervetullutta.

Kannustimet

Yleisesti ottaen on tervetullutta, että komission vähittäissijoittajastrategiassa pyritään vahvistamaan säänneltyjen yritysten kannustimia toimia asiakkaidensa edun mukaisesti sekä rehellisesti, oikeudenmukaisesti ja ammattitaitoisesti. Tätä tavoitetta silmällä pitäen on tärkeää, että sääntelyllä velvoitetaan yrityksiä ilmoittamaan kaikenlaisten kannustimien olemassaolosta, luonteesta ja määrästä asiakkailleen. Kannustinten käyttö voi tunnetusti johtaa eturistiriitoihin palvelun tarjoajan ja ei-ammattimaisen sijoittajan välillä.

Ehdotuksilla puututtaisiin kannustimiin kuitenkin tiedonantosääntelyä radikaalimmin. Jo nyt MiFID II:ssa kielletään kannustinten vastaanottaminen taikka maksaminen riippumattomassa sijoitusneuvonnassa ja salkunhoidossa. Nyt käsillä olevalla ehdotuksella kannustinkielto *ulotettaisiin kaikkeen toimeksiantojen vastaanottamiseen ja välittämiseen sekä toimeksiantojen toteuttamiseen*. Tähän sisältyisi myös yksinkertaisia rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen (ns. *execution only* -palvelu). Vastaavanlainen kannustinkielto otettaisiin myös IDD:hen vakuutusmuotoisten sijoitustuotteiden osalta, kun vakuutus myytäisiin asiakkaalle ilman neuvontaa.

Kriteerejä myös kiristettäisiin sellaisten kannustinten käytölle, jotka säilyisivät sallittuina riippumattomassa sijoituspalvelussa (uusi kolmeosainen testi).

Ehdotetun kannustinsääntelyn markkinavaikutuksia on vaikea arvioida, etenkin kun ottaa huomioon, että kannustimien roolista sijoitus- ja vakuutuspalvelujen tarjonnassa ei ole olemassa käyttökelpoista numeerista tietoa (valtioneuvoston kirjelmässä). Vaikutukset ovat kuitenkin potentiaalisesti merkittäviä. Laaja kannustinkielto execution only -palvelussa voisi esimerkiksi siirtää painetta lunastus- ja merkintäkuluihin. Tämä vähentäisi entisestään kotitalouksien halukkuutta sijoittaa sijoitustuotteisiin.

On myös mahdollista, että tiettyjen sijoituspalvelujen määrä vähenee tai keskittyy harvemmille toimijoille. EU:lla on kokemusta kannustinsääntelyn tarkoittamattomista markkinavaikutuksista erityisesti sijoitustutkimuksen osalta. MiFID II:n niin kutsutun unbundling-sääntelyn tuloksena eräiden tutkimusten mukaan sijoitustutkimuksen määrä väheni merkittävästi EU:ssa etenkin pienempien yhtiöiden kohdalla.

Tämän vuoksi on tervetullutta, että sääntelyssä komissiolle asetettaisiin velvoite arvioida kannustinsääntelyn vaikutuksia eturistiriitoihin sekä riippumattoman neuvonnan saatavuuteen ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Toivottavaa, että ainakin ei-riippumattomassa sijoitustuotteiden tarjonnassa kannustimia voidaan käyttää myös jatkossa.

Tuotehallinta ja hinnoittelu

Ehdotuksen taustalla on myös havainto, että tietyt sijoitustuotteet eivät tarjoa vastinetta ei-ammattimaiselle sijoittajalle muun muassa perusteettoman korkean kulutason vuoksi. Uudistetulla sääntelyllä pyrittäisiin siihen, että heikkolaatuisten sijoitustuotteiden tarjoajat joko laskisivat sijoittajilta veloitettavia kustannuksia, tarjoaisivat parempaa tuottoa tai poistuisivat markkinoilta. Tämä tavoite on tietenkin kannatettava.

Ideaalitilanteessa tavoitteeseen päästäisiin markkina-avusteisesti paremman talousosaamisen ja riittävien tietojen (ja pakottavan tiedonantosääntelyn) avulla. Komission arvion ja ESMAn ja EIOPAn markkinatutkimuksen mukaan sijoitustuotteiden kehittely ja hinnoittelu markkinaehtoisesti ei kuitenkaan nykyään toimi. Tämän vuoksi jo MiFID II:sta tuttuja tuotehallintavaatimuksia (*product governance)* kehitettäisiin edelleen ja niiden soveltuvuus laajennettaisiin rahastoyhtiöiden hoitajiin.

Tuotteiden valmistajat ja jakelijat velvoitettaisiin ottamaa käyttöön *hinnoitteluprosessi*, jolla tunnistettaisiin kaikki sijoitustuotteisiin liittyvät kulut ja palkkiot ja jonka avulla arvioitaisiin niiden asianmukaisuutta. Prosessissa kuluja ja palkkioita tulisi myös verrata erityiseen *kustannusten vertailuarvoon* (*benchmark*), joka kuvaisi vastaavien tuotteiden kulujen ja palkkioiden keskimääräistä vaihteluväliä. Olennaista on, vertailuarvojen kehittäminen, ylläpito ja julkaisu annettaisiin ESMA:n ja EIOPA:n tehtäväksi. Tätä varten säännellyille yrityksille ja kansallisille viranomaisille kohdistettaisiin uusia raportointivaatimuksia.

Tällaista julkisista vertailuarvoista voisi olla hyötyä sijoittajille. Hinnoittelusääntelyn osalta on kuitenkin huomattava, että vertailuarvoissa ei olisi kyse pelkästään siitä, että sijoittajilla olisi käytössään asianmukaisempaa tietoa sijoitustuotteesta. Vertailuarvioinnilla näyttäisi nimittäin olevan keskeinen rooli myös *hinnoittelun asianmukaisuuden arvioinnissa*. Lähtökohtana olisi, että mikäli vertailuarvosta poiketaan, olisivat kulut ja palkkiot liian korkeat ja sijoitustuotteen tuotto-kustannusrakenne epäasianmukainen. Tällöin jakelijan tai valmistajan ei tulisi hyväksyä sijoitustuotetta myytäväksi.

Vertailuarvoja käytettäisiin ymmärtääkseni apuna myös kulujen tarpeettomuuden ja asianmukaisuuden jälkikäteisessä arvioinnissa. Uusien sääntöjen perusteella Finanssivalvonta voisi edellyttää ”tarpeettomia kustannuksia” perinyttä rahastojen hoitajaa hyvittämään kustannukset sijoittajille. Tällaisen seuraamuksen käytössä on korostetun tärkeää varmistaa oikeusturvan toteutuminen ja hallintomenettelyn ennakoitavuuden vaatimukset. Viranomaisten puuttuminen kustannusrakenteeseen jälkikäteisen kohtuuttomuusarvioinnin perusteella olisi tarkoituksenmukaista rajata selviin ja räikeisiin tilanteisiin.

Ehdotetuissa säännöissä on peitellyn hintasääntelyn maku. Sijoitustuotteiden valmistajat ja jakelijat epäilemättä kokisivat painetta hinnoitella tuotteita ja palveluita kulloinkin soveltuva vertailuarvon mukaiseksi. Toisaalta vertailuarvojen käyttö vähentää kannustimia hinnoitella tuotteita vertailuarvoa alhaisemmaksi.

Hintasääntelyn vaikutuksia on niin ikään vaikea arvioida mutta sillä voisi olla epätoivottavia systeemisiä vaikutuksia alan kilpailuun, tarjottujen tuotteiden monipuolisuuteen ja tuoteinnovaatioihin. Suhtaudun esitetyn hintasääntelyn käyttöönottoon kriittisesti erityisesti siksi, että vertailuarvojen laatimista koskevat menettelyt ja sisältö täsmentyisivät vasta myöhemmin alemman tasoisissa EU-säädöksissä.

Kustannustasoon ja kannustimiin kohdistuvat uudet säännöt tulisivat yhdessä todennäköisesti vauhdittamaan myös siirtymää (Yhdysvaltalaisiin) passiivisiin rahastoihin ja vähentämään sijoitustuotteiden monimuotoisuutta. Samalla on syytä muistaa, että myös passiiviisiin sijoitusrahastoihin liittyy vaikeasti ennakoitavia ja huonosti ymmärrettyjä rahoitusvakausriskejä.

Kunnioittavasti,



Heikki Marjosola