

Juhlajulkaisu  
Juhani Wirilander  
1935 – 30/11 – 2005

*Toimituskunta*

Jarno Tepora

Mikko Tulokas

Pekka Vihervuori

*Tilausosoite*

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 6120 300

f. (09) 604 668

sly@lakimies.org

www.lakimies.org

© Suomalainen Lakimiesyhdistys ja kirjoittajat

Kannen kartat: Maanmittauslaitos

Kannen ja taiton suunnittelu: Heikki Kalliomaa

Juhani Wirilanderin valokuva s. 7 Foto-Jatta

ISSN 0356-7222

IBSN 915-855-248-7

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2005

## Vastuu arvopaperivälityksessä – erityisesti arvopaperilautakunnan käytännön kannalta

### Johdanto

Laajamittaisen arvopaperisijoittamisen historia on Suomessa melko lyhyt. Tätä kuvastaa se, että kasvu sekä sijoitusten kokonaisarvon että markkinoilla palveluja tarjoavien yritysten lukumäärän osalta on ollut erittäin nopeaa viimeisen kahden vuosikymmenen aikana. Sijoituspalveluja koskeville sopimuksille on ominaista, että taloudelliset intressit ovat varsin suuria ja että markkinoilla tapahtuvat muutokset voivat nopeastikin saada aikaan tilanteen, jossa asiakas katsoo kärsivänsä olennaista vahinkoa. Tätä taustaa vasten on yllättävää, että tiedossa ei ole juurikaan yleisten tuomioistuinten ratkaisuja arvopaperinvälitykseen, sijoitusneuvontaan tai omaisuudenhoitoon liittyvästä vastuusta. Korkein oikeus ei ole antanut yhtäkään julkaistua ratkaisua näistä aihepiireistä. Alan oikeussuojatarpeita tyydyttämään on vuonna 2002 perustettu arvopaperilautakunta, joka on toukokuuhun 2005 mennessä antanut noin 80 suositusluonteista ratkaisua asiakkaiden tekemiin hyvitysvaatimuksiin.<sup>1</sup> Myös kuluttajavalituslautakunnan toimivaltaa on ehdotettu laajennettavaksi niin, että sijoitustoimintaan liittyvät kuluttajan ja elinkeinonharjoittajien väliset riitaisuudet kuuluisivat lautakunnan käsiteltäväksi.<sup>2</sup>

Arvopaperilautakunnan asiamäärän perusteella voidaan todeta, että mitään suurta patoutunutta kysyntää sijoitustuotteisiin liittyvien vastuukysymysten selvittämiseksi ei näytä olleen, mutta muutamia kymmeniä sijoituspalvelurii-toja ilmenee vuosittain. Huomattava on myös se, että lautakunnan lakimiehet tarjoavat yleisölle neuvontapalveluja sijoitustuotteisiin liittyvien epäselvyyksien osalta ja että neuvontavaiheessa selvitettävien asioiden kokonaismäärä on ollut selvästi varsinaiseen päätöksentekovaiheeseen eteneviä juttuja suurempi.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Arvopaperilautakunnan toiminta ei perustu lakiin, vaan taustayhteisöjen sopimukseen. Lautakunnan kokoonpano on vuoden 2005 alusta lukien ollut seuraava: puheenjohtaja, Rahoitustarkastuksen esityksestä nimetty jäsen, kaksi Suomen Osakesäästäjät ry:n esityksestä nimettyä jäsentä, kaksi Arvopaperivälittäjien yhdistys ry:n ja Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry:n esityksestä nimettyä jäsentä, Suomen Pankkiyhdistys ry:n esityksestä nimetty jäsen ja Kuluttajaviraston esityksestä nimetty jäsen. Vuosina 2002–2004 Kuluttajavirasto ei ollut vielä mukana lautakunnan toiminnassa.

<sup>2</sup> Ks. Kuluttajariitalautakunta, Oikeusministeriön lausuntoja ja selvityksiä 2004:20.

<sup>3</sup> Esimerkiksi vuonna 2004 arvopaperilautakuntaan tuli 144 yhteydenottoa, joista noin 65 % selvitettiin puhelinneuvonnalla. Tätä pidemmälle asiakirjaselvittelyyn edenneistä asioista noin 20 % eteni varsinaiseen lautakuntakäsittelyyn. Näistäkin jutuista noin puolet sovittiin ennen ratkaisusuosituksen antamista. Ks. Arvopaperilautakunnan vuosikertomus 2004.

Seuraavassa pyritään luomaan yleiskuva sijoituspalveluyrityksen vastuusta omaisuudenhoidossa ja arvopaperinvälitystoimeksiannoissa nimenomaan arvopaperilautakunnan käytännön tukeutuen.<sup>4</sup> Lopuksi tarkastellaan eräitä vahingon määrään liittyviä kysymyksiä, joihin sijoitusinstrumenttien kohdalla liittyy markkinamuutoksista johtuvia erityispiirteitä.

## Vastuu omaisuudenhoitopalveluissa

Omaisuudenhoitopalvelussa asiakas luovuttaa tietyn sijoitusvarallisuuden omaisuudenhoitajan hallinnoitavaksi niin, että palveluntarjoaja tekee itsenäisiä sijoituspäätöksiä sopimuksessa täsmennetyin sijoituspolitiikan ja sijoitusinstrumenttivalikoiman puitteissa ilman, että yksittäiset sijoituspäätökset edellyttävät asiakkaan suostumusta.<sup>5</sup> Omaisuudenhoitajan liikkumavapautta sijoitusvarallisuuden hoidossa rajoitetaan käytännössä omaisuudenhoitosopimukseen otetuilla määräyksillä, jotka koskevat muun muassa tavoitteena olevaa riskinoton tasoa, käytettäviä sijoitusinstrumentteja ja niiden jakautumista sekä mahdollisia alueellisia tai toimialakohtaisia painotuksia.<sup>6</sup>

Omaisuudenhoidon toteuttamistapa voidaan sopimuksessa määritellä esimerkiksi sopimalla siitä, että asiakkaan salkku muotoillaan keskimääräistä riskitasoa vastaavaksi ja että varallisuudesta 40–70 % sijoitetaan osakkeisiin, 20–40 % joukkovelkakirjoihin ja 0–10 % rahamarkkinainstrumentteihin. Tarkoituksena on, että salkun koostumus vaihtelee sijoituskauden aikana tavalla, joka mahdollistaa markkinamuutoksiin reagoimisen. Palveluntarjoajan vastuun kannalta on kuitenkin olennaista noudattaa sopimuksen mukaista riskimitoitusta sekä sijoituskohteiden valinnalle asetettuja rajoja.

Tyypillinen vastuuongelma omaisuudenhoidossa syntyy silloin, kun asiakas on tyytymätön sijoitusomaisuutensa arvon kehitykseen.<sup>7</sup> Selvä lähtökohta sijoituspalveluissa on tietenkin se,

<sup>4</sup> Artikkelin kirjoittaja on toiminut arvopaperilautakunnan puheenjohtajana sen perustamisesta alkaen, joten lautakunnan käytännön tarkastelu on jäljempänä enemmänkin toteavaa kuin ulkopuoliseen kritiikkiin pyrkivää. Arvopaperilautakunnan käytännön perustavana tarkasteluna ks. myös Hoppu, Kari, Omaisuudenhoitosopimuksista. Teoksessa Juhlakirja Esko Hoppu, 2005 s. 117–133.

<sup>5</sup> Tämän ns. täyden valtakirjan omaisuudenhoidon tyypillinen sisältö käy ilmi esimerkiksi Arvopaperivälittäjien yhdistys ry:n julkaisemasta omaisuudenhoidon mallisopimuksesta (2002). Malliehtojen mukaan asiakas valtuuttaa omaisuudenhoitajan hoitamaan itsenäisesti omaisuutta asiakkaan lukuun siten, että omaisuudenhoitajalla on oikeus antaa asiakasta sitovia toimeksiantoja, minkä lisäksi toimeksisaajalla on mallisopimuksen sisältämien valtuutusehtojen mukaan oikeus avata asiakkaan lukuun tarpeellisia pankki-, arvo-osuus-, johdannais- ja muita tilejä sekä oikeus käyttää sopimuksen kohteena olevia tilejä.

<sup>6</sup> Rahoitustarkastuksen ohjeessa arvopapereiden säilytysopimuksista, arvo-osuustilisopimuksista ja omaisuudenhoitosopimuksista (10/152/96) vahvistetaan, että omaisuudenhoitosopimuksessa on syytä määritellä sijoitustoiminnan tavoitteet ja se, miten niihin pyritään (riskinoton ja tuottotavoitteiden mitoituksen osalta). Lisäksi tuottotavoitteesta sovittaessa on sovittava sijoitukseen liittyvästä riskitasosta. Sopimuksessa on myös selvitettävä se, millaisiin instrumentteihin omaisuudenhoidon kohteena olevia varoja voidaan sijoittaa (ottaen erityisesti huomioon ulkomaiset sijoitukset ja johdannaisinstrumenttien käyttäminen). Esimerkkinä vastuuongelmista, joita puutteellinen sopimusmäärittely voi aiheuttaa, ks. Rudanko, Matti, Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, 1998 s. 307–310.

<sup>7</sup> Muitakin vastuutilanteita voi periaatteessa syntyä. Arvopaperilautakunnan ratkaisussa 1951/2002 on suositettu liiallisiin kuluihin perustunutta hyvitystä sen vuoksi, että kaupankäyntiaktiivisuuden on katsottu olleen liian suurta asiakkaan etu huomioon ottaen. Sama näkökohta on tuotu esiin Rahoitustarkastuksen ohjeessa sijoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavista menettelytavoista (11/268/96, kohta 5.2.1), jossa omaisuudenhoitajan huolenpitovel-

että markkinariski kuuluu asiakkaan kannettavaksi, joten sijoitustoiminnan heikosta tuloksesta ei vielä sellaisenaan voida tehdä päätelmiä palveluntarjoajan vastuun suhteen.<sup>8</sup> Omaisuudenhoidajalle voi tämän vuoksi syntyä vastuu lähinnä vain siinä tapauksessa, että asiakkaan sijoitusvarallisuutta on hoidettu sovitusta poikkeavalla tavalla tai että sijoitustoiminnalle asetettavia tavoitteita ei ole alun alkaen muotoiltu tyydyttävällä tavalla asiakkaan asema ja sijoitustavoitteet huomioon ottaen.<sup>9</sup>

Omaisuudenhoitosuhteeseen liittyy sen aloittamisvaiheessa palveluntarjoajan arvopaperimarkkinalain 4:3a:n mukainen velvollisuus pyytää asiakkaalta riittävät tiedot tämän taloudellisesta asemasta, sijoituskokemuksesta ja sijoituspalvelua koskevista tavoitteista.<sup>10</sup> Tästä *know your customer* -vaatimuksesta voidaan poiketa, jos tietojen pyytäminen on asiakkaan sijoituskokemukseen tai muihin olosuhteisiin nähden ilmeisen tarpeetonta. Hankittuja tietoja tulee käyttää perusteena neuvoteltaessa asiakkaan kanssa omaisuudenhoidolle asetettavista tavoitteista ja riskitasosta. Kysymys on sijoitusneuvonnan peruslähtökohtiin kuuluvasta velvollisuudesta pyrkiä ottamaan palvelun toteutuksessa huomioon asiakkaan suunnitteleman sijoitustavan todennäköinen pituus, asiakkaan kokonaisvarallisuus ja muut sijoitukset, sijoitettavien varojen mahdollinen myöhempi käyttötarve sekä asiakkaan riskinottovalmius.<sup>11</sup>

Omaisuudenhoitosopimuksen laatimiseen kuuluu konsultatiivinen vaihe, jossa palveluntarjoajan tulee opastaa asiakasta mainitut seikat huomioon ottaen tarkoituksenmukaisten valintojen tekemiseen. Päätösvalta esimerkiksi riskitason mitoittamisen ja sijoitusinstrumenttipainotusten välillä on luonnollisesti asiakkaalla, mutta puutteellinen asiakkaan olosuhteisiin paneutuminen tai liian vähäinen tarpeellisten tietojen antaminen saattaa johtaa siihen, että sopimuksen katsotaan omaisuudenhoitajan vastuulle kuuluvista syistä johtuen saaneen sisällön, joka ei ole asiakkaan edun mukainen.

---

vollisuuden on todettu edellyttävän, että omaisuudenhoitaja ei anna aiheettomasti toimeksiantoja asiakkaan lukuun. Aiheettomana voidaan ohjeen mukaan pitää esimerkiksi sitä, jos asiakkaan lukuun tehtyjen kauppojen koosta tai lukumäärästä voidaan selvästi päätellä, että kauppojen tavoitteena on pääasiassa ollut saada hyötyä omaisuudenhoitajalle tai sen lähipiiriin kuuluvalle välittäjälle.

<sup>8</sup> Eräissä tapauksissa asiakkaan nimenomainen riskinottohalukkuus on vielä korostanut sitä, että vastuu sijoitustoiminnan tuloksesta on asiakkaan kannettavana. Ks. esimerkiksi arvopaperilautakunnan ratkaisu 90/2003, jossa on todettu seuraavaa: ”lautakunta katsoo, että asiassa on riidattomasti osoitettu, että asiakas on halunnut omaisuutta hoidettavan omaisuudenhoitajan sijoitusstrategian mukaisesti. Asiakkaan on siten sopimuksen hyväksyessään tullut ymmärtää ne riskit, jotka kyseisen tyyppiseen omaisuudenhoitoon liittyvät. Koska omaisuudenhoitaja on sopimussuhteeseen yhteydessä selvittänyt asiakkaalle ne seikat, joihin omaisuudenhoitostrategia perustuu ja kertonut omaisuudenhoidossa hyödynnettävän jopa päiväkauppaa sekä lyhyeksi myyntiä, lautakunta katsoo asiakkaan hyväksyneen melko korkean riskin sijoituspolitiikan omaisuudenhoitostrategiakseen.”

<sup>9</sup> Välillistä merkitystä vastuun jälkimmäisen ulottuvuuden osalta voi olla asiantuntijapalvelun tarjoajan vastuuta koskevalla KKO:n käytännöllä, jossa on varsin vahvasti painotettu toimeksisaajan velvollisuutta huolehtia asiakkaan eduista sopimusjärjestelyn kokonaistavoitteet huomioon ottaen, riskeistä varoittaan ja eräissä tapauksissa myös tarkistamalla asiakkaan antamien erityisen olennaisten perustietojen oikeellisuus. Ks. esimerkiksi KKO 1998:57, 1999:19 ja 1999:80. Sijoituspalveluihin liittyvän vastuun ja muun asiantuntijavastuun suhteista yleisesti ks. Lycke, Johan, Banks ansvar vid placeringsrådgivning. Svensk Juristtidning 2000 s. 507–522.

<sup>10</sup> Ks. Karjalainen, Jarkko – Parkkonen, Jarmo, Arvopaperimarkkinalaki, 2003, s. 220–221.

<sup>11</sup> Ks. Pålsson, Anne-Marie – Samuelsson, Per, Banks ansvar vid ekonomisk rådgivning. Svensk Juristtidning 1999 s. 545–559. Lehrberg, Bert, Finansiell rådgivning till konsumenter – några synpunkter i anledning av ett lagförslag. Svensk Juristtidning 2003 s. 89–91.

Konsultatiivisen vaiheen sisällölle asetettavat vaatimukset riippuvat muun muassa asiakkaan tietotasosta. Ei-ammattimaisten sijoittajien joukossa asiantuntemus voi olla vaihtelevaa, sillä kvalifioitukaan yksityishenkilö ei useinkaan tunne harvinaisempien sijoitusinstrumenttien riskejä tai etäisempien markkina-alueiden olosuhteita.<sup>12</sup> Osa asiakkaista saattaa olla hyvinkin tietämättömiä sijoittamisesta, mitä kuvastaa esimerkiksi se, että arvopaperilautakunnan käsittelemissä asioissa on toisinaan esitetty väitteitä, joiden mukaan sijoittaja ei olisi ymmärtänyt sijoitetun pääoman arvon voivan alentua, vaikka kysymys on ollut sijoituksista osakerahastoihin.<sup>13</sup>

Siinä tapauksessa, että asiakkaalla ei ole esimerkiksi kaupalliseen koulutukseen tai sijoituskokemukseen pohjautuvia perustietoja sijoittamista koskevista taloudellisista lainalaisuuksista, omaisuudenhoitosopimusta laadittaessa tulee *know your customer* -tyyppisen selonoton yhteydessä tarjota asiakkaalle riittävät tiedot tarvittavien sijoitustoimintaa koskevien valintojen tekemiseksi. Tarpeellisia keskustelun kohteita ovat yleensä ainakin tavoitteena olevan sijoitusajan pituus ja se, mikä yhteys sijoitusajalla ja riskinoton tasolla on, sijoitusten hajauttamisen merkitys (ja hajauttamisen eri ulottuvuudet eri sijoitusinstrumenttien, toimialojen ja markkina-alueiden suhteen) sekä riskitason ja tuotto-odotusten suhde.<sup>14</sup>

Omaisuudenhoidon asiakas saattaa joskus väittää, että hänelle on annettu takuu tietyn tuototason saavuttamisesta tai pääoman säilymisestä. Tällainen omaisuudenhoitajan antama sitoumus olisi palvelutyyppi huomioon ottaen erittäin poikkeuksellinen, vaikka eräissä osakepohjaisissa sijoitustuotteissa (kuten indeksilainoissa) tällaisia käytetäänkin. Takuusitoumusta koskevan väitteen hyväksyminen edellyttäisi tästä syystä varsin vahvaa näyttöä siitä, että asiakas on todella perustellusti ymmärtänyt tilanteen esittämällään tavalla.<sup>15</sup>

Oman vastuuongelmansa muodostavat tilanteet, joissa asiakas väittää, että sijoitusvarallisuutta ei ole hoidettu sopimuksen edellyttämällä tavalla ja että omaisuudenhoidon tulos on muodostunut heikommaksi, kuin mitä sopimuksen mukaisesta menettelystä olisi seurannut. Tämä lopputulosten vertailu ei kuitenkaan ole yleensä ongelmatonta, sillä sopimuksen mukainen omaisuudenhoito voitaisiin useimmissa tapauksissa toteuttaa lukemattomilla erilaisilla si-

<sup>12</sup> Ammattimaisten sijoittajan määritelmästä ja muista sijoittajien kokemukseen ja muihin relevantteihin ominaisuuksiin perustuvista luokittelutavoista ks. Hoppu, Kari, Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely, 2004 s. 168–186.

<sup>13</sup> Taloudellisessa mielessä epätavallista käsitystä osoittaa esimerkiksi valittajan lausuma tapauksessa 758/2002. Asiakas väitti olevan luultavaa, ”että pankki antaa omille sijoitusneuvojilleen määräykset antaa piensijoittajille ja eläkeläisille ostosuosituksena vain laskevia osakkeita, jotta pankki itse pääsisi kyseisistä sijoituksista eroon”.

<sup>14</sup> Arvopaperilautakunnan käytännössä näyttövelvollisuus tarpeellisten selonotto- ja neuvontavelvollisuuksien täyttämisestä on asetettu omaisuudenhoitajalle. Tämä käy ilmi esimerkiksi lautakunnan ratkaisusta 1009/2002, jossa on myös otettu kantaa asiakirjojen löytymättä jäämisen vaikutukseen. Lautakunnan mukaan: ”Lautakunta toteaa omaisuudenhoitajan olevan yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden mukaan näyttövelvollinen siitä, että sijoituspolitiikasta ja sijoittamisen riskitasosta on asianmukaisesti sovittu ja että tämä sopiminen on perustunut asiakkaiden taloudellisten olosuhteiden ja sijoitustavoitteiden riittävään selvittämiseen. Kun omaisuudenhoitaja on ilmoittanut, ettei asiakkaiden kanssa tehtyjä kirjallisia sopimuksia ole löytynyt ja omaisuudenhoitaja ei ole antanut asiasta muuta selvitystä, esitetyn näytön valossa on ilmeistä, että omaisuudenhoitaja ei ole täyttänyt selonottovelvollisuuttaan.”

<sup>15</sup> Arvopaperilautakunnan ratkaisussa 27/2002 takuuta koskevat väitteet on hylätty painottamalla pääomatakuun epätavallisuutta omaisuudenhoidossa sekä viittaamalla siihen, että sopimuksen sanamuoto ei pitänyt sisällään tällaista lupaa. Takuuproblematiikasta ks. myös Rudanko, mts. 317–318.

joituskombinaatioilla eikä vastuuarvioinnissa siten voida kovinkaan helposti valita mitään tiettyä salkkukoostumusta kuvastamaan sopimuksen edellyttämän toiminnan tulosta. Sen sijaan poikkeama sopimuksen asettamista vaatimuksista voi joskus olla ilmeinen. Selvimmillään tämä on siinä tapauksessa, että sijoitusinstrumenttien keskinäiset painotukset eivät ole pysyneet sopimuksessa asetetun vaihteluvälin puitteissa.

Toisinaan asiakas pyrkii antaman omaisuudenhoitajalle ohjeita yksittäisten sijoituskohteiden valinnasta, vaikka päätösvalta omaisuudenhoitosuhteen aikana sopimuskäytännön mukaan kuuluukin omaisuudenhoitajalle.<sup>16</sup> Asiakkaan sijoitusehdotusten noudattaminen saattaa muodostaa sopimusongelman siinä tapauksessa, että tämä muuttaa riskitasoa alun perin sovittusta tai heikentää sijoitusten hajautusta. Salkun koostumus saattaa tämän jälkeen poiketa omaisuudenhoitosopimuksen edellyttämästä, jolloin liiallisesta riskinotosta seuraavia tappioita koskeva vahingonkorvausvastuu käy periaatteessa mahdolliseksi. Tässä tapauksessa on kuitenkin punnittava asiakkaan oman aktiivisuuden vaikutusta.

Kun omaisuudenhoitosopimukset yleensä lähtevät selvästi siitä, että omaisuudenhoitajan kuuluu itsenäisesti vastata sijoituspäätösten tekemisestä, ei asiakkaan sijoitusehdotus voi automaattisesti merkitä vastuun siirtymistä pois palvelun tarjoajalta. Joka tapauksessa omaisuudenhoitajan tulee arvioida sitä, merkitsisikö asiakkaan sijoitustoiveen noudattaminen poikkeamista omaisuudenhoitosopimuksen mukaisesta sijoitusinstrumenttijakaumasta ja riskipolitiikasta. Jos näin olisi, omaisuudenhoitajan on vähintäänkin selvitettävä asiakkaalle, miten ehdotuksen noudattaminen vaikuttaisi omaisuudenhoidolle alun perin asetettaviin tavoitteisiin, jotta asiakas tiedostaisi esityksensä noudattamisen vaikutukset sijoitusstrategiaan.

Asiakkaalla on tietysti lopullinen päätösvalta sijoitusomaisuutensa suhteen, ja hän voi niin halutessaan edellyttää uutta sijoitusstrategiasta sopimista. Jos asianmukaisesti informoitu sijoittaja haluaa tehdä muutoksia sijoituspolitiikkaan ja esimerkiksi lisätä riskitasoa, on tämä tietenkin mahdollista eivätkä sen vaikutukset kuulu omaisuudenhoitajan vastuupiiriin, kun asiakasta informoidaan riittävällä tavalla muutoksen vaikutuksista. Käytännön hankaluuksia voi kuitenkin aiheutua siinä tapauksessa, että asiakkaan esittämiä toivomuksia otetaan huomioon tavalla, joka muuttaa sijoitustoiminnan luonnetta sovittusta tekemättä kuitenkaan varsinaisia sopimusmuutoksia.

Vaikka omaisuutta hoidetaan sovittun instrumentti- ja toimialajakauman sekä muiden asiakkaan määrittämien sijoitusrajojen puitteissa, saattaa syntyä tilanteita, joissa asiakas on tyytymätön jonkin yksittäisen sijoituskohteen valintaan. Arvopaperilautakunnassa on ollut melko yleistä, että asiakkaat ovat moittineet salkunhoitoa sanoen omaisuudenhoitajan osta-

<sup>16</sup> Tilanne saattaa olla myös päinvastainen niin, että asiakas kehottaa omaisuudenhoitajaa välttämään joitakin toimenpiteitä, joista päättäminen sinänsä sopimuksen perusteella kuuluisi omaisuudenhoitajan valtuuksien piiriin. Arvopaperilautakunnan tapauksessa 789/2002 asiakas oli ollut aktiivinen molemmissa suhteissa antaen sekä eräitä osakkeita koskeneen myyntikiellon että kehottaneen tiettyihin lisähankintoihin. Lautakunta katsoi myyntikiellon olleen merkittävä toimenpide täyden valtakirjan hoitosopimuksessa, jossa salkunhoitaja on valtuutettu tekemään sijoituspäätökset. Tämä vaikutti lautakunnan mukaan salkunhoitajan mahdollisuuksiin toimia aktiivisesti laskevassa suhdanteessa. Kun asiakkaat olivat lisäksi halunneet lisätä it-osakkeiden painoa salkussa, lautakunta katsoi, että vastuu sijoituspäätösten tekemisestä ei ollut tältä osin kuulunut omaisuudenhoitajalle.

neen arvoaan menettäneitä osakkeita ja katsoen, että omaisuudenhoitajan olisi asiantuntijana tullut kyetä ennakoimaan tämä epäedullinen kehitys.

Lienee kuitenkin niin, että yksittäisen sijoituskohteen valintaa on vaikea kritisoida korvausvastuun perustavalla tavalla. Selvää sijoitustoimintaan liittyvässä oikeudellisessa arvioinnissa on se, että sijoitusratkaisun jälkeen toteutunut sijoitusinstrumentin arvon kehitys ei ole ratkaiseva menettelyn huolellisuuden kannalta. Kun tarkastelu sidotaan sijoituspäätöksen tekemisaikakohtaan, on kiinnitettävä huomiota sijoitusmarkkinoita koskeviin keskeisiin taloudellisiin lainalaisuuksiin.

Julkisesti noteeratun yhtiön arvopaperimarkkinalain 2:5–7:n mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta seuraa, että markkinoilla toimivalla on periaatteessa käytettävissä kaikki tiedot osakkeen arvoon vaikuttavista seikoista. Sisäpiiritiedon väärinkäytön kiellosta puolestaan johdetaan, että kukaan markkinoilla toimivista ei voi käyttää hyväkseen tietoylivoiamaa sellaisten seikojen osalta, jotka eivät ole muiden markkinaosapuolten tavoitettavissa.<sup>17</sup> Julkisen tiedon perusteella markkinoilla muodostuva hinta on puolestaan kysynnän ja tarjonnan pohjalta määräytyvä ja siinä mielessä ”oikea” vastike sijoituskohteesta, ettei juuri voida ajatella, että sijoituspäätöstä voitaisiin kritisoida ylihinnan maksamisesta.<sup>18</sup> Toisaalta sijoitustoiminnan taloudellisiin lainalaisuuksiin kuuluu myös se, että kukaan ei voi tietää yksittäisen sijoituskohteen arvon tulevaa kehitystä. Asiantuntijapalvelun tarjoajalta voidaan toki edellyttää ammattitaitoisesti valittuja menetelmiä soveltaen muodostettua perusteltua näkemystä sijoituksen arvon todennäköisestä kehityksestä, mutta on varsin vaikea ajatella, että näkemyksen toteutumatta jäämistä voitaisiin pitää osoituksena vastuun perustuvasta virheestä.

Omaisuudenhoitajan toiminnan huolellisuusarviointi joudutaankin kohdistamaan paljolti sijoituskokonaisuuden sisältöön. Esimerkiksi puutteellinen hajautus tai liiallinen toimiala- tai maariskin ottaminen voivat tässä tapauksessa olla esimerkkejä sellaisista salkunhoidon puutteista, joita saatetaan pitää vastuuseen johtavina. Jäljempänä (s. 68) käsiteltävässä lautakuntaratkaisussa 27/2002 vastuu perusteltiin siihen, että salkussa oli liiallinen informaatioteknologiapainotus sopimuksen edellyttämään neutraaliin riskitasoon nähden

## Välitystoimeksiantojen häiriötilanteet vastuukysymyksenä

Välitystoimeksiantojen toteutumiseen liittyviä mahdollisia ongelmatilanteita ovat etenkin i) toimeksiannon toteutumatta jääminen (joko välittäjän virheellisen toiminnan tai asiakkaan käytössä olevan online-palvelun käyttöhäiriön vuoksi), ii) toimeksiannon toteutuminen sisällöltään virheellisenä (esimerkiksi vääränä kappalemääränä), ja iii) asiakkaalle online-palvelussa välittyvän kurssi-informaation virheellisyys, joka voi saada tekemään kauppvoja väärin perustein.

<sup>17</sup> Tähän liittyvistä suojelupäämääristä ks. Kurenmaa, Tero, Sisäpiiritiedon väärinkäyttö, 2003 s. 34–38.

<sup>18</sup> Hinnan määräytymiseen vaikuttaa kuitenkin myös se, kuinka tehokkaat markkinat ovat. Helsingin pörssissä on huomattava joukko yhtiöitä, joiden osakkeen vaihto on erittäin vähäistä, jolloin markkinoiden kyky osoittaa arvopaperin ”oikeaa” hintaa saatetaan kyseenalaistaa.



Toimeksiannon toteuttamishäiriöt ovat tuottaneet ongelmia tyypillisesti silloin, kun jokin merkittävä pörssiyritys on antanut tulosvaroituksen ja tämä on käynnistänyt poikkeuksellisen vilkkaan kaupankäynnin. Tietojärjestelmän ylikuormittuminen on tällöin saattanut tilapäisesti johtaa siihen, että sijoittajat eivät ole onnistuneet toteuttamaan toimeksiantojaan. Kun kursisivaihtelu on tulosvaroitustilanteessa yleensä nopeaa, asiakkaat ovat voineet katsoa kärsineensä vahinkoja toimeksiannon viivästymisen vuoksi.

Jos toimeksiannon viivästyminen johtuu välittäjän edustajan tekemästä virheestä, välittäjä on lähtökohtaisesti vastuussa aiheutuvasta vahingosta sopimusoikeudellisten vastuuperiaatteiden mukaisesti, sopimusehtojen mahdollisesti asettamat rajoitukset huomioon ottaen. Astetta monitahoisempi tilanne on käsillä silloin, kun toimeksiannon toteutuminen estyy sen vuoksi, että asiakkaan online-palvelu ei toimi ylikuormituksen tai muun häiriön vuoksi. Tässä tapauksessa joudutaan esikysymyksenä arvioimaan sitä, millaiset laadulliset vaatimukset sopimus asettaa kaupankäyntijärjestelmän toimivuudelle. Sopimusehdoissa on suhteellisen tavanomaisista todeta, että palveluntarjoaja ei takaa palvelun jatkuvaa käytössäoloa, jolloin tilapäinen käyttöhäiriö ei automaattisesti merkitse palvelun puutteellisuutta.<sup>19</sup> Toisaalta on ilmeistä, että välittäjältä edellytetään korkeatasoisen tietojärjestelmän ylläpitämistä ja asianmukaista varautumista häiriötekijöihin, joten tällaisen järjestelmätason laatuvaatimuksen laiminlyönti voi johtaa siitä, että palvelua pidetään sopimusoikeudellisesti puutteellisena.<sup>20</sup>

Toimeksiannon toteuttamisessa tapahtuneen osakemäärää tai esimerkiksi rahainta koskevan virheen arviointi riippuu siitä, onko kysymyksessä asiakkaan online-palvelun yhteydessä itse tekemä virhe vai onko asiakkaan antamien pohjatietojen mukainen toimeksianto saanut myöhemmin toisen sisällön välittäjän erehdyksen vuoksi. Asiakkaalla on luonnollisesti itse vastuu sellaisista virheistä, joita sisältyy hänen online-palvelussa tai muulla tavoin lähettämäänsä informaatioon.<sup>21</sup> Välittäjällä ei yleensä ole edes mahdollisuutta havaita toimeksi-

<sup>19</sup> Tällaisiin ehtoihin perustuvasta korvausvaatimuksen hylkäämisestä ks. arvopaperilautakunnan ratkaisu 65/2003, jossa valittaja katsoi menettäneensä mahdollisuuden myydä osakkeensa ennen kurssilaskua, kun hän ei ollut saanut verkkopankin markkinatietopalveluun kuulunutta ajantasaista kurssitietoa käyttöönsä. Vaatimus oli ongelmallinen sen vuoksi, että asiakas ei ollut myynyt osakkeitaan välittömästi oikean kurssitiedon saatuaan, vaan realisointi oli tapahtunut vasta noin kuuden kuukauden kuluttua. Vaatimus hylättiin kuitenkin käyttämällä ensisijaisena perusteena sitä, että pankki ei sopimusehtojensa mukaan vastannut siitä, että verkkokaupankäyntijärjestelmä ja tietopalvelu ovat jatkuvasti käytössä. Samankaltaista ehtoa on arvioitu myös arvopaperilautakunnan ratkaisussa 1102/2002, jossa asiakas oli kertomansa mukaan pyrkinyt myymään ostamansa osakkeet saman päivän (26.4.2002) aikana korkeammalla hinnalla, mutta joutuneensa järjestelmän toimintahäiriön vuoksi lykkäämään myyntiä niin, että onnistui vasta usean päivän kuluttua (2.5.2002). Lautakunta ei suosittanut asiakkaalle hyvitystä, vaan viittasi sopimusehtoon, jonka mukaan pankki ei taannut palvelujen keskeytyksetöntä käytössäoloa eikä vastannut katkosten aiheuttamista vahingoista. Lautakunta totesi myös, että asiakkaalla olisi ollut mahdollisuus toimia myös pankin konttorin välityksellä heti seuraavana pankkipäivänä. Kun asiakas ei ollut pyrkinyt käyttämään muita kanavia toimeksiannon antamiseen, ei pankin katsottu olevan vastuussa siinäkin tapauksessa, että järjestelmän toimintakatkosta olisi pidetty kohtuuttoman pitkänä.

<sup>20</sup> Tietojärjestelmän kehittämismahdollisuudesta osana sopimusoikeudellisia vastuuvapausoppeja ks. Hemmo, Mika, Sopimusoikeus III, 2005 s. 161–162.

<sup>21</sup> Asiakas ei tässä tapauksessa yleensä voi myöskään vedota transaktion pätemättömyyteen, koska pätemättömyysseuraamuksen toteuttamismahdollisuudet ovat pörssikaupassa yleensäkin hyvin rajoitetut kaupan komissiokauppaluonteen (ja toimeksiantajien anonymiteetin) vuoksi. Lisäksi kaupan toinen osapuoli on normaalisti vilpittömässä mielessä mahdollisen ilmaisuerehdyksen suhteen, koska hän (tai välittäjä hänen edustajanaan) näkee toimeksiannonsta vain arvopaperin määrää ja kurssitasoa koskevat tiedot, joiden osalta adressaatilla ei ole mahdollisuuksia arvioida

annon virheellisuutta, koska online-palvelussa toimeksianto välittyy automaattisesti kaupankäyntijärjestelmään, eikä välittäjän edustaja muussakaan tapauksessa kykene normaalisti arvioimaan sitä, onko asiakkaan toimeksiannon sisältämä kappalemäärä tai rajahinta asiakkaan tarkoituksia vastaava. Kaupankäyntijärjestelmän suunnittelun osalta voitaneen kuitenkin lähteä siitä, että tavanomaiset virheriskit tulisi ottaa huomioon ja online-palvelun käyttöliittymä sekä toimeksiannon jättämiseen liittyvät erilaiset välivaiheet tulisi muotoilla sellaisiksi, että asiakas voi huolellisesti toimimalla minimoida virhemahdollisuuksia.<sup>22</sup>

Online-palveluihin sisältyy usein erilaisia tietopalveluita, joista tyyppilinen on reaaliaikainen kurssitietopalvelu. Tällaisissa tiedoissa oleva virhe (esimerkiksi se, että tiedot ovat jääneet päivittymättä ja asiakas toimii tietämättään vanhentuneen kurssitiedon perusteella) voi johtaa siihen, että asiakkaan rajahintamääritykset muodostuvat epätarkoituksenmukaisiksi. Etenkin päivänsisäistä tai muuten erityisen nopearytmistä arvopaperikauppaa käyvän asiakkaan kannalta tietojen täsmällisyys on tärkeää.

Kurssitietojen oikeellisuuteen liittyvissä vastuukysymyksissä on tarpeen ensinnäkin selvittää, millaisesta informaatiopalvelusta asiakas on sopinut. Arvopaperilautakunnan ratkaisussa 34/2003 on hylätty asiakkaan vaatimukset, kun tällä ei ollut käytössään reaaliaikaista kurssitietopalvelua ja hän oli väittänyt pankin sivuilla tarjotun viivästetyn markkinainformaation olleen virheellistä. Lautakunta katsoi asiakkaan käytössä olleen palvelun sisällön perusteella, ettei pankin voitu katsoa syyllistyneen sopimusrikkomukseen, vaikka sen sivuilla ollut maksuton informaatio olisikin poikennut tavanomaisesti saatavilla olleista viivästetyistä kurssitiedoista.<sup>23</sup>

Arvopaperilautakunta on tapauksessa 915/2002 on tarkastellut myös asiakkaan käytössä olleiden kurssitietojen oikeellisuutta koskevaa näyttövelvollisuutta. Asiakkaan kertoman mukaan hänen käytettävissään olleet reaaliaikaiset kurssitiedot olivat virheelliset ja tämä johti siihen, että hän teki myyntitoimeksiannon liian alhaiseen kurssitasoon. Lautakunta totesi näyttökysymyksen osalta, että pankin olisi tullut kyetä antamaan luotettava selvitys järjestelmän toiminnasta ja sen logitiedoista. Tällaista selvitystä ei ollut toimitettu, ja lisäksi pörssistä saatu selvitys kyseisellä osakkeella toteutuneiden kauppajen kurssitasoista samana ajankohtana tuki

---

sitä, vastaavtko ne toimeksiantajan tarkoitusta. – Helsingin käräjäoikeus on toukokuussa 2005 antanut päätöksen epätavallisessa pörssikauppa-asiassa, jossa välittäjä oli näppäilyvirheen vuoksi antanut tulosvaroituksen jälkeisen erittäin vilkkaan kaupankäynnin aikana tarkoittamansa 50 000 osakkeen myyntitoimeksiannon sijasta 50 000 100 osakkeen ostotoimeksiannon. Toinen välittäjä myi 500 000 osaketta ennen kuin virheellinen toimeksianto ehdittiin peruuttaa, minkä jälkeen toimeksiannon antaja esitti pätemättömyysvaatimuksen vedoten muun muassa siihen, että toimeksiannon mukainen osakkeiden lukumäärä oli niin poikkeuksellinen, että sopimuskumppanin oli pitänyt tämä ymmärtää.

<sup>22</sup> Sähköiseen sopimiseen liittyvä virheriski on noteerattu sähkökauppadirektiivissä ja sen pohjalta säädettyssä laissa tietoyhteiskunnan palvelujen tarjoamisesta – tosin vain asettamalla palvelun tarjoajalle velvollisuus pitää asiakkaan saatavilla selkeät ja ymmärrettävät tiedot teknisistä keinoista, joilla voidaan tunnistaa ja korjata syöttövirheet ennen tilauksen tekemistä. Ks. lain 8.1,3 §.

<sup>23</sup> Tapauksen voidaan katsoa ilmentävän myös yleisempää siviilioikeudellista periaatetta, jonka mukaan maksuttomasti jaettavaan informaatioon perustuva vastuu on olennaisesti suppeampaa kuin vastikkeellisesti tarjottavan tiedon kohdalla. Vastaavasti tiedon käyttäjän näkökulmasta voidaan todeta, että vain nimenomaisesti ostettu informaatio antaa siihen liittyvien vastuuvaikutusten osalta luotettavan pohjan tiedon käyttämiselle taloudellisten ratkaisujen perustana. – Ilmaisen ja vastikkeellisen tiedon erottaminen ei kuitenkaan aina ole aivan yksinkertaista, koska kiinteää hintaa vastaan hankittavissa palvelukokonaisuuksissa saatetaan törmätä rajanveto-ongelmiin.

asiakkaan väitettä siitä, että hänellä ei ollut käytössään oikeaa kurssi-informaatiota. Lautakunta katsoi tämän vuoksi kurssitiedoille asetettujen vaatimusten jääneen täyttymättä ja suositti, että pankki korvaa asiakkaalle kurssierona syntyneen vahingon.<sup>24</sup>

## Reklamaatiovelvollisuus

Sijoituspalveluihin liittyvä asiakkaan reklamaatiovelvollisuus on olennainen kysymys etenkin omaisuudenhoitopalveluissa. Asiakkaan mahdollinen korvausvaatimus perustuu tällöin yleensä siihen, että sijoituskohteiden valinnan väitetään poikenneen riskitason osalta sopimuksen edellyttämästä tai hajautuksen väitetään olleen puutteellinen, ja melko tavallista on, että vaatimusten esittäminen tapahtuu vasta olennaisesti sen jälkeen, kun salkun epätasapaino on ollut havaittavissa. Käytännössä viive johtuu monesti siitä, että asiakas ei ryhdy vakavammin epäilemään omaisuudenhoidon asianmukaisuutta ennen kuin hoidettavan sijoitusvarallisuuden arvo on asiakkaan silmissä laskenut olennaisesti.

Omaisuudenhoitoridoissa on tästä syystä yleistä, että omaisuudenhoitaja väittää asiakkaan laiminlyöneen reklamaatiovelvollisuutensa ja menettäneen tämän vuoksi oikeutensa hyvitykseen. Sopimusehdoissa on usein reklamaatiota koskevia määräyksiä, jotka tulee tässä tapauksessa ottaa huomioon.<sup>25</sup> Reklamaatioehtojen osalta on kuitenkin huomattava, että kuluttajasiopimuksissa käytettävät reklamaatioehdot, jotka ovat omiaan johtamaan helposti tapahtuvaan oikeudenmenetykseen, saattavat olla kohtuuttomia.<sup>26</sup> Siltä osin kuin asiaa ei kattavasti säännellä sopimuksessa, joudutaan punnitsemaan kahta vastakkaista näkökohtaa.

Reklamaatiovelvollisuus on ensinnäkin vahva sopimusoikeudellinen periaate, josta on poikettu lähinnä vain tilanteissa, joissa sopimuksen rikkoneen osapuolen menettely on erityisen moitittavaa (ks. esimerkiksi kauppalain 33 §). Omaisuudenhoitotilanteissa salkkukoostumuksen sopimuksenvastaisuus ei myöskään aina ole mitenkään itsestään selvää, mikä on omiaan lisäämään reklamaation tarvetta silloin, kun asiakas tulkitsee noudatetun sijoituspolitiikan poikkeavan sovitusta. Toisaalta asiantuntijapalveluiden tarkoituksena on luonnollisesti se, että asiakas saa käyttöönsä erityisasiantuntemusta, jota hänellä itsellään ei ole. Tähän lähtökohtaan

<sup>24</sup> Asiassa otettiin kantaa myös vahingon välittömyyteen tai välillisyyteen, sillä sopimusehtojen mukaan välillisiä vahinkoja ei korvattu. Vahinko laskettiin tapauksessa vertaamalla toimeksiannon toteutumishintaa ja sitä hintaa, jolla toimeksiannon olisi voitu olettaa toteutuneen ilman informaatiovirheen vaikutusta. Lautakunta totesi pitävänsä toimeksiannon kohteena olevan arvopaperin kurssikehitykseen liittyvää saamatta jäänyttä voittoa tai syntynyttä tappiota välittömänä vahinkona. Ratkaisun perustelut olivat tältä osin niukat, mutta linjausta voidaan tukea sillä, että arvopaperikaupassa sijoituskohteesta saatava (tai maksettava) hinta on keskeisin ja oikeastaan myös ainoa intressi, joka toimeksiantajalla on. Siten itse transaktiolla ja siihen liittyvällä voitolla tai tappiolla ei ole samankaltaista vahingon välillisyyteen johtavaa etäisyyttä kuin esimerkiksi siinä tapauksessa, että myydyt tavarat virheellisyys tai toimituksen viivästyminen estää kohteen käytön tuloa tuottavaan valmistus-, myynti- tms. toimintaan.

<sup>25</sup> Rahoitustarkastuksen ohjeen (10/152/96, kohta 4.7) mukaan sopimuksessa on mainittava reklamaatioajasta ja sen alkamisajankohdasta, jonka lisäksi reklamaatioajan on oltava riittävän pitkä.

<sup>26</sup> Reklamaatiovelvollisen tiedolliset ja taidolliset edellytykset huomioon ottaen liian lyhyitä reklamaatioaikoja asettavat ehdot on mainittu mahdollisina sovittelun kohteina jo oikeustoimilain 36 §:n kohtuullistamissäännöstä säädettyssä. Ks. HE 247/1981 s. 15.

sopii huonosti ajatus siitä, että asiakkaalla olisi pitkälle menevä velvollisuus seurata palveluntarjoajan toiminnan sopimuksenmukaisuutta.<sup>27</sup>

Arvopaperilautakunnan käytännössä on tavoiteltu ratkaisulinjaa, joka ottaisi tyydyttävästi huomioon erisuuntaiset näkökohdat. Reklamaatiovelvollisuuden on sinänsä katsottu olevan olemassa, mutta sen syntymisen kynnyksestä on jonkin verran korotettu. Esimerkiksi lautakunnan ratkaisussa 1500/2002 on todettu, että yleisen sopimusoikeudellisen periaatteen mukaan sopimuspuolen tulee puuttua toisen osapuolen sopimuksenvastaiseen menettelyyn reklamoimalla tästä. Samalla lautakunta on kuitenkin painottanut sitä, että omaisuudenhoitotoiminta ei perustu vain yksittäisiin osto- tai myyntitapahtumiin, vaan sijoitustoiminnan kokonaisarviointi on ensisijaisessa asemassa. Tästä on lautakunnan mukaan seurannut, että asiakkaan ei voida vaatia reagoivan kaikkiin yksittäisiin tapahtumiin, vaan reklamaatio voidaan tehdä kohtuullisessa ajassa siitä, kun omaisuudenhoitajan toiminta kokonaisuutena arvostellen poikkeaa sovitusta.<sup>28</sup>

Muissa palvelumuodoissa reklamaatiokysymys on yleensä yksinkertaisempi. Jos asiakkaan antama toimeksianto toteutuu välittäjän vastuulle kuuluvan syyn vuoksi virheellisesti tai jää kokonaan toteutumatta, voidaan tilannetta arvioida normaalien sopimusoikeudellisten reklamaatiosääntöjen mukaan niin, että asiakkaalla on velvollisuus reklamoida kohtuullisessa ajassa siitä, kun virhe on pitänyt havaita. Kohtuullisen ajan pituus lienee tällöin lyhyempi kuin sellaisten hyödykkeiden kohdalla, joiden arvo tai ominaisuudet eivät juuri muutu ajan kulumisen myötä.<sup>29</sup> Osakekaupassahan reklamaation viivästyminen seuraava korjaustoimen lykkääntyminen saattaa aiheuttaa olennaista lisävahinkoa, jos kurssimuutoksen suunta on epäedullinen.<sup>30</sup> Tällaisissa virhetilanteissa selvittelyn viivyttäminen olisi ongelmallista myös sen vuoksi, että osakkeiden haltijalle avautuisi tilaisuus spekuloida toisen kustannuksilla, mikä merkitsisi myöhemmän korvausvaatimuksen esittämistä siinä tapauksessa, että markkinakehitys on epäedullista, ja vaatimuksesta pidättymistä silloin, kun sijoitus osoittautuu voitolliseksi.

<sup>27</sup> Samantapaiseen kysymyksenasetteluun johtavasta asiakkaan mahdollisesta myötävaikutuksesta asiantuntijapalvelujen virhetilanteissa ks. Ingvarsson, Torbjörn, Rådgivningsansvar och medvällande. Juridisk Tidskrift 2002–2003 s. 568–578.

<sup>28</sup> Ks. Hoppu, Omaisuudenhoitosopimuksista s. 129–130. Omaisuudenhoidossa rajanveto-ongelmia voi liittyä myös siihen, milloin asiakkaan esittämät tyytymättömyyttä koskevat käsitykset merkitsevät reklamaatiota ja milloin kysymys on vain markkinatilanteeseen ja sijoitusstrategian valintaan liittyvästä tavanomaisesta keskustelusta. Arvopaperilautakunnan käytännössä merkitystä on tältä osin annettu myös sille, onko asiakas vaatinut muutoksia salkunhoitoon. Tapauksessa 45/2004 todettiin asiakkaan yhteydenottojen sinänsä täyttäneen reklamaatiolle asetetut vaatimukset, mutta asiakkaan katsottiin myöhemmin hyväksyneen omaisuudenhoitajan noudattaman sijoituspolitiikan ja toiminnan, kun asiakas ei ollut annettujen selvitysten jälkeen vaatinut omaisuudenhoitajalta konkreettisia muutoksia salkunhoitoon eikä ollut myöskään irtisanonut sopimusta.

<sup>29</sup> Ks. Bärlund, Johan, Reklamation i konsumentavtal, 2002 s. 171.

<sup>30</sup> Sama näkökohta (sijoituskohteen arvon muuttuvuus) on vaikuttanut rahoituspalvelujen etämyyntisääntelyyn niin, että kuluttajalla muuten oleva peruuttamisoikeus on evätyi niissä tapauksissa, joissa rahoituspalvelun tai siihen liittyvän rahoitusvälineen hinta tai arvo riippuu sellaisista muutoksista rahoitusmarkkinoilla, joihin elinkeinonharjoittaja ei voi vaikuttaa (kuluttajansuojalaki 6a:14).

## Vahingon määrittelystä sijoitustoiminnan sopimuksissa

Vahingonkorvausvelvollisuuden sisällön osalta on tietenkin selvää, että korvausvelvollisuuden edellytyksenä on vahingon aiheutuminen. Arvopaperilautakunnan käytännössä on jonkin verran esiintynyt tapauksia, joissa asiakas on valittanut palvelusta, vaikka tästä ei ole aiheutunut hänelle vahinkoa tai vahingon aiheutuminen on vähintäänkin tulkinnanvaraista. Lautakunta on lähtenyt siitä, että asian käsittely edellyttää asiakkaan yksilöimää rahamääräistä vaatimusta tai vahvistuskanteen kaltaista vahvistusvaatimusta.<sup>31</sup> Tästä seuraa, että lautakunta ei tutki esimerkiksi vaatimusta, jonka kohteena olisi pelkästään tietyn menettelyn hyvän arvopaperikauppatavan mukaisuus.

Vahinkoedellytyksen puuttuminen on johtanut korvausvaatimuksen hylkäämiseen esimerkiksi tapauksessa 122/2004, jossa asiakkaalle oli ilmoitettu hänen omistamiensa sijoitusrahastojen arvo liian korkeaksi (tarkkaan ottaen rahastoyhtiö oli ensin antanut väärän tiedon, jonka yhtiö oli huomannut ja tämän jälkeen antanut uuden, mutta edelleen virheellisen tiedon). Lautakunta katsoi, ettei asiakas voinut saada vahingonkorvausta ilmoitetun arvon, jonka määräistä sijoitusomaisuutta hänellä ei koskaan ollut ollut, ja todellisen arvon erotuksesta. Sen sijaan asiakkaalla olisi hyvinkin voinut olla oikeus korvaukseen sellaisesta vahingosta, joka olisi johtunut virheellisiin tietoihin luottamisesta. Tällaista vahinkoa olisi voinut aiheutua esimerkiksi siinä tapauksessa, että asiakas olisi väärän sijoitusomaisuutensa arvoa koskevan tiedon vuoksi ryhtynyt hankintoihin, joihin hänellä ei tosiasiallisesti olisi ollut varaa ja joista hän olisi halunnut myöhemmin vetäytyä.

Omaisuudenhoitotapauksissa vahingonkorvausvelvollisuus saattaa syntyä esimerkiksi silloin, kun sijoitusten riskitaso on ollut korkeampi kuin sovittu sijoituspolitiikka olisi sallinut. Vahingonkorvauksen lähtökohtainen laskemistapa perustuu tunnetusti toteutuneen taloudellisen kehityskulun ja sen tuloksen, joka olisi seurannut sopimuksen oikeasta täyttämisestä, vertaamiseen.<sup>32</sup> Ongelmana omaisuudenhoidon aiheuttamien vahinkojen yhteydessä on kuitenkin se, että sopimuksen asettamat vaatimukset täyttävä sijoituskokonaisuus olisi käytännössä voitu toteuttaa tavattoman monilla vaihtoehtoisilla kombinaatioilla. Tämän vuoksi on usein mahdoton tehdä luotettavaa arviota siitä, mikä sijoitusomaisuuden tuotto olisi ollut siinä tapauksessa, että virhettä sijoitusinstrumenttien valinnassa tai hajautuksessa ei olisi tehty.<sup>33</sup>

Arvopaperilautakunnan ratkaisussa 27/2002 on jouduttu käsittelemään omaisuudenhoidon yhteydessä aiheutunutta vahinkoa tilanteessa, jossa sopimuksenvastaisuus ilmeni liiallisena IT-osakkeiden ylipainona. Lautakunta totesi lähtökohtana, että vahingon määrän arviointi tuli tehdä sen mukaan, millaiseen tulokseen sopimuksen edellyttämä neutraali riskitaso olisi

<sup>31</sup> Tämä lautakuntaprosessiin sisältyvä vaatimus on ensin kehittynyt lautakunnan soveltamiskäytännössä, ja myöhemmin se on otettu arvopaperilautakunnan ohjesäännön 11 §:ään, jonka mukaan valittajan tulee hakemuksessaan yksilöidä palveluntarjoajaan kohdistuva rahamääräinen vaatimus tai vahvistusvaatimus.

<sup>32</sup> Ks. esimerkiksi Hemmo, Mika, *Sopimusoikeus II*, 2. painos 2003 s. 255–265.

<sup>33</sup> Yleisemmin syy-yhteyksivaatimuksesta omaisuudenhoidon yhteydessä ks. Hoppu, *Omaisuudenhoitosopimuksista* s. 130–132.

sijoituspäätöksiä ohjaavana toimintapolitiikkana johtanut. Tätä ei kuitenkaan voitu jälkeensä yksityiskohtaisesti selvittää, koska sopimuksen edellyttämä sijoitusinstrumenttien koostumus olisi voitu toteuttaa lukuisilla erilaisilla yhdistelmillä. Tukea vahingon mittaamiselle saatiin kuitenkin siitä, että HEX-portfolioindeksi oli sopimuksessa määritetty vertailuindeksiksi. Lautakunta ottikin muun selvityksen puuttuessa lähtökohdaksi arvion, jonka mukaan neutraali riskitaso olisi johtanut HEX-portfolioindeksin mukaiseen sijoitusomaisuuden arvon kehitykseen. Asiakkaille aiheutuneena vahinkona pidettiin siten määrää, jolla heidän sijoitusomaisuutensa arvo oli alempi kuin se olisi ollut HEX-portfolioindeksin mukaisen kehityksen tuloksena.<sup>34</sup>

Silloin kun vahinko aiheutuu siitä, että välitystoimeksianto on jäänyt toteutumatta tai on toteutunut sisällöltään virheellisenä, vahingon määrittelyssä joudutaan ottamaan kantaa aikaulottuvuuden ja kurssimuutosten vaikutukseen. Mahdollista on ensinnäkin, että tapahtunut virhe tuottaa asiakkaalle hyötyä, kuten käy esimerkiksi siinä tapauksessa, että asiakkaan antama myyntitoimeksianto jää toteutumatta ja myynti voidaan myöhemmin tehdä korkeampaan kurssitasoon. Sama vaikutus liittyy sijoituskohteiden määrää koskevaan virheeseen, jos markkinamuutoksen suunta on suotuista. Näissä tapauksissa korvattavaa vahinkoa ei luonnollisesti-kaan synny kuin enintään selvittelykustannusten osalta.

Jos taas toimeksianto jää toteutumatta ja kurssikehitys on epäedullinen (myyntitoimeksiannon tilanteessa kurssi laskee tai ostotoimeksiannon kohdalla kurssi nousee), asiakas kärsii vahinkoa, koska hän joutuu tekemään kaupan epäedullisempaan hintaan. Mikäli asiakas antaa uuden toimeksiannon viivyttämättä saatuaan tiedon aikaisemman toimeksiannon toteutumatta jäämisestä (ja ensimmäisestä toimeksiannosta ei ole kulunut kuin olosuhteet huomioon ottaen kohtuullinen aika), voidaan vahinko laskea yksinkertaisesti kurssitasojen erotuksena.

Hankalampia tilanteita ovat sellaiset, joissa asiakas luopuu kokonaan uuden toimeksiannon antamisesta tai lykkää sitä huomattavasti. Arvopaperilautakunnassa on toisinaan törmätty tapauksiin, joissa toimeksianto on jäänyt toteutumatta ja tämän on väitetty johtuneen välittäjän vastuulle kuuluvasta seikasta. Asiakas on kuitenkin saattanut ryhtyä esittämään vaatimuksia vasta kuukausien kuluttua, kun osakkeen kurssi on muuttunut jo kymmeniä prosentteja toimeksiantohetkellä vallinneesta. Tällaisten vaatimusten ilmeinen ongelma on siinä, että asiakkaan vaatimuksen hyväksyminen merkitsisi mahdollisuutta pitää virheen selvittelyä avoimena pitkän aikaa ilman omaa sijoitusriskiä, koska asiakas voisi tyytyä tilanteeseen, jos kurssikehitys osoittaa toimeksiannon toteutumatta jäämisen tuottaneen hyötyä, ja vaatia vahingonkorvausta, jos myöhempi kehitys olisikin päinvastainen.

Mainittu ongelma on arvopaperilautakunnan käytännössä pyritty ratkaisemaan lähtemällä siitä, että toimeksiannon toteutumatta jäämisestä tai sen virheellisestä toteutumisesta tiedon saavan asiakkaan on viivytyksettä annettava uusi toimeksianto tilanteen korjaamiseksi. Tällä tavoin menettelevä sijoittaja säilyttää korvausoikeutensa välittäjää kohtaan, ja vahinko voidaan tällöin laskea toteutuneen kurssin ja sen kurssin, jolla toimeksianto olisi todennäköisesti toteu-

<sup>34</sup> Tapauksen merkityksestä ks. myös Hoppu, Omaisuudenhoitosopimuksesta s. 123–125 ja 131.

tunut ilman välittäjän vastuulle kuuluvaa virhettä, erotuksena. Jos taas asiakas pysyy passiivisena sen jälkeen, kun hänen on pitänyt havaita toimeksianto koskeva virhe, hän menettää mahdollisuutensa hyvitykseen, koska hänen voidaan katsoa tehneen tässä tilanteessa uuden valinnan sijoituskohteeseen liittyvän markkinariskin kantamisesta.

Toimeksiannon hoitamisessa tapahtuneeseen virheeseen perustunut vahingon määrittäminen on ollut esillä esimerkiksi arvopaperilautakunnan ratkaisussa 61/2004. Tapauksessa katsottiin ensinnäkin, että pörssin kaupankäyntijärjestelmä oli toiminut kaupankäyntisääntöjen vastaisesti toimeksiantojen etusijajärjestyksen määräytymisessä.<sup>35</sup> Asiakkaan optiotoimeksianto oli joutunut toimeksiantojen järjestyksen osalta huonompaan asemaan, kuin mitä kaupankäyntisääntöjen oikeasta soveltamisesta olisi seurannut. Varmaa ei kuitenkaan ollut, että toimeksianto olisi toteutunut oikean menettelyn seurauksena. Tämän vuoksi lautakunta otti vahingon laskennassa huomioon sekä sanotun epävarmuuden että asiakkaan velvollisuuden tehdä viivytyksettä korvaava toimeksianto virheen havaitsemisen jälkeen.<sup>36</sup>

Vastaavat korvattavan vahingon määrittämistä koskevat kysymykset ovat nousseet ajankohitaiseksi myös osakkeiden liikkeeseenlaskijan esitevastuun yhteydessä.<sup>37</sup> Esitedirektiivin (2003/71/EY) voimaansaattamista koskeva arvopaperimarkkinalain muutosehdotus on tätä kirjoitettaessa eduskunnan käsiteltävänä ja lisäksi valtiovarainministeriön työryhmä valmistelee kansalliselle lainsäätäjälle jätetyn liikkumavaran puitteissa tarkempia säädöksiä virheellisiin tietoihin liittyvistä oikeusseuraamuksista. Tämänkin hanke osoittaa, että arvopaperimarkkinoilla aiheutuvien vahinkojen laskentatapaa koskevat kysymykset edellyttävät olennaisia täydennyksiä yleisiin vahingonkorvausoikeudellisiin oppeihin ja kaipaavat vielä sekä ratkaisuelinten linjauksia että analyttistä tarkastelua.

<sup>35</sup> Vaikka tämä ei ollut välittäjän syytä, lautakunta katsoi välittäjän vastaavan pörssin toiminnasta suhteessa asiakkaaseensa. Ratkaisun mukaan: ”Arvopaperilautakunta katsoo, ettei välittäjä ole tilanteessa laiminlyönyt omia sopimuksen mukaisia veloitteitaan. Yleisen sopimusoikeudellisen periaatteen mukaan sopimuspuoli vastaa kuitenkin apunaan käyttämiensä itsenäisten yritysten vastuulle kuuluvista virheistä samalla tavoin kuin omasta toiminnastaan. Tästä ei lautakunnan käsityksen mukaan ole aihetta poiketa välittäjän ja pörssin välistä suhdetta arvioitaessa eikä tarkasteltavassa sopimuksessa ole myöskään määräyksiä, jotka rajoittaisivat välittäjän vastuun tältä osin.”

<sup>36</sup> Lautakunnan mukaan: ”Asiassa on otettava myös huomioon suorittamatta jääneen arvonnän epävarma tulos sekä se, että asiakkaalla on ollut velvollisuus rajoittaa omaa vahinkoaan. Asiakkaan olisi tullut ostaa 50 kappaletta Huhtamäki Oyj:n 2000 A:n osto-optioita välittömästi, kun asiakas on havainnut 27.6.2003, ettei alkuperäinen toimeksianto ole toteutunut. Siten asiakas olisi voinut ostaa kyseiset osto-optiot itselleen viimeistään 27.6.2003 hintaan 5,01 €/kappale, jolloin asiakkaalle asiassa aiheutunut vahinko on (5,01 € – 4,50 €) x 50 kappaletta eli yhteensä 25,50 €.”

<sup>37</sup> Oikeuskirjallisuudesta ks. Hidén, Paulus, Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu, 2002 s. 182–192.