

# Euroopan unionin sijoituspalveluyrityksiä koskeva sääntely reguloivan hallinnon viitekehyksessä

Tilivelvollisuussuhteiden tarkastelu MiFID 2 -direktiivin sijoittajansuojaa koskevissa määräyksissä

Aleksandra Anna Wieckowska  
Helsingin yliopisto  
Valtiotieteellinen tiedekunta  
Yleinen valtio-oppi: Hallinnon ja  
organisaatioiden tutkimus  
Pro Gradu -tutkielma  
Lokakuu 2017



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty Valtiotieteellinen tiedekunta		Laitos/Institution– Department Politiikan ja talouden tutkimuksen laitos	
Tekijä/Författare – Author Aleksandra Anna Wieckowska			
Työn nimi / Arbetets titel – Title Euroopan unionin sijoituspalvelu yrityksiä koskeva sääntely reguloivan hallinnon viitekehyksessä - Tilivelvollisuussuhteiden tarkastelu MiFID 2 -direktiivin sijoittajansuojaa koskevissa määräyksissä			
Oppiaine /Läroämne – Subject Yleinen valtio-oppi: Hallinnon ja organisaatioiden tutkimus			
Työn laji/Arbetets art – Level Pro Gradu -tutkielma		Aika/Datum – Month and year Lokakuu 2017	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages 63
Tiivistelmä/Referat – Abstract			
<p>Tutkimuksessa perehdytään Euroopan unionin rahoitusmarkkinoita koskevaan sääntelyyn ja sen muuttumiseen sekä millä tavoin tämän muutoksen voidaan nähdä ilmentävän hallintatapojen paradigman muutosta. Hallinnon paradigman muutoksella tarkoitetaan tässä tutkimuksessa siirtymää kansallisvaltiokeskeisestä vallasta ja hallinnasta kohti globaalia hajautettua hallintaa. Hallintatapojen muutosta tarkastellaan aineistossa ilmenevien tilivelvollisuussuhteiden kautta.</p> <p>Tutkimuksen johdannossa esitellään tutkimuksen yhteiskunnallinen ja ajallinen konteksti, joka nojaa vuoden 2008 finanssikriisiin ja erityisesti kriisin jälkeiseen rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn Euroopan unionissa. Syy sille, miksi tutkimus on ajankohtainen juuri sen kirjoittamishetkellä, on se, että 1.3.2018 Euroopan unionissa astuu voimaan valtava rahoitusmarkkinoiden sääntelyhanke, jonka juuret ulottuvat vuoden 2008 kriisiin. Tämä sääntelyhanke, ja erityisesti siihen kuuluva MiFID 2 -direktiivi toimivat tämän tutkimuksen pääasiallisena aineistona.</p> <p>Luvussa kaksi esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys joka nojaa jaotteluun positiivisen valtion ja reguloivan hallinnon välillä. Viitekehyksen sisällä tarkastellaan vallan ja hallinnan legitimeettiiä sekä siihen vaikuttavaa käsitettä tilivelvollisuudesta ja miten nämä käsitteet ja ilmiöt ovat muuttuneet siirryttäessä positiivisesta valtiosta kohti reguloivaa hallintaa. Positiivisen valtion legitimeetin perustana pidetään suoraa poliittista tilivelvollisuutta, jota voidaan tarkastella esimerkiksi äänestyskäytännön kautta, kun taas reguloivaa hallintoa tarkasteltaessa tilivelvollisuussuhteiden nähdään olevan jakautuneita useammalla toimijalla vallan ja hallinnan jakautumisen myötä, mikä koetaan haasteellisenä toiminnan legitimeetin kannalta.</p> <p>Luku kolme keskittyy käsittelemään sääntelyä ilmiönä, sekä millainen on rahamarkkinoiden sääntelyn lähihistoria Euroopan unionissa. Luvussa esitellään mitä sääntelyllä terminä ja prosessina tarkoitetaan sekä miten eri jäsenvaltiot ovat suhtautuneet Euroopan unionin rahamarkkinoiden sääntelypolitiikkaan. Luvussa neljä esitellään tutkimuksessa käytettävä aineisto, eli MiFID 2 -direktiivi ja siihen liittyvät viranomaismateriaalit koskien sijoittajansuojan sääntelyä sekä tutkimuksessa tehtävä analyysi. Analyysi toteutetaan luvussa viisi sisällönanalyysin keinoin. Tutkimuksen aineisto on luokiteltu viiteen kategoriaan jotka kuvaavat sijoittajansuojan eri osa-alueita. Aineistosta pyritään analyysissa identifioimaan tilivelvollisuussuhteita kysymysten kenelle, kuka, miksi, miten ja mistä- avulla.</p> <p>Analyysin perusteella tutkimuksessa todetaan, että valittu aineisto ja sijoittajansuojan sääntely edustavat enemmän kansallisvaltiolle tyypillisiä piirteitä kuin reguloivan hallinnon piirteitä. Analyysissä esitetyt tilivelvollisuussuhteet nojaavat pääasiassa hierarkioihin ja suoraan tilivelvollisuuteen, minkä voidaan nähdä ilmentävän kansallisvaltiokeskeistä hallintatapaa. Tutkimuksen johtopäätöksissä kuitenkin todetaan, ettei toteutetun analyysin perusteella voida vetää liian kauaskantoisia johtopäätöksiä siitä, miten Euroopan unioni kokonaisuudessaan käsitteellistetään reguloivan hallinnon viitekehyksessä.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords tilivelvollisuus, sääntely, Euroopan unioni, finanssikriisi			

## Sisällysluettelo

1.1 Tutkimuksen tarkoitus ja rakenne .....	3
1.2 Aikaisempi tutkimus.....	6
1.3 Finanssikriisi 2008- mitä tapahtui ja miksi niin tapahtui? .....	6
1.4 Mitä kriisin jälkeen? 10 vuotta myöhemmin .....	9
2 Hallinnon paradigman muutos .....	12
2.1 Positiivisesta valtiosta kohti reguloivaa hallintoa.....	13
2.2 Legitiimiteetin käsitteen muuttuminen.....	17
2.3 Tilivelvollisuus reguloivan hallinnon aikakaudella .....	20
2.3.1 Tilivelvollisuuden viisi ulottuvuutta .....	21
2.3.2 Bovensin tilivelvollisuuden typologia .....	24
2.3.3 Mulganin typologia .....	28
2.4 Yhteenveto .....	29
3 Euroopan unioni ylikansallisenä sääntelijänä rahamarkkinapolitiikassa .....	31
3.1 Sääntely ilmiönä ja prosessina .....	32
3.2 Rahoitusmarkkinoiden sääntely ennen vuoden 2008 kriisiä.....	36
3.3 Rahoitusmarkkinoiden sääntely kriisin jälkeen.....	37
3.4 Yhteenveto .....	38
4 Aineisto ja menetelmä .....	40
4.1 Sijoituspalvelutoiminta lyhyesti .....	42
4.2 Sijoittajansuojasääntelyn rakenne Euroopan unionissa.....	44
4.3 Yhteenveto .....	45
5 Uuden sääntelyn tilivelvollisuussuhteiden analyysi.....	46
5.1 Asiakkaan tunteminen ja asiakasprosessi.....	46
5.2 Tuotehallintamenettely .....	48
5.2.1 Tuotteen valmistajan vastuu .....	49
5.2.2 Tuotteen jakelijan vastuu.....	50
5.3 Kannustimet ja eturistiriidat .....	51
5.4 Osaamisvaatimukset .....	53
5.6 Sääntelyn noudattamattomuus .....	54
5.5 Tilivelvollisuussuhteiden tarkastelu valituissa sijoittajansuojan osa-alueissa .....	55
5.5.1 Kenelle?.....	55
5.5.2 Kuka?.....	58
5.5.3 Mistä, miten ja miksi?.....	59
5.6 Yhteenveto .....	60
6 Päätelmät ja pohdinta .....	63
7 Lähteet.....	66

# 1 Johdanto

Vuoden 2008 finanssikriisistä ja siihen johtaneista tapahtumista on tämän tutkimuksen kirjoitushetkellä jo lähes 10 vuotta, mutta silti niistä puhutaan edelleen hyvin aktiivisesti, ja kriisiä pidetään tapahtumasarjana, joka jossain määrin mullisti finanssimaailmaa sellaisena kuin sen tunnettiin. Finanssikriisin jälkeen julkiset toimijat koko maailmassa sitoutuivat tekemään kaikkensa, jottei vastaavanlaista romahdusta ja sitä seurannutta taantumaa tapahtuisi koskaan uudelleen. Pidettiin suuria puheita, mielenilmauksia, uudistuksia ja keskusteluja. Kriisistä, sen syistä ja seurauksista, tehtiin lukuisia elokuvia, tutkimuksia, kannanottoja, jopa salaliittoteorioita (ks. esim. Chandor, 2011; Doane, 2011; McKay, 2016). Vuoden 2008 kriisistä syntyi käsite itsessään, jonka lähes jokainen tuntee ja jonka voidaan uskoa siirtyvän seuraaville sukupolville ja historiankirjoihin. Finanssikriisin 2008 käsitettä voidaan hyvin verrata vaikkapa 90-luvun lamaan tai *Nine Eleven* – käsitteisiin, sellaisiin tapahtumiin jotka muistetaan, joita kammoksutaan ja joita ei koskaan haluttaisi elää uudestaan.

## 1.1 Tutkimuksen tarkoitus ja rakenne

Tässä tutkimuksessa pyritään perehtymään rahoitussektorin, ja tarkemmin ottaen sijoituspalvelutoimintaa tarjoavien yritysten toimintaan ja niitä ohjaavaan sääntelyyn vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen. Tutkimuksen tavoitteena on avata lukijalle, millä tavoin sääntely sijoituspalvelutoimintasektorilla on kiristynyt kriisin jälkeen, miten nämä muutokset voidaan nähdä tilivelvollisuuden näkökulmasta, ja miten näiden voidaan nähdä ilmentävän reguloivan hallinnon aikakautta, jossa valta ja vastuu ovat hajautuneet globaalisti. Syy sille, miksi tutkimus on ajankohtainen, vaikka itse kriisistä on jo verrattain pitkä aika, on se, että tammikuussa 2018 astuu voimaan MiFID 2 -direktiivi ja MiFIR-asetus jotka yhdessä muodostavat suuren rahoitusmarkkinoiden sääntelyhankkeen. Tämän hankkeen juuret ovat finanssikriisin aikaisissa tapahtumissa ja siitä seuranneissa toimissa vastaavanlaisten tapahtumisen ehkäisemiseksi. Se että finanssikriisin jälkeisten tapahtumien sääntely vaatii 10 vuoden valmistelun osoittaa jo itsessään, kuinka massiivisesta uudistuksesta on kyse, ja samalla, kuinka paljon epäkohtia ja laiminlyöntejä annettiin tapahtua vuosien aikana ennen kriisin puhkeamista.

Tutkimuksessa pyritään vastaamaan sisällön analyysin keinoin seuraaviin tutkimuskysymyksiin:

*(1) Minkälaiset tilivelvollisuussuhteet näkyvät MiFID 2 -direktiivin sijoittajansuojaa koskevissa määräyksissä, ja*

*(2) Miten nämä tilivelvollisuussuhteet voidaan nähdä reguloivan hallinnon viitekehyksessä.*

Alkuvuodesta 2018 voimaanastuvan MiFID 2 -direktiivin perimäisenä tarkoituksena on jatkaa edeltäjänsä MiFID- direktiivin sääntelytoimia ja estää finanssikriisiä edeltäneiden tapahtumien kaltaisia laiminlyöntejä tapahtumasta kiristetyin valvonnan, sääntelyn ja transparenssi vaatimusten kautta. Tässä tutkimuksessa perehdytään uuteen MiFID 2 -direktiiviin ja miten direktiivi tulee vaikuttamaan sijoituspalveluita tarjoavissa yrityksissä. Tarkastelussa kiinnitetään huomiota erityisesti tilivelvollisuuteen sijoituspalveluyrityksissä ja miten tätä tilivelvollisuutta ja vastuusuhteita pyritään käytännössä toteuttamaan ja valvomaan. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys rakentuu hallintatapojen paradigman muutoksen ympärille ja sille, miten Euroopan unionin kiristytvä sääntely rahoitusmarkkinoilla ilmentää reguloivan hallinnon aikakautta.

Rahoitusmarkkinat on käsitteenä ja ilmiönä niin laaja, ettei ole millään tavoin realistista tai tavoiteltavaa yrittää kuvata yhden tutkimuksen puitteissa kaikkia ilmiöitä. Rahoitusinstrumentteja ja toimijoita tulee jatkuvasti lisää ja kaupankäyntitavat muuttuvat yhä nopeammiksi ja enemmän automatisoiduiksi. Tämä tutkimus keskittyy tarkastelemaan, millä tavoin sijoittajansuojaa sijoituspalveluita tarjoavissa yrityksissä pyritään parantamaan uuden direktiivin myötä. Syy siihen miksi juuri sijoituspalveluyritykset valikoituivat tarkastelun keskipisteeksi, on niiden perusluonteen helppo ymmärrettävyys, uuden direktiivin kannalta keskeinen toimintatapa, sekä medianäkyvyys. MiFID 2 -direktiivi tulee muuttamaan merkittävästi sijoitusneuvontaa tarjoavien yritysten toimintaa ja kansallista lainsäädäntöä, ja lisäämään erityisesti hallinnon roolia ja merkitystä yritysten toiminnassa. Sijoitusneuvonta- asiakkailta tullaan esimerkiksi keräämään entistä enemmän tietoa sijoituspalveluiden sopivuuden takaamiseksi ja tätä kautta markkinoiden turvallisemman toiminnan takaamiseksi, mutta toisaalta direktiivin implementoinnissa tullaan taatusti törmäämään lisääntyneeseen

työmäärään ja hallinnolliseen työhön. Voidaankin pohtia, kuinka pitkälle sääntelyn tulee ulottua optimaalisen sijoitustoiminnan saavuttamiseksi. Millä tavoin tämä tulee vaikuttamaan yrityksiin ja niiden tuloksiin? Hukkuvatko yritysten työntekijät hallinnollisiin töihin ja syökö tämä sijoitustoiminnan tuottoja? Millä tavoin lisääntynyt sääntely tulee vaikuttamaan Euroopan unionin rahamarkkinoiden tulevaisuuteen? Voidaanko vuoden 2008 kaltaiset romahdukset estää lisääntyneellä sääntelyllä? Ja kriittisenä kommenttina vielä, parantaako lisääntynyt sääntely todellisuudessa tilivelvollisuussuhteiden määräytymistä ja toiminnan läpinäkyvyyttä, vai tullaanko sääntelyn katvealueita hyödyntämään ja tätä kautta kiertämään sääntelyä suurempien voittojen saavuttamiseksi. Ja toisaalta, tullaanko koskaan saavuttamaan optimaalista sääntelyn tasoa. Luonnollista on, ettei yhden tutkimuksen puitteissa voida vastata kaikkiin näihin kysymyksiin, mutta kaikki nämä kysymykset ovat aiheita jatkotutkimuksille koskien rahamarkkinoiden sääntelyä ja sitä, missä laajemmassa yhteiskunnallisen muutoksen kontekstissa se voidaan nähdä.

Tutkimuksen johdantoluvun seuraavissa kappaleissa esitellään vuoden 2008 finanssikriisi ja siihen johtavia tekijöitä, sekä yleisellä tasolla miten kriisi on vaikuttanut rahamarkkinoiden sääntelyyn. Tutkimuksen luvussa kaksi esitellään tutkimuksen teoreettista viitekehystä. Luku alkaa hallinnon paradigman muuttumisen esittelyllä, jossa keskeisessä roolissa esitetään Giandomenico Majonen käsitys siirtymästä positiivisesta valtiosta kohti reguloivaa hallintoa. Tämän viitekehyksen puitteissa luvussa käsitellään myös tutkimuksen kannalta keskeisiä teoreettisia käsitteitä, kuten legitimitetti, tilivelvollisuus ja transparenssi. Luvussa esitellään myös Mark Bovensin neljä kysymystä tilivelvollisuuden määrittämiseksi, joita käytetään tämän tutkimuksen varsinaisessa analyysiosuudessa. Luku kolme käsittelee sääntelyprosessia ja Euroopan unionin sääntelyn kehittymistä erityisesti finanssipolitiikan näkökulmasta. Luvussa esitellään, millä tavoin finanssikriisi vaikutti Euroopan unionissa rahamarkkinoiden sääntelyyn ja mitä tästä muutoksesta on seurannut. Luvussa neljä esitellään tutkimuksessa käytettävä aineisto ja analyysimenetelmä. Aineisto koostuu alkuperäisestä MiFID 2 -direktiivistä, sekä siihen liittyvistä viranomaisaineistosta. Luvussa myös esitellään näitä viranomaistahoja, sekä sijoituspalveluja ohjaavan sääntelyn rakenne. Luvun tarkoituksena on antaa lukijalle kuva siitä, mitä tutkimuksen analyysiosuudessa konkreettisesti tehdään, sekä mitkä ovat analyysin kannalta keskeisiä toimijoita. Luvussa viisi esitellään varsinaisen aineiston laadullinen analyysi ja luvussa kuusi analyysin ja

tutkimuksen kokoavat johtopäätökset ja pohditaan, mitä tutkimustulokset merkitsevät tutkimuksen teoreettisessa kontekstissa.

## 1.2 Aikaisempi tutkimus

MiFID -direktiivistä on tehty useita opinnäytetöitä (ks. esim. Jouppi, 2013; Oksanen, 2009; Parmanne, 2011; Saari, 2007). Näillä kaikilla yhteistä on tutkimuksen painottaminen MiFID -direktiivin käytännön implementointiin ja sijoitusneuvontaa tarjoavien yritysten kokemusten kuvaamiseen tapaustutkimusten kautta. Kuitenkaan direktiiviä itsessään ja siihen liittyviä viranomaisdokumenteja ei olla tutkittu reguloivan hallinnon näkökulmasta ja siitä, miten MiFID -direktiivin voidaan nähdä olevan osa suurempaa muutosta hallintatavoissa. Tässä tutkimuksessa pääpaino on hallinnon paradigman muutoksessa kohti reguloivaa hallintoa ja tutkimuksessa tarkastellaan, miten MiFID 2 -direktiivi ilmentää tätä paradigman muutosta ja reguloivaa hallintoa teoreettisesta näkökulmasta, ei niinkään millaisena MiFID 2 -direktiivin käytännön toimeenpano koetaan. Akateemista tutkimusta MiFID 2 -direktiivistä on vielä verrattain vähän, mikä selittyy osittain sillä, ettei direktiiviä ole vielä toimeenpantu sijoituspalveluyrityksessä, vaan se astuu voimaan vasta vuoden 2018 alussa. MiFID 2 -direktiivi on itsessään hyvin mielenkiintoinen kohde, sillä sitä voidaan tarkastella hyvin monesta näkökulmasta. Tämän tutkimuksen puitteissa kyseistä direktiiviä tarkastellaan hallinnollisesta näkökulmasta, mutta direktiivi itsessään ja myös laajemmassa mittakaavassa rahamarkkinoiden sääntely ilmiönä tarjoilevat lähes loputtomasti tutkimuksen aiheita esimerkiksi oikeudellisesta tai taloudellisesta näkökulmasta tarkasteltuna. Seuraavaksi esitellään laajemmin tutkimuksen konteksti ja kytkös vuoden 2008 finanssikriisiin.

## 1.3 Finanssikriisi 2008 – mitä tapahtui ja miksi niin tapahtui?

On yleisesti tiedossa, että vuoden 2008 finanssikriisiin johtaneet tapahtumat ja ilmiöt muodostuivat vuosien aikana tapahtuvista laiminlyönneistä ja huolimattomuudesta (Mügge, 2011). Yhdysvalloista liikkeelle lähtenyt subprime-asuntolainakriisi laukaisi tapahtumaketjun, jonka seurauksena erityisesti Eurooppa ja Yhdysvallat ajautuivat vakavaan kriisiin ja taantumaa. Kuten Falck ja Tuomainen (2009) opinnäytteessään

toteavat, finanssikriisin syynä ei kuitenkaan voida pitää ainoastaan amerikkalaisia pankkeja ja luottolaitoksia, vaan syynä on myös rahoitusmarkkinoiden nopea globalisaatio ja se, etteivät valvonta ja sääntelymekanismit kehittyneet tämän globalisaatioprosessin rinnalla riittävään nopeasti vastaamaan uusia tarpeita. Lopullisesti vuoden 2008 kriisin laukaisi Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden kuplan puhkeaminen.

Ennen vuotta 2008 pitkän nousukauden aikana asuntojen hinnat nousivat, pankit myönsivät asuntolainoja hyvin heppoisin perustein ja ihmiset velkaantuivat kohtuuttomasti loputtomaan nousuun uskoen. Subprime-lainoja myönnettiin sellaisille henkilöille, joilla ei ollut heikon taloudellisen asemansa vuoksi mahdollisuutta tavalliseen asuntolainaan tai sellaisille henkilöille jotka halusivat helposti ja huolettomasti enemmän lainaa kuin mihin olisivat tavallisen lainan puitteissa oikeutettuja. Sub-prime lainan ehdot olivat usein tiukat ja korot korkeat, mutta ihmisten ostaessa unelmiensa asuntoa ja toisaalta pankkien saadessa lainojen myynnistä hyvät preemiot ei näihin ehtoihin tarkemmin perehdytty. Lainoja markkinoitiin asiakkaille helpolla hakuprosessilla ja suuremmilla lainasummilla. Elettiin vahvan talouskasvun aikakautta, jolloin mikään ei tuntunut mahdottomalta. Asuntojen hintojen noustessa, myös lainojen vakuusarvot nousivat, jolloin pankit olivat halukkaita myöntämään uusia luottoja maksamattomien velkojen kattamiseksi. Tällöin entisestään kasvatettiin velkaantumisen astetta. Finanssisektorilla käytiin aggressiivisesti kauppaa monimutkaisilla luottoriskijohdannaisilla ja paketoituilla tuotteilla ja usein näissä instrumenteissa käytettiin subprime- lainoja, eli juuri näitä kohtuuttomasti velkaantuneiden ihmisten asuntolainoja. Lainoja myös paketoitiin joukkolainoiksi vielä suurempien tuottojen toivossa. (Turkka, 2011.)

Mitä siis käytännössä tapahtui, oli se, että luottokelvottomat tai erittäin heikon luottokelpoisuuden omaavat amerikkalaiset saivat pankeista perusteettoman suuria lainoja. Näillä he ostivat asuntoja ja taloja joihin heillä ei ollut varaa ja joiden takaisinmaksu ei edes ollut realistista. Edelleen näitä luottokelvottomia lainoja myytiin eteenpäin ympäri maailmaa pankkien ja varjopankkien välillä. Lisää ongelmia aiheutti se, että vaikka yksittäisten luottojen luottoluokitusten saatettiin tietää olevan heikkoja, eli niiden tiedettiin olevan hyvin riskipitoisia, niin näitä lainoja paketoitaessa joukkolainoiksi, uuden paketoitun tuotteen luokitus saattoi yhtäkkiä olla korkeinta AAA (S&P)-luokkaa, eli luokkaa jota myönnetään hyvin vakaille ja matalariskisille



sijoitustuotteille ja toimijoille, kuten joillekin valtioille. AAA- luokituksen omaavat esimerkiksi tällä hetkellä Kanada, Ruotsi ja Australia (S&P, 2017). Murphyn (2008) mukaan, harhaanjohtavat luottoluokitukset johtuivat siitä, että suurimmat luottoluokittajat S&P, Moody's ja Fitch pohjasivat luottoluokituksensa matemaattisiin malleihin, joiden epäillään olleen liian optimistisia, ja jättävän tarkastelusta pois liian useita vaikuttavia tekijöitä. Se, miksi nämä mallit tehtiin sellaisiksi, että ne antoivat liian optimistisia luokituksia, on myös suuri kysymys itsessään. Murphyn (2008) mukaan on erittäin todennäköistä, että luottoluokittajien itse ollessa ulkoisesta rahoituksesta riippuvaisia yrityksiä, ne yksinkertaisesti antoivat hyviä luokituksia sellaisille toimijoille, joilta saattoivat odottaa taloudellista tukea. Sijoittajalle tämä merkitsi sitä, että ostaessa AAA-luokan joukkolainoja matalan riskin toivossa, hän todellisuudessa ostikin täysin luottokelvottomia tuotteita, joiden takaisinmaksusta ei ollut mitään takeita. Niin kauan, kuin subprime lainojen vakuutena olevien asuntojen ja kiinteistöjen arvo nousi, pysyi tämä kestävä mekanismi jollain tavoin koossa. Kuitenkin, yleisen korkotason noustessa, asuntovelalliset eivät enää pystyneet suoriutumaan maksueristään ja pakkolunastuksia alkoi tulla lyhyen ajan sisään kohtuuttomasti. Samaan aikaan, kysyntä asuntomarkkinoilla romahti ja tämän seurauksena lainojen vakuudet käytännössä sulivat. Koska joukkolainoja ja luottoriskijohdannaisia oli myyty globaalisti ympäri maailmaa, vaikutukset ylettyivät välittömästi yli Yhdysvaltojen maantieteellisten rajojen. Alkoi tapahtumien ketju, joissa organisaatiot toistensa jälkeen ajautuvat maksuvaikeuksiin ja maksukyvyttömyyteen. Sijoittajat eivät enää luottaneet pankkeihin, eivätkä pankit toisiinsa. Yleisen paniikin iskiessä luottamus markkinoihin ja luottoluokituksiin katosi ja kaikki halusivat nostaa rahansa sen menettämisen pelossa. Tämä edelleen johti pankkien likviditeettiongelmiin ja pörssiromahduksiin, minkä seurauksena kriisi vain syveni. (Murphy, 2008.)

Vuoden 2008 finanssikriisin suurimpana symbolina voidaan pitää Lehman Brothers-investointipankin konkurssiin hakeutumista. Konkurssi oli suurin koskaan historian aikana tapahtunut. Hakeutuessaan yrityssaneeraukseen Lehman Brothers oli Yhdysvaltojen neljänneksi suurin investointipankki, jolla oli yli 25 000 työntekijä. (Investopedia, 2008.) Maailmalla pankkeja ryhdyttiin elvyttämään julkisilla varoilla mikä luonnollisesti herätti myös poliittisia konflikteja. Kriisin globaali laajuus tuli yleisesti yllätyksenä, eikä kriisin vaikutuksia kukaan pystynyt täysin arvioimaan. (Murphy, 2008.) Myös Suomessa kriisi koettiin hyvin voimakkaasti. Suomen Pankin tekemän selvityksen

mukaan vuonna 2009 BKT supistui 8% pääasiassa heikentyneen viennin (20% pienempi kuin edellisenä vuonna) ja vähentyneiden yksityisten investointien (17% lasku suhteessa edelliseen vuoteen) vuoksi. Lisäksi, rahoituksen saaminen tiukentuneiden vaatimusten vuoksi tuli vaikeammaksi, mikä osaltaan vähensi entisestään investointihalukkuutta. Talous jäi 2,5% alijäämäiseksi ja julkinen velka kasvoi. (Freystätter & Mattila, 2011.) Kriisin seurauksena syntyi valtavasti poliittista keskustelua siitä, kuinka paljon valtaa voidaan antaa markkinoille ja millä tavoin valtioiden tulisi puuttua niiden toimintaan. Herättiin siihen, että rahoitusmarkkinat ovat niin kompleksi ja globaali kokonaisuus, että enää ei voida ajatella tietyn valtion tapahtumien vaikuttavan ainoastaan maantieteellisten rajojen sisällä. Lisäksi toinen suuri keskustelunaihe oli se, miten on mahdollista, että niin kestäättömien ratkaisujen ja järjestelyjen annettiin jatkua niin pitkään ja johtaa niin valtavaan romahdukseen. Rahoitusmarkkinoilla toimivien toimijoiden maine koki väistämättä kolauksen, kun alkoi selvitä, että suuri syy kriisiin olivat huolimattomat prosessit, sääntelyn puute ja/tai noudattamattomuus ja äärimmillään suoranaisten valehtelu.

## 1.4 Mitä kriisin jälkeen? 10 vuotta myöhemmin

Finanssikriisin myötä rahamarkkinapolitiikkaan tuli kiristyksiä ja sääntelyä ryhdyttiin lisäämään merkittävästi. Julkisessa keskustelussa ryhdyttiin puhumaan muun muassa vastuusta, siitä mitä sijoitustoiminnassa tulee sijoittajille kertoa, mitä keinoja on olemassa väärinkäytösten ja manipuloinnin estämiseksi, miten taata sijoitustoiminnan riippumattomuus ja siitä kuinka paljon sijoittajansuojaa tulisi kehittää. Euroopassa Euroopan Union tasolla ryhdyttiin toimeenpanemaan erilaisia sääntelyhankkeita muun muassa pankkisektorille, sijoituspalveluyrityksiin ja vakuutussektorille. Toimijoiden vakavaraisuuteen, tappionsietokykyyn ja toimintaan markkinoiden häiriötilanteissa ryhdyttiin kiinnittämään entistä enemmän huomiota. Tavoitteena oli toimeenpanna sääntelyä, jonka noudattamisen myötä vastaavilta vakavilta kriiseiltä ja niihin johtaneilta laiminlyönneiltä voitaisiin tulevaisuudessa välttyä ja toisaalta samalla edistää rahamarkkinoiden elpymistä ja vakaata talouskasvua. EU-tasolla suuri uudistus sijoituspalveluyrityksille oli Markets in financial instruments directive, eli MiFID -direktiivin soveltaminen. Direktiivin tarkoituksena oli lisätä sijoittajansuojaa

rahoitusmarkkinoilla ja sääntelyn seurauksena esim. asiakkaiden luokitteluun ja sijoitustuntemukseen perehdyttiin entistä enemmän. (ESMA, 2017c.)

Tämän tutkimuksen kirjoitushetkellä, eli noin 10 vuotta myöhemmin rahamarkkinoiden sääntelyn tutkiminen on jälleen erittäin mielenkiintoinen teema. Siinä missä Euroopan unioni pyrkii toimillaan aktiivisesti edelleen lisäämään sääntelyn ja valvonnan määrää esimerkiksi toimeenpanemalla uuden MiFID 2 -direktiivin, joka on jatkoa MiFID-direktiiville, toimii Yhdysvallat täysin päinvastoin: Presidentti Donald Trump ja hänen hallintonsa on aktiivisesti pyrkinyt vähentämään regulaatiota finanssisektorilla presidentti Obaman kauden ajoilta talouskasvun nopeuttamiseksi ja liiketoiminnan helpottamiseksi. Luonnollisesti tämä herättää paljon keskustelua, miltä rahoitusmarkkinoiden sääntelyn tulevaisuus näyttää myös globaalilla tasolla. Markkinoilla toisaalta kannatetaan rahamarkkinoiden sääntelyn keventämistä nopean kasvun toivossa ja toisaalta pelätään USA:n de-reguloivan politiikan johtavan samankaltaiseen romahdukseen kuin vuonna 2008 (ks. esim. Chaparro, 2017; Johnson, 2017; Shefrin, 2017). Voidaankin pohtia, miltä tulee näyttämään tulvaisuuden rahoitusmarkkinoiden tila, jossa kaksi maailman suurinta talousaluetta tulee väistämättä törmäämään toistensa sääntelystandardeihin. Myös Iso-Britannian ero Euroopan unionista on suuri kysymysmerkki, sillä Lontoota on jo pitkään pidetty Euroopan finanssikeskuksena, ja Brexitin myötä herääkin paljon kysymyksiä siitä, miten sijoitustoiminta ja sen standardit tulevat muuttumaan.

Kevään 2017 aikana finanssisektori ja erityisesti sijoituspalvelutoiminta on ollut hyvin näkyvä aihe myös Suomen mediassa, sillä Finanssivalvonta määräsi ensimmäistä kertaa historiassa tuntuvat sakot kahdelle pankille (Helsingin Osuuspankille ja Nordealle) ja kahdelle sijoituspalveluyritykselle (Alexandria pankkiiriliikkeelle ja Investium Oy:lle) (ks. esim. Hurmerinta, 2017; Kiviranta, 2017; Lassila, 2017). Toimijoita moitittiin eritoten niiden puutteellisesta asiakastuntemuksesta sekä asiakkaan kannalta epäedullisista sijoitusneuvoista. Nordean tapauksessa moitteita tuli siitä, ettei asiakkaan sijoituspreferenssejä ja tavoitteita kartoitettu riittävän hyvin, sekä eturistiriidat jätettiin ilmoittamatta. Tämä näkyi siinä, että asiakasta kehoitettiin vaihtamaan olemassa olevat sijoituksensa Nordean omiin tuotteisiin, joiden myynnistä henkilökunnalle kertyi bonuksia. Helsingin Seudun Osuuspankki, Alexandria Pankkiiriliike Oyj ja Investium Oy syyllistyivät puutteelliseen asiakastarpeiden kartoitukseen. Nämä tapaukset nostattivat

julkisuuteen jälleen keskustelun luottamuksesta rahoitusmarkkinoilla ja siitä, miten taata sijoittajansuoja niille henkilöille, joiden rahoitusinstrumenttien ja sijoitustoiminnan tuntemus ei ole samalla tasolla sijoittamisen ammattilaisten kanssa. Ikuisuuskysymys on myös pankkien ja sijoituspalveluita tarjoavien yritysten palkitsemisjärjestelmät, sillä usein niiden pelätään luovan asetelmia, joissa vastakkain ovat toisaalta rahoitusmarkkinoilla toimivien tahojen taloudellinen etu ja toisaalta sijoittajien kannalta parhaat ratkaisut. Finanssikriisi on edelleen niin tuoreessa muistissa, että sijoituspalvelutoimintaan kohdistuvat epäluulot ja vähintäänkin varautuneet asenteet herättävät ihmisissä tunteita ja kriittistä keskustelua. Kuitenkin, rahamarkkinat ja sijoitustoiminta kehittyvät jatkuvasti ja ovat hyvin merkittävä tekijä niin poliittisesti, kuin taloudellisesti ajateltuna, mikä tekee aiheesta myös tärkeän tutkimuksen kohteen.

Syy sille, miksi esitelty tutkimuksen konteksti on niin laaja, on se, että tämän tutkimuksen tutkimuskohteen ymmärtämiseksi on myös ymmärrettävä mihin laajempaan kontekstiin se kytkeytyy. Vaikka tässä tutkimuksessa käsiteltävät sijoituspalveluyritykset ja niiden sääntely ovat vain pieni osa rahamarkkinoiden suurta koneistoa, voidaan niiden kuitenkin ilmentävän hyvin moniulotteisesti rahamarkkinoiden toimintaa. Sijoituspalveluyrityksiä koskevaan sääntelyyn kiteytyy pitkälle ne opit ja pyrkimykset joita vuoden 2008 finanssikriisistä seurasi. Tarkastelemalla sijoituspalveluyrityksiä ja niiden toimintaa voidaan paremmin ymmärtää myös niiden oleellinen rooli rahamarkkinoilla. Seuraavassa luvussa esitellään tämän tutkimuksen teoreettinen viitekehys.

## 2 Hallinnon paradigman muutos

Puhuttaessa hallinnon ja hallinnan käsitteistä ja niiden muuttumisesta Euroopan unionissa merkittävä ja hyvin pitkään tällä tutkimusalalla vaikuttanut tutkija on Giandomenico Majone. Majonen mukaan jo 1970-luvulta saakka Euroopassa on jouduttu muuttamaan perinteisiä hallintatapoja, jotta pystyttäisiin vastaamaan paremmin ulkopuolelta tuleviin paineisiin, kuten kiristyneeseen markkinatilanteeseen ja toisaalta myös lisääntyneeseen ja uudenlaiseen yhteistyöhön Euroopan jäsenmaiden välillä. Tämä on johtanut tilanteeseen, jossa valtion hallinnon rooli on muuttunut paljon ja sääntelyn ja ohjeiden määrää ja luonnetta on jouduttu pohtimaan uusiksi. (Majone, 1997.) Myös hallinnon desentralisaatio ja pirstaloituminen pienemmiksi, itsenäisiksi yksiköiksi on luonut uusia vaatimuksia hallinnon ja sääntelyn rakenteelle. Hyvin tunnetuksi tulleessa artikkelissaan ”*From the Positive to the Regulatory State: Causes and Consequences of Changes in the Mode of Governance*” Majone kuvailee, miten valtioiden hallinto on siirtynyt positiivisesta hallinnosta sääntelevään hallintoon ja mitä haasteita tällaiseen muutokseen on liittynyt. Majonen urauurtava tutkimus on toiminut teoreettisena viitekehyksenä laajasti hallinnon ja hallinnan tutkimuksen piirissä. Tässä luvussa pyritään esittelemään teoreettista kenttää ja sitä, millä tavoin hallintatapojen muuttumista ollaan tutkittu yleisesti sekä liittämään tutkimuksessa käytettävä teoreettinen viitekehys ja analyysityökalu tutkimuksen laajempaan teoreettiseen kontekstiin. Luvun tarkoituksena on tehdä katsaus kirjallisuudesta ja tutkimuksista, joita on tehty pohjautuen Majonen käsitykseen hallinnon paradigman muutoksesta kohti reguloivaa hallintoa ja hallintaa. Reguloivan hallinnon kontekstin ymmärtäminen ja hahmottaminen on hyvin oleellisessa roolissa tämän tutkimuksen teesin ymmärtämisessä, sillä reguloiva hallinto on koko tutkimuksen läpi kulkeva teoreettinen käsite ja viitekehys, johon tutkimus pohjataan.

Hallinnon paradigman muutos ei itsessään tarjoa teoreettisia työkaluja tämän tutkimuksen aineiston analysointiin, mutta se tarjoaa viitekehyksen, jonka sisällä laajemmassa mittakaavassa liikutaan. Reguloivan hallinnon kattokäsitteen alla pohditaan legitimitettiin ja siihen liittyviä vaatimuksia koskien tilivelvollisuutta ja transparensia, sekä näiden käsitteiden luonteen muuttumista. Lopussa esitellään Mark Bovensin (2007) esittämät neljä kysymystä tilivelvollisuuden vastuusuhteiden hahmottamisesta, sekä miten näitä hyödynnetään yhdessä Richard Mulganin (2003a) käyttämien typologioiden

kanssa tämän tutkimuksen analyysiosuudessa. Konkreettisemmalla tasolla hallintatapojen ja sääntelyn muuttumista Euroopan unionissa käsitellään tutkimuksen luvussa 3.

## 2.1 Positiivisesta valtiosta kohti reguloivaa hallintoa

Majonen tutkimus hallinnon paradigman muutoksesta nojaa jaotteluun positiivisen valtion ja reguloivan hallinnon välillä (Majone, 1997). Positiivisen valtion piirteitä ovat Majonen mukaan keskittyminen tulonjakoihin, ja tällaisten resurssien uudelleensijoituksen kautta pyrkimys talouden vakauttamiseen ja talouskasvuun. Tähän tarkoitukseen valtio käyttää verorahoja ja velkaa. Talouskasvua pyritään ylläpitämään valuutta- ja veropolitiikalla, sekä jatkuvalla yhteistyöllä eri markkinaosapuolten kanssa. Positiivisessa valtionhallinnossa käytetty valta ja tilivelvollisuus ovat suoria ja päätoimijoita ovat parlamentti, ministeriöt ja virastot. Erilaisia poliittisia konflikteja pyritään ratkaisemaan budjetin allokatioilla ja valtiolla on hyvin vahva kontrolli tapahtumista. Jordana ja Levi-Faur (2004) puhuvat omassa tutkimuksessaan samasta ilmiöstä hoivaavana hyvinvointivaltiona, jolla on laaja kontrolli ja valta julkisten omistusten kautta. Majonen (1997) mukaan positiivinen valtiomalli oli hyvin yleinen sodan jälkeisessä Euroopassa, jossa valtiot pyrkivät nopeaan jälleenrakennukseen ja mahdollisimman laajaan hyvinvointiin. Valtiojohteisen politiikan nähtiin tuovan turvaa ja vakautta ja sen koettiin olevan paras vaihtoehto sotien raunioittamassa Euroopassa.

Tällaista valtionjohteista hallintaa Euroopassa jatkui Majonen mukaan aina 1970- luvulle saakka, jolloin havahduttiin siihen, etteivät valtiojohtoiset ja -omisteiset hyvinvointivaltiojärjestelmät pystyneet enää tehokkaasti vastaamaan ulkopuolelta tuleviin vaatimuksiin. Valtion omistuksia yrityksissä ryhdyttiin vähentämään, yksityistämistä pyrittiin lisäämään, kilpailua ja tehokkuutta pyrittiin edistämään erilaisilla rakenneuudistuksilla, ja toisaalta myös deregulaatiolla. Siirryttiin ns. reguloivaan hallinnon aikakauteen, jossa pyritään vaikuttamaan valtion talouteen ja sen kehittymiseen lähtökohtaisesti markkinoiden epäonnistumisien estämiseen kautta luomalla sääntöjä ja sääntelyä ja näiden jatkuvalla evaluoinnilla. Markkinoiden epäonnistumisesta Majone mainitsee monopoliasemat, informaation asymmetrian ja julkisten hyödykkeiden epätasaisen jakaantumisen. Hallinnon muuttuessa ja yhteistyön lisääntyessä globaalilla

tasolla myös valtioiden perinteisenä koettu väliintulo ja välitön, suora puuttuminen väheni, ja uudentlaiselle sääntelylle ilmeni tarvetta. Uusien ei-valtiollisten toimijoiden saadessa päätösvaltaa myös tilivelvollisuus- ja vastuusuhteet monimutkaistuivat, jolloin näiden tarkemmalle sääntelylle koettiin enemmän tarvetta. Reguloiva hallinto pyrkii niin Jordana ja Levi-Faurin, kuin Majonen mukaan erottelemaan policyjen toimeenpanon niiden sääntelystä, jakamaan kontrollia ja valtaa useamman toimijan kesken ja korostamaan erillisten virastojen autonomisuutta ja päätösvaltaa (Jordana & Levi-Faur, 2004; Majone, 1997). Reguloivan hallinnon tarkoituksena on sääntöjen ja säätelyn avulla hajauttaa valtaa ja toisaalta vähentää valtion taloudellista kontrollia. Keskeisimpiä mekanismeja reguloivassa hallinnossa on jatkuva arviointiprosessi, jossa toiminnan tuloksia ja tavoitteita peilataan toisiinsa tietyn policyn onnistumisen arvioimiseksi. Reguloivaan hallintoon liitetään myös yleisesti teemoja valtion tiettyjen palveluiden yksityistämisestä ja rajojen häivyttämisestä julkisen ja yksityisen sektorin välistä. (Jordana & Levi-Faur, 2004.) Kaikki tämä nostaa myös tilivelvollisuus- ja vastuukysymysten merkittävyyttä, kun enää ei voida yksiselitteisesti määrittää kuka tahon päättää mistäkin asioista. Seuraavalla sivulla esitetyssä taulukossa eritellään Majonen käyttämää jakoa positiivisen valtion ja reguloivaa hallintoa ilmentävän sääntelevän valtion piirteitä.

Taulukko 1: Majone 1997

	<b>Positiivinen valtio</b>	<b>Sääntelevä valtio</b>
Päätöimet	Tulonjako, kansantaloudellinen vakauttaminen	Markkinoiden epäonnistumisen ehkäisy ja korjaaminen
Instrumentit	Verorahojen kerääminen ja käyttäminen, laina	Sääntöjen luominen
Poliittiset konfliktit	Budjetin allokaatiot	Sääntöjen noudattaminen ja valvominen
Päätöimiset instituutiot	Parlamentti, ministeriöt, hyvinvointivaltion palvelut, valtion omistamat yritykset	Parlamentin valiokunnat, itsenäiset virastot ja komissiot, tuomioistuimet
Päätöimijat	Poliittiset puolueet, virkamiehet	Kansalaisjärjestöt, sääntelijät, asiantuntijat, tuomarit
Policyjen luonne	Harkinnanvarainen	Sitova, sääntöihin perustuva
Kulttuuri	Korporativistinen	Pluralistinen
Poliittinen tilivelvollisuus	Suora	Epäsuora



Siirtyessä positiivisesta hallinnon mallista reguloivaan hallintoon valtionomisteisia instituutioita ryhdyttiin johtamaan pienemmistä itsenäisistä yksiköistä, jotka kuitenkin olivat loppukädessä valtion hallinnon alla. Käytännössä nämä rakennemuutokset tarkoittivat siis sääntelyn luonteen ja kohteiden muuttumista, ei niinkään sääntelyn ja regulaation vähenemistä. Majone puhuu tutkimuksessaan osuvasti: *”What is observed in practice is never a dismantling of all public regulation -...- but rather a combination of deregulation and re- regulation, possibly at different level of governance”* (Majone, 1997, 143).

Majone puhuu tutkimuksessaan myös EU-maiden jatkuvasti lisääntyvästä yhteistyöstä, joka loi vaatimuksia ja paineita uudelle sääntelylle erityisesti yhteistyön tehokkuuden takaamiseksi ja turvaamiseksi. Euroopan unioni voidaankin nähdä Majonen tutkimuksen perspektiivistä oivana esimerkkinä reguloivan hallinnon aikakaudella vaikuttavasta toimijasta. EU-maiden yhteistyön lisääntyessä ja syventyessä EU-tason sääntely on jatkuvasti lisääntynyt ja ohittanut kansallisen tason sääntelyä myös nykypäivänä. Toisaalta, Majone (1997, 146) toteaa, että lisääntynyt EU-tason sääntely vaatii myös entistä vahvempaa sääntelyä myös kansallisvaltioiden hallinnon tasolta. Nopeasti ajateltuna tämä voi vaikuttaa ristiriitaiselta, mutta selityksenä Majone tarjoaa sen tosiseikan, että lisääntyneet EU-tason vaatimukset vaativat myös kansallisella tasolla implementoinnin sääntelyä. Samalla kuin Euroopan unionin tasolla luodaan uutta sääntelyä, myös kansallisvaltioiden olemassa olevaa sääntelyä harmonisoidaan. Kuten jo aikaisemmin mainittu, siirtyminen kohti reguloivaa hallintoa ei siis tarkoita sitä, että sääntelyn määrä muuttuisi; sääntelyn luonne ja tasot muuttuvat. Majone tutkimuksessaan esittelee, millä tavoin erityisesti ministeriöt ovat hallinnon paradigman muuttuessa pirstaloituneet pienemmiksi yksiköiksi joilla on oma budjetti ja omat tehtävät. Pienempien yksiköiden etuna on nähty asiantuntemuksen ja osaamisen keskittymisen ja tätä kautta tehokkaamman toiminnan takaaminen. Kuten Taulukosta 1 voidaan nähdä, tällainen pirstaloituminen on ollut vahvasti yhteydessä erilaisten järjestöjen syntyyn ja yksityisen ja julkisen sektorin rajojen hälvenemiseen.

Kuten jo aikaisemmin on mainittu, väistämättä avaintoimijoiden lisääntyessä myös kysymykset tilivelvollisuudesta monimutkaistuvat. Positiivisessa valtiossa, jossa kontrolli ja valta ovat suoria myös kysymys vastuusta ja tilivelvollisuudesta on varsin

yksinkertainen verrattuna tilanteeseen, jossa enää ei voida selkeästi määrittää, kenelle mikään itsenäinen toimija on vastuussa toiminnastaan. Reguloivan hallinnon lisääntyessä myös vuorovaikutuksen merkitys lisääntyy ja korostuu mikä omalta osaltaan myös muuttaa käsitystä perinteisestä tilivelvollisuusasetelmasta. Siirryttäessä jatkuvasti kohti globaalimpaa maailmaa ja jaettua toimijakenttää on myös hyvin tärkeää tutkia miten nämä ilmiöt vaikuttavat tilivelvollisuuskäsitteeseen. Voidaankin pohtia, miten hallinnan pirstaloituessa voidaan enää asettaa toimijoita vastuuseen, jos käytettävissä ei ole riittäviä työkaluja tilivelvollisuussuhteiden tunnistamiselle. Voidaan myös samalla pohtia, kantavatko toimijat enää ylipäänsä vastuuta tekemisistään, vai pyritäänkö hajautetulla vallalla piiloutumaan vastuulta hallinnan rakenteiden taakse? Kysymykset tilivelvollisuudesta, legitimitetistä ja toisaalta avoimuudesta ovat juuri se reguloivan hallinnon alue, johon tämän tutkimuksen puitteissa tullaan keskittymään. Seuraavissa kappaleissa perehdytään tarkemmin, millä tavoin legitimitetti ja siihen oleellisesti liittyvät käsitteet tilivelvollisuus ja transparenssi voidaan määritellä ja miten nämä ovat muuttuneet siirtyessä positiivisesta valtiosta reguloivaan hallintoon.

## 2.2 Legitimitetin käsitteen muuttuminen

Legitimitetillä tarkoitetaan tietyn toimen, esimerkiksi valtiovallan tai hallinnon yleistä hyväksyttävyyttä toiminnan kohteiden keskuudessa (Jost & Major, 2001). Majone avaa tutkimuksessaan legitimitetikäsityksen uusia muotoja siirtyessä kohti reguloivaa hallintoa, sekä millä tavoin legitimitetikäsitteen muuttuminen on yhteydessä demokratiakäsityksen muuttumiseen (Majone, 1997, 159). Majone käyttää tutkimuksessaan Dahlin käsitteitä populistisesta demokratiasta ja Madisonialaisesta demokratiasta. Populistinen demokratiakäsitys viittaa siihen, että valtion hallinto ja valta ovat demokraattisia ja legitiimejä silloin kun valtaapitävät elimet ovat suoraan tilivelvollisia heidät valinneelle kansalle ja kaikessa toiminnassa noudatetaan enemmistön tahtoa (Dahl, 1956, 34-63; Mulgan, 2003). Tällaisen, hyvin yksinkertaistetun demokratiakäsityksen voidaan nähdä sopivan Majonen esittämän positiivisen valtion piirteisiin: päätösvalta on kansallisvaltioilla ja demokraattisissa vaaleissa valituilla puolueilla. Legitimitettiperiaate toteutuu siinä, että valtapuolueen epäonnistuessa kansan silmissä enemmistö ei enää äänestä puoluetta valta-asemaan. Tämä hyvin yksinkertaistettu käsitys demokratiasta ja hallintatavasta auttaa hahmottamaan sen

valtavan muutoksen joka on tapahtunut hallintatavoissa. Reguloivan hallinnon aikakaudella legitimiteetti- ja demokratiakäsityksen tutkiminen ainoastaan valtiiovallan näkökulmasta ja vaalikäyttäytymistä tutkimalla ei pysty enää selittämään riittävästi sen ilmiön luonnetta. On itsessään myös tärkeä havainto se, että legitimiteetin käsitteen muuttuminen tarkoittaa myös demokratian käsityksen muuttumista.

Reguloivassa hallinnossa, jossa valtasuhteet eivät ole enää yhtä selkeät myös kysymys tilivelvollisuudesta monimutkaistuu. Reguloivasta hallinnosta puhuttaessa voidaan soveltaa Majonen tapaan Dahlin käsitystä Madisonialaisesta demokratiasta (Dahl, 1956, 4-34). Tämä näkökulma ottaa huomioon vallan jakautumisen ja delegoimisen useammalle eri toimijalle ja tasolle sekä korostaa demokratian olevan pohjimmillaan sitä, ettei enemmistön anneta tyrannisoida vähemmistöä. Vallan ja samalla myös tilivelvollisuuden jakautumista vaaleilla valittuihin, ja toisaalta asiantuntemukseen perustuviin virkoihin on yhä tärkeämpää tutkia reguloivan hallinnon aikana. Majone korostaa, että päätös vallan hajauttamisesta itsenäiselle instituutiolle tulisi olla perusteltu riittävän hyvin, jotta se voisi hyvyydellään ohittaa suoran tilivelvollisuuden tuoman hyödyn. Tehdyt päätökset ja säännökset tulisi aina perustella ja mahdollistaa näistä vuorovaikutteinen keskustelu, mikä parantaisi osaltaan toiminnan läpinäkyvyyttä ja tätä kautta edistäisi hallinnon toiminnan tehokkuutta ja toisaalta myös demokraattisuutta. (Majone, 1997.) Majonen ajatuksia voidaankin tulkita niin, että suora tilivelvollisuus olisi optimaalisin tilivelvollisuuden muoto legitimiteetin kannalta, ja vastaavasti käänteisesti ajatellen, legitimiteetin periaatteen jäävän toteutumatta, mikäli tilivelvollista tahoa ei ole mahdollista identifioida.

Reguloivan hallinnon aikakaudella legitimiteetin tutkiminen ainoastaan valtion hallinnon näkökulmasta antaa varsin suppean kuvan, sillä toimintaan ja hallintaan vaikuttavia tekijöitä on merkittävästi yli kansallisten rajojen. Jonathan Koppell on tutkinut globaalin hallinnan organisaatioita ja niiden legitimiteettiä ja tilivelvollisuutta. Globaalin hallinnan organisaatio on Koppelin (2010, 72-95) mukaan sellainen ylikansallinen organisaatio, joka ei aja ainoastaan yhden kansallisvaltion etua vaan toimii yli kansallisten rajojen ja laajemman, globaalin asian puolesta. Esimerkkeinä globaalin hallinnan organisaatioista Koppell esittää Yhdistyneitä kansakuntia, Euroopan unionia ja Kansainvälistä valuuttarahastoa. Globaalin hallinnan organisaatioissa on usein tavoitteena luoda tiettyjä universaaleja sääntöjä tai standardeja, joita voidaan toteuttaa yli kansallisten rajojen.

Tällaisia ovat esimerkiksi Koppelin mukaan ISO-standardit ja toisaalta niinkin yksinkertaiset asiat, kuin yhtenäiset pistorasiat ja CD-levyt. Koppell tarkastelee omassa tutkimuksessaan tällaisten globaalien hallinnan organisaatioiden legitimitettä, transparensia ja tilivelvollisuutta. Vaikka tämän tutkimuksen puitteissa ei niinkään paneuduta ylikansallisten organisaatioiden toimintaan, tarjoaa Koppelin käyttämä teoreettinen hahmottelu kuitenkin hyvän viitekehyksen tämän tutkimuksen aihepiirin tarkasteluun. Ylikansallisen aspektin huomioonottaminen legitimitetin tutkimuksessa on perusteltua tarkasteltaessa EU-tason lainsäädäntöä. Koppell (2010, 44) jaottelee legitimitetin kolmeen tyyppiin: **Normatiivisella** legitimitetillä hän tarkoittaa sitä, että jollain toimijalla on valta suhteessa hallittaviin. Tämän voidaan nähdä edustavan perinteistä legitimitetikäsitystä Majonen mallissa positiivisesta valtiosta. **Kognitiivinen** legitimitetti tarkoittaa sitä, ettei hallittava yhteisö kyseenalaista heihin kohdistuvaa valtaa ja tämä valta otetaan ikään kuin annettuna. Kognitiivinen legitimitetti voi Koppelin mukaan perustua pitkään vallinneelle normatiiviselle legitimitetille. Kolmas Koppelin esittämä legitimitetin muoto on **pragmaattinen** legitimitetti, mikä viittaa siihen, että toimijalla on valtaa ja sen valta ja hallinta ovat hyväksytyjä, sillä hallittava yhteisö kokee hyödylliseksi tämän vallan hyväksymisen. Käyttäen Majonen ajattelua, voidaan pragmaattisen legitimitetin nähdä edustavan enemmän reguloivan hallinnon aikakautta, jossa toimijoiden vuorovaikutus on keskeisessä roolissa verrattuna normatiivisen legitimitettiajatteluun, jossa valta on ylhäältä alas tulevaa.

Vallan ja hallinnan legitimitetti ja käsitys näiden hyväksyttävyydestä ja oikeudenmukaisuudesta ovat teemoja joiden ympärille rakentuu hyvin pitkälle länsimainen demokraattinen ajattelu. Kuitenkin, kuten jo tämän luvun alussa on kuvailtu, toimintaympäristö ja tapa hallita on muuttunut vahvasti yhä vähemmän valtiokeskeiseksi siirryttäessä globaalien maailman tarpeisiin paremmin vastaavaan toimintatapaan ja samalla tapa käsitteellistää vallan ja hallinnan legitimitetti on muuttunut. Majonen tutkimus tarjoaa edelleen ajankohtaisen viitekehyksen sen muutoksen ymmärtämiseksi, joka on tapahtunut valtioiden vallan pirstaloituessa ja hallintatapojen muuttuessa. Siinä missä voidaan havaita hallintavan käsitteen muuttumisen, on tärkeä huomioida, että kyseessä on myös pohjimmiltaan demokratian käsitteen muuttuminen. Reguloivan hallinnon aikakautta leimaa problematiikka siitä, miten toimijat voivat olla tilivelvollisia ja hallinta legitiimiä ja tätä kautta demokraattista, samaan aikaan kun toimijoita on yhä enemmän eikä enää voida määrittellä yksiselitteisesti kuka ainoana toimijana on

tilivelvollinen. Tämä problematiikka on toiminut lähtökohtana myös hyvin monelle tutkijalle yli tieteellisten rajojen (ks. esim. Black, 2008; Smismans, 2004; Wincott, 2006). Vaikka Majonen tutkimuksessaan kuvaama siirtymäprosessi voidaan nähdä edelleen relevanttina tapana käsitteellistää muutos, joka on tapahtunut vallan ja hallinnan jakautuessa, on tässä tutkimuksessa tärkeää myös tarkastella hallintatapaa nykypäivänä 20 vuotta Majonen tutkimuksen ilmestymisen jälkeen. Tässä tutkimuksessa tarkasteltava Euroopan unioni ja sen sääntely tutkimuskohteena tarjoavat lukuisia tutkimusmahdollisuuksia reguloivan hallinnon viitekehystä käyttäen. Seuraavassa kappaleessa esitellään, miten tilivelvollisuus käsitteellistetään, ja millä tavoin se on oleellinen ilmiö puhuttaessa reguloivasta hallinnosta.

## 2.3 Tilivelvollisuus reguloivan hallinnon aikakaudella

Tilivelvollisuus, legitimitetti ja transparensi ovat nykypäivänä hyvin muodikkaita termejä puhuttaessa hyvästä hallintatavasta. Usein näistä kuulee puhuttavan toistensa synonyymeina tai toisiaan täydentävinä. Legitimitettiä, tilivelvollisuutta ja transparensia sekoitetaan usein arkipuheessa surutta ja näiden merkityseroja ei tunnuta täysin ymmärtävän. Näitä termejä kuulee jatkuvasti käytettävän poliittisessa keskustelussa retorisisina vetonauloina tuomatta esiin kuitenkaan riittävin osin näiden ilmiöiden todellista luonnetta. (Mabillard & Zumofen, 2017.) Tässä tutkimuksessa legitimitettiä pidetään kattokäsitteenä, jonka alla tarkastellaan siihen vaikuttavia tekijöitä. Näistä tärkeimpänä voidaan pitää juuri tilivelvollisuutta. Legitimitetti, eli vallan ja hallinnan hyväksyttävyys voidaan saavuttaa ainoastaan, mikäli valtaa pitävät toimijat ovat tilivelvollisia ja avoimia toimistaan, eli perustelevat toimensa hallinnan kohteena oleville. Transparensi, eli toiminnan läpinäkyvyys on siis perusta tilivelvollisuudelle, joka edelleen on perusta legitimitetille. (Koppell, 2010, 31-71.)

Puhuttaessa hallinnon paradigman muutoksesta, sen lisäksi että tarkastelee legitimitetin käsitteen muuttumista, on tärkeää hahmottaa myös sitä muutosta mitä tilivelvollisuuden ja transparensin käsitteissä on tapahtunut. Tero Erkkilä (2007) lähestyy tutkimuksessaan hallintatapojen muutosta linjassa Majonen ajattelun kanssa. Siirryttäessä kansallisvaltiokeskeisestä (Majonen ajatus positiivisesta valtiosta) ajattelusta kohti

hajautettua hallintaa ja valtaa (Majonen ajatus reguloivasta hallinnosta) myös tilivelvollisuuden luonne muuttuu sen hajaantuessa eri tasoille. Reguloivassa hallintatavassa vallan, hallinnan ja samalla tilivelvollisuuden nähdään siirtyvän kolmeen suuntaan: ylöspäin, kohti ylikansallisia organisaatioita, alaspäin kohti pienempiä ja itsenäisiä yksiköitä, sekä horisontaalisesti yksityisen ja julkisen sektorin välillä (Pierre & Peters, 2000, 75-93). Tilivelvollisuudesta puhutaan nykypäivän hajaantuneen vallan ja vastuun kulttuurissa niin instituutioiden, kuin yksittäisten henkilöidenkin tasolla, ei enää ainoastaan kansallisvaltioiden tasolla. Tilivelvollisuuden perusluonne, eli olla tilivelvollinen perustelemaan toimensa jollekin taholle, on Mulganin (2000) mukaan pysynyt edelleen samana, mutta tavat joilla sitä tarkastellaan ja käsitteellistetään ovat muuttuneet ulkoisen valvonnan heikentyessä. Siirryttäessä reguloivan hallinnon aikakauteen myös tilivelvollisuuden tarkastelu on siirtynyt useammalle tasolle ja ulkoisen kontrollin rinnalle on noussut myös toiminnan itsesääntely. Seuraavana esitellään Jonathan Koppelin määrittelemät tilivelvollisuuden ulottuvuudet, sekä millä tavoin nämä ulottuvuudet voidaan nähdä muun tilivelvollisuuden tutkimuksen kanssa rinnakkain. Koppelin kuvaamat tilivelvollisuuden ulottuvuuden pyrkivät kuvaamaan tilivelvollisuuden ilmiön luonnetta, ei niinkään tilivelvollisuuden määrittämisen käytännön mekanismeja. Koppelin käyttämien tilivelvollisuuden ulottuvuuksien jälkeen käsitellään Mark Bovensin ja Richard Mulganin käyttämiä typologioita tilivelvollisuussuhteen määrittämiseksi joiden synteesiä käytetään myös tämän tutkimuksen analyysissä.

### 2.3.1 Tilivelvollisuuden viisi ulottuvuutta

Koppelin (2005) mukaan **transparensi** on tärkein tilivelvollisuuden viidestä ulottuvuudesta. Hyvin yksinkertaistetusti transparensi hallinnossa tarkoittaa sitä, että hallinnon ja hallitsijoiden kaiken toiminnan tulee olla avointa, läpinäkyvää ja perusteltua ja se on voitava altistaa kriittiselle tarkastelulle. OECD on määritellyt, että transparensi on yksi suurimmista elementeistä reguloivan hallinnon onnistumisen takaamiseksi (OECD, 2013). Euroopan unioni ylläpitää transparensirekisteriä ja julkaisee komission dokumentteja avoimuuden takaamiseksi (Euroopan komissio, 2016). Julkista keskustelua politiikasta ja hallinnosta on lähes mahdotonta seurata kuulematta sanaa transparensi. Transparensi on aikakauden muotisana ja sitä pidetään lähes ihmelääkkeenä, jonka

avulla kaikesta negatiivisesta hallintoon ja johtamiseen liittyvästä uskotaan pääsevensä eroon ja jonka ajatellaan korjaavan kaikki julkisen hallinnon ongelmakohdat. Transparensi koetaan tavoittelun arvoisena asiana monestakin syystä, joista kuitenkin tärkeimmäksi voidaan nostaa ajatus hallinnon toiminnan tehokkuuden lisäämisestä ja toisaalta hallinnon legitimitetin lisäämisestä toiminnan ollessa avointa ja läpinäkyvää. Siinä missä positiivisen valtiokäsitteen aikakaudella tarkastelun keskiössä oli valtioiden ja instituutioiden demokraattisuus ja tätä kautta arvioitiin toiminnan legitimitettä ja hyvyttä, ovat nykypäivänä reguloivan hallinnon aikakaudella hallinnon tehokkuus ja performanssi niitä asioita joihin keskitytään ja joiden avulla mitataan onnistuvatko julkiset toimijat teoissaan (Erkkilä, 2012). Kuitenkin ymmärtääkseen mitä transparensi oikeastaan on, on tärkeää pystyä hahmottamaan se samassa kontekstissa legitimitetin ja tilivelvollisuuden kanssa. Nämä kaikki ilmiöt vaikuttavat toisiinsa, eikä niitä ole mielekästä tarkastella liiaksi toisistaan erillään.

Toinen Koppelin esittämä tilivelvollisuuden ulottuvuus on **vastuullisuus**. Vastuullisuudella Koppell viittaa siihen, että kaiken hallinnan ja toiminnan on tilivelvollisuuden nimissä oltava johdonmukaista, eli eri toimijoita on palkittava onnistumisista ja vastaavasti rangaistava epäonnistumisista (Koppell, 2005). Mulgan vie vastuullisuusajattelun hieman pidemmälle, ja omassa tutkimuksessaan esittää sanktioiden pelon olevan jopa pääasiallinen motivaatio olla tilivelvollinen (Mulgan 2000). Schedler, Diamond, ja Plattner (1999) lähestyvät tutkimuksessaan tilivelvollisuutta poliittisen vallan käsitteen kautta ja heidän tulkintansa tilivelvollisuudesta on linjassa Koppelin määrittelemän tilivelvollisuuden vastuullisuuden ja toisaalta myös transparensi-ulottuvuuksien kanssa. Schedler ym. määrittelevät tutkimuksessaan tilivelvollisuuden käsitteen lähtevän pohjimmiltaan vallan käsitteestä ja siitä, miten valtaa voidaan hallita ja toisaalta estää sen väärinkäyttö. Poliittisella tilivelvollisuudella on heidän mukaansa kaksi perustarkoitusta: varmistaa että poliittiset päättäjät ja julkinen hallinto ovat toimissaan transparentteja ja perustelevat tekemänsä päätökset ja toisaalta mahdollisuus asettaa näille toimijoille sanktioita, mikäli he epäonnistuvat velvoitteissaan. Sanktioiden asettaminen vastaa Koppelin käsitystä tilivelvollisuuden vastuullisuus-ulottuvuudesta. (Koppell, 2010; Schedler ym., 1999, 14.) Näiden toimien onnistuminen mahdollistaa Schendlerin ym. mukaan se, ettei poliittista valtaa käytetä väärin.

Koppelin käyttämä kolmas tilivelvollisuuden ulottuvuus on **kontrolloitavuus**, eli se miten toimijan läpinäkyvyyttä ja vastuullisuutta voidaan konkreettisesti mitata, ja toisaalta myös se toteuttaako tietty toimija sitä mitä siltä odotetaan. Mulgan (2000) on tutkinut tilivelvollisuutta hyvin samankaltaisesta tulokulmasta Koppelin kontrolloitavuus-ulottuvuuden kanssa. Mulgan korostaa kontrolloitavuus- ulottuvuuden merkityksen kasvua reguloivan hallintatavan vallitessa. Mulgan näkee, että tulevaisuudessa eri instituutiot voivat arvioida valtioiden hallinnon tilivelvollisuutta etenevissä määrin myös ilman suoraa vuorovaikutusta hallinnon ja näiden instituutioiden välillä. Myös eri lait voidaan nähdä olevan tilivelvollisuuden mittaamisen välineitä, mutta toisaalta Mulgan korostaa sitä, että toimiminen lakien mukaan ei itsessään takaisi tilivelvollisuutta. Lakien, normien ja sääntöjen noudattamiseen liittyy vahvasti Koppelin käyttämä tilivelvollisuuden **velvollisuus**-ulottuvuus.

**Responsiivisuudella** Koppell viittaa siihen, miten toimija onnistuu vastaamaan hallittavilta tuleviin tarpeisiin. Mulgan (2000) puhuu responsiivisuuden kohdalla siitä, miten valtiot pystyvät reguloivan hallinnon aikakaudella vastaamaan kansalaisten tarpeisiin, ilman suoranaista ulkoista painetta tilivelvollisuudesta. Voidaan siis ajatella puhuttavan ikään kuin jatkuvasta vuoropuhelusta hallittavien ja hallitsijoiden välillä, ei ainoastaan äänestyskäyttäytymistä. Mulgan tutkimuksessaan nostaa esille kysymyksen siitä, kuinka paljon esimerkiksi virkamiesten tulisi luottaa omaan ammattitaitoonsa ja osaamisena toimeenpannessa poliitikkojen päätöksiä. Virkamiesvalta ja sen kasvu on myös yksi hallinnon tutkimuksen suuria problematiikkoja (ks. esim. Summa-Pollit, 2014). Asetelma nostaa esille kysymyksen siitä, ovatko virkamiehet kuinka tilivelvollisia käytännön toimeenpanossa ja toisaalta, kenelle he ovat tilivelvollisia teoistaan; Politikoille? Äänestäjille? Mulganin mukaan on havaittavissa siirtymä siitä, jolloin tilivelvollisuus nähtiin yhtenä osana vastuullista toimintaa, kun taas nykypäivänä vastuu nähdään olevan osa laajemmin käsitettyä tilivelvollisuutta, jolloin tilivelvollisuuden ei enää nähdä olevan ulkoapäin tuleva vaade vaan enemmän toimijoista sisältä päin itsesääntelyn ja jatkuvan evaluoinnin muodossa. Mulganille tilivelvollisuuden responsiivisuuskäsite merkitsee kansalaisten ja valtion hallinnon välistä vuoropuhelua ilman suoranaista auktoriteetin vaatimusta tilivelvollisuudesta. Mulgan nostaa myös esille näkökulman, jonka mukaan julkishallinnon muuttuessa myös yritysmaailmasta oltaisiin otettu oppeja ja pyritty tekemään ministeriöistä ja julkisista instituutioista samalla tavalla tilivelvollisia kuin yksityisen sektorin yritykset ovat omille asiakkailleen.



### 2.3.2 Bovensin tilivelvollisuuden typologia

Jonathan Koppelin esiteltyt viisi tilivelvollisuuden ulottuvuutta auttavat hahmottamaan tilivelvollisuuden monimuotoisen luonteen, mutta nämä ulottuvuudet ovat hyvin abstrakteja käsitteitä ja empiirisesti vaikeasti todettavia (Bovens, 2007). Edellä esitetyt Koppelin viisi ulottuvuutta eivät missään määrin ole toisiaan poissulkevia eikä niitä edes ole mielekästä tarkastella toisistaan liian irrallisina kokonaisuuksia. Ne ainoastaan kuvailevat yhtä ilmiötä eri näkökulmista. On ymmärrettävä, että esitellyn erittelyn tarkoituksena on auttaa hahmottamaan tilivelvollisuuden moniulotteinen luonne, ei pyrkiä erittelemään mistä tilivelvollisuus sinänsä koostuu tai mitä eri tilivelvollisuuksia on olemassa. Tilivelvollisuus on kaikkia näitä ulottuvuuksia, ja kuten huomattu niin eri ulottuvuuden liittyvät toisiinsa, täydentävät toisiaan ja menevät osittain jopa päällekkäin. Tilivelvollisuus on niin valtavan moniulotteinen, ettei ole viisasta uskoa vain viiden ulottuvuuden voivan tyhjentävästi kuvailla sen luonnetta. Esitetyt viisi ulottuvuutta ovat vain yhden tutkijan tulkinta, minkä vuoksi tässä tutkimuksessa katsottiin aiheelliseksi tilivelvollisuuden moniulotteisen luonteen ymmärtämiseksi tarkastella myös muiden tutkijoiden näkemyksiä tilivelvollisuudesta rinnakkain.

Jotta tämän tutkimuksen aineistoa ja siinä ilmeneviä tilivelvollisuussuhteita voitaisiin empiirisesti analysoida, aiheellista tehdä analyysi sellaisilla työkaluilla jotka pystyvät tarkemmin konkretisoimaan tilivelvollisuutta. Tähän käytetään apuna Mark Bovensin (2007) käyttämää neljää apukysymystä tilivelvollisuussuhteiden hahmottamiseksi. Näitä kysymyksiä ovat: Kenelle tietty toimija on tilivelvollinen? Kuka on todellisuudessa tilivelvollinen? Mistä tämä toimija on tilivelvollinen? Miksi tietty toimija on tilivelvollinen? Nämä neljä varsin yksinkertaiselta kuulostavaa kysymystä auttavat todellisuudessa hahmottamaan tilivelvollisuussuhteita ja minkälaisia erilaisia tilivelvollisuuden muotoja on olemassa. Siinä missä Koppelin tilivelvollisuuden ulottuvuudet hahmottavat tilivelvollisuuskäsitteen varsin abstraktilla ajatustasolla, tarjoavat Bovensin kysymykset konkreettisemmän työkalun tilivelvollisuuden määrittämiseksi. Tutkimuksessa käytettävää analyysimenetelmää kuvaillaan tarkemmin luvussa 4.

Bovensin (2007) ensimmäinen kysymys tilivelvollisuussuhteen hahmottamiseksi on määrittellä, **kenelle** tietty toimija on tilivelvollinen. Bovensin mukaan julkisessa

hallinnossa on havaittavissa useita tahoja, joille toimijoiden on oltava tilivelvollisia. Kenties yksinkertaisin ja yleisimmin ajateltu tilivelvollisuuden muoto on poliittinen tilivelvollisuus. Bovens (2007) ja Erkkilä (2007) toteavat, kuten myös Majone (1997), että *poliittinen tilivelvollisuus* on se tilivelvollisuuden muoto, joka liitetään perinteiseen demokratia- ja legitimitteettikäsitteeseen: vaaleilla valitut edustajat ovat tilivelvollisia kansalle tekemisistään. Kuitenkin perinteinen käsitys tilivelvollisuudessa on laajentunut paljon sen alkuperäisestä merkityksestä olla vastuussa jollekin tekemisistään (Mulgan, 2000). Puhuttaessa julkisesta hallinnosta ja toiminnasta on Bovensin mukaan myös muita tilivelvollisuuden muotoja kuin ainoastaan poliittinen tilivelvollisuus. Näistä Bovens mainitsee muun muassa *laillisen tilivelvollisuuden*, jonka nimissä kaikkien toimijoiden on toiminnassaan noudatettava vallitsevia lakeja ja näiden noudattamattomuudesta seuraa sanktioita. Tähän viittaavat myös Koppelin mainitsemat tilivelvollisuuden vastuullisuus- ja velvollisuusulottuvuudet. Kolmas tilivelvollisuuden taho on *hallinnollinen tilivelvollisuus* jolla Bovens viittaa ns. kvasi-legaaleihin foorumeihin joita voivat olla erinäiset ylikansalliset organisaatiot ja standardien luojat. Aikaisemmin esitetyt Koppelin määrittelemät globaalin hallinnan organisaatiot ovat hyvä esimerkki hallinnollisen tilivelvollisuuden kohteista. Kuten jo aikaisemmin useaan otteeseen tässä tutkimuksessa on todettu, reguloivan hallinnon aikakaudella näiden itsenäisten valvovien organisaatioiden merkitys ja tilivelvollisuusvaatimukset ovat merkittävästi lisääntyneet vallan hajautuessa.

*Ammatillinen tilivelvollisuus* on myös tilivelvollisuuden muoto, jonka merkitys on kasvanut siirryttäessä pois kansallisvaltiokeskeisestä ajattelutavasta (Erkkilä, 2007). Bovens (2007) viittaa ammatillisella tilivelvollisuudella asiantuntijoiden asemaan ja heihin kohdistuviin ammatillisiin velvoitteisiin. Mulganin (2000) mukaan valtasuhteiden pirstaloituessa instituutioissa koetaan yhä enemmän ammatillista tilivelvollisuutta tietyn instituution sisällä itsessään. Tällöin ulkoista painetta tilivelvollisuudesta ja kontrollista ole enää niin yksiselitteisesti havaittavissa, kuin suorien valtasuhteiden vallitessa, eli Majonen käsitteen mukaan positiivisissa valtioissa. Kyse on siis eräänlaisesta ammattilaisten itsesääntelystä instituutioissa ja oman työn ja sen arvioinnista ilman jatkuvaa ulkoista valvontaa. Bovens (2007) kuitenkin korostaa puhuttaessa individuaalisesta ja ammatillisesta tilivelvollisuudesta, että ulkoisen valvonnan heikentyessä, vastuu teoistaan säilyy toimijalla itsellään eikä hän voi piiloutua organisaationsa taakse. Myös aikaisemmin mainittu kysymys virkamiesvallasta ja siitä,

millä tavoin poliittisen tilivelvollisuuden nimissä tulisi tarkastella virkamiesten toimintaa liittyy vahvasti käsitykseen ammatillisesta tilivelvollisuudesta.

*Sosiaalinen tilivelvollisuus* on Bovensin (2007) mukaan se tilivelvollisuuden muoto, joka on kehittynyt vastapainona heikentyneelle luottamukselle valtion hallintoa kohtaan ja toisaalta lisääntyneelle kolmannen sektorin vaikutusvallalle. Sosiaalisella tilivelvollisuudella viitataan siihen, miten ollaan tilivelvollisia ei vain virallisille elimille, vaan myös muille ihmisille, yhteisöille ja esimerkiksi ympäristölle. Sosiaalisen tilivelvollisuuden nähdään tulevan toimijan omasta tahdosta ja sitoutumisesta kollektiiviseen tarkoitukseen, eli ulkoisesta pakosta yritysten vastuullisuusohjelmia ja yhteiskuntavastuuta voidaan pitää esimerkkinä sosiaalisesta tilivelvollisuudesta.

**Kuka** on tilivastuullinen ja toisaalta vastuuseen asetettava toimija, on seuraava Bovensin (2007) esittämä kysymys tilivelvollisuussuhteen määrittelyn apuna. Reguloivan hallinnon aikakaudella vallan hajaantuessa useammalle taholle myös tilivelvollisuussuhteet monimutkaistuvat. Tämä monimutkaisuus tulee hyvin esille kysyessä, kuka oikeasti on vastuussa tehdyistä toimista. Bovens puhuu tästä usean välikäden ongelmana: harva päätös tehdään enää yhden ainoan toimijan varassa, vaan kaikissa toimissa pyritään konsensukseen ja yhteisymmärrykseen. Valtioiden tasolla voidaan nähdä, että useat päätökset joita hallitseva taho tekee astuvat voimaan vasta seuraavan hallituksen aikana ja/tai näiden toimien todelliset vaikutukset paljastuvat vasta tietyn ajan kuluessa vallan jo vaihduttua. Kuka tällöin on asetettava vastuuseen? Sama ilmiö voidaan havaita myös ei-valtiollisissa organisaatioissa, joissa henkilöiden vaihtuvuus on suurta. Bovens lähestyy tätä problematiikkaa neljästä tulokulmasta: *Yhteisöllinen tilivelvollisuus* viittaa ajatusmalliin, jossa tiettyä organisaatiota itsessään pidetään tilivelvollisena sen toimista. Organisaatio nähdään tilivelvollisena yksikkönä, joka asetetaan vastuuseen tekemisistään kokonaisuutena. *Hierarkkisessa tilivelvollisuudessa* on selkeästi määritelty tilivelvollisuussuhteet organisaatiossa sisällä komentoketjujen avulla. Ylin johto tai johtaja ovat viime kädessä ne toimijat jotka asetetaan vastuuseen organisaation toiminnasta. *Kollektiivinen tilivelvollisuus* viittaa tilanteeseen jossa jokainen organisaation jäsen on yhtä lailla tilivelvollinen organisaationsa toiminnasta. Kuten Bovens itse toteaa, tällainen kollektiivinen tilivelvollisuus toimii ainoastaan suhteellisen pienissä yksiköissä, joissa toimijat ovat keskenään varsin tasaisessa asemassa. Viimeinen Bovensin esittämä tapa käsitteellistää

tilivelvollinen toimija on *individuaalinen tilivelvollisuus*. Tällä viitataan tilanteeseen, jossa jokainen on vastuussa ainoastaan omasta tekemisestään ja organisaation tilivelvollisuuden osalta vain niistä asioista joihin hän on itse kontribuoinut. Individualismi on merkittävässä roolissa tarkasteltaessa jo aikaisemmin esitettyä käsitettä ammatillisesta tilivelvollisuudesta.

**Mistä** toimijat ovat tilivelvollisia on seuraava Bovensin (2007) kysymys tilivelvollisuuden hahmottamiseksi. Bovensin mukaan tilivelvollisuutta voidaan tarkastella eri näkökulmista riippuen toiminnan luonteesta ja siitä minkälainen tilivelvollisuuden ulottuvuus siinä korostuu. Toiminnan tyyppejä voivat Bovensin mukaan olla esimerkiksi prosessiin liittyvä tilivelvollisuus, tuotteeseen liittyvä tilivelvollisuus tai resurssien käytön tuoma tilivelvollisuus. Kaikki siis riippuu siitä, mikä on painotettu tarkastelun kohde. Pidetäänkö toimijaa ensisijaisesti tilivelvollisena toimintansa laillisuudesta vai esimerkiksi sen tuomista rahallisista seurauksista, tai onko mahdollisesti tarkastelun keskiössä jokin tuote tai prosessi, joiden suhteen tilivelvollisuutta odotetaan. Kuten jo aikaisemmin mainittu laillisuusaspekti on useimmiten keskeisin näkökulma tilivelvollisuuteen varojen käytön ohessa. Käytännössä tämä tarkoittaa, että jokainen toimija on tilivelvollinen jollekin taholle jostain toimestaan jostain tilivelvollisuuden näkökulmasta. Olkoon se itse toiminnasta tai toiminnan seurauksena syntyneestä lopputuotteesta tai näiden yhdistelmästä. Näiden suhteiden tunnistaminen onkin Bovensin mukaan elintärkeää niin toiminnan legitimitetin kuin tehokkuudenkin takaamiseksi.

Viimeisin Bovensin kysymys tilivelvollisuuden tarkastelussa on kysymys siitä, **miksi** toimijat ovat tilivelvollisia. Bovensin mukaan tähän voi olla syynä joko ulkoinen pakko olla tilivelvollinen, tai toimijan vapaaehtoinen tilivelvollisuus tietylle taholle. Vertikaalisessa tilivelvollisuussuhteessa on kyse auktoriteetista ja vallasta, jonka seurauksena toimijaa vaaditaan olemaan tilivelvollinen. (Bovens, 2007.) Koppell (2010, 50-55) erottelee kolme auktoriteetin muotoa. Hänen mukaansa *formaalia* auktoriteettia esiintyy etenkin länsimaisissa demokratioissa, joissa valtion valtaa ja auktoriteettia ei aktiivisesti kyseenalaisteta. Formaali auktoriteetti viittaa siis perinteiseen käsitykseen auktoriteetista, jossa valtaapitävät elimet hallitsevat lakien ja sääntöjen muodossa ja joille hallittavat tahot ovat tilivelvollisia toimistaan ja toisaalta auktoriteetti on yhtä lailla tilivelvollinen hallittaville tahoille. *Psykologinen* auktoriteetti perustuu usein

aikaisempaan kokemukseen ja luottamukseen hallitsevan toimijan ammattitaitoon. Tässä voidaan pitää esimerkkinä jo aikaisemmin käsiteltyä ammattitaitoa ja siihen liittyvää tilivelvollisuutta. Toimijat ovat tilivelvollisia auktoriteetille, koska luottavat tämän asiantuntemukseen, mutta samalla myös auktoriteetti on tilivelvollinen, usein individuaalisella tasolla toimistaan. *Pragmaattinen* auktoriteetti on Koppelin mukaan sellaista auktoriteettia, jonka hyväksyminen koetaan hyödylliseksi.

Vertikaalisen tilivelvollisuuden vastakohtana Bovens (2007) esittää horisontaalisen, eli sosiaalisen tilivelvollisuuden. Tämä tilivelvollisuus perustuu vapaaehtoisuuteen, ei hierarkiaan ja/tai auktoriteettiin. Sosiaalisen tilivelvollisuus on usein moraaliperusteista ja liittyy kollektiivisen vastuun kantamiseen. Horisontaalisen ja vertikaalisen tilivelvollisuuden välimaastossa on Bovensin mukaan olemassa myös diagonaalista tilivelvollisuutta, millä tarkoitetaan lähtökohtaisesti ei-hierarkiaan perustuvaa tilivelvollisuutta tasa-arvoisessa asemassa olevien instituutioiden ja organisaatioiden välillä, joita kuitenkin jollain tavalla kontrolloidaan myös ylhäältä käsin.

### 2.3.3 Mulganin typologia

Myös Richard Mulgan lähestyy tilivelvollisuuden tarkastelua samankaltaisten kysymysten kautta kuin Bovens. Mulganin tutkimuksessa tarkastellaan julkishallinnon tilivelvollisuutta niin poliittisen prosessin ja poliittisen tilivelvollisuuden kautta, kuin myös ei-poliittisten toimijoiden kautta, kuten laillisuusaspektista tuomioistuinten ja hallinnollisten elimien kautta (Mulgan, 2003a). Vaikka näkökulma tilivelvollisuussuhteiden tarkasteluun on hyvin samankaltainen kuin Bovensilla ja Mulgan käyttää hyvin samankaltaista typologiaa, voidaan kuitenkin Mulganin (2003a) tutkimuksen ansiona pitää myös sen prosessin kuvaamista, **miten** tilivelvollisuussuhde toimijoiden välillä muodostuu, mikä Bovensin typologiasta jää puuttumaan. Siinä missä Bovens omassa tutkimuksessaan kuvailee ansiokkaasti erilaisia tilivelvollisuuden elementtejä myös Mulgania laajemmasta näkökulmasta ja käyttäen monimuotoisempia määritelmiä yhden viitekehyksen sisällä, jää tilivelvollisuuden tarkastelu lähinnä kuvailevaksi. Mulgan puolestaan pyrkii löytämään omassa analyysissään sen konkreettisen mekanismin, miten toimijat toteuttavat tilivelvollisuuttaan ja miten sitä mitataan. Mulgan erittelee taulukoiden muodossa, miten tilivelvollisuutta voidaan

tarkastella niin poliittisesta, hallinnollisesta kuin laillisestakin näkökulmasta identifioimalla tarkasteltava prosessi, kuka on tilivelvollinen taho, kenelle tämä taho on tilivelvollinen, mistä toiminnasta taho on tilivelvollinen, sekä mitkä ovat ne konkreettiset välineet ja mekanismit joilla tietty taho toteuttaa tilivelvollisuutta (Mulgan, 2003a, 109-110). Lisäksi Mulgan omassa tutkimuksessaan pyrkii myös kuvaamaan tilivelvollisuuden mekanismien tehokkuutta. Toisaalta, Mulgan toisin kuin Bovens ei sisällytä omaan jaotteluunsa kysymystä siitä miksi tietty taho on tilivelvollinen. Tämän tutkimuksen analyysiosuudessa pyritään kuvailemaan tilivelvollisuutta Bovensin määrittämien kysymysten mukaan, sekä lisäämään siihen Mulganin käyttämä tilivelvollisuuden mekanismin kuvaus siltä osin kuin se on aineistossa havaittavissa. Yhdistämällä Bovensin kattavaa tilivelvollisuussuhteiden kuvailua ja toisaalta Mulganin kysymystä konkreettisesta prosessista, pyritään tässä tutkimuksessa tuomaan esille aineistosta kumpuavat tilivelvollisuussuhteet ja prosessit. Kuitenkin, itse tilivelvollisuuden mekanismien tehokkuuden arviointi jää analyysiosuudessa tarkastelun ulkopuolelle, sillä analyysissa tarkasteltava sääntelyhanke ei ole vielä astunut voimaan, jolloin myöskään sen vaikutusten konkreettista arviointia tässä hetkessä ei ole perusteltua tai edes mahdollista kattavasti tehdä.

## 2.4 Yhteenveto

Tässä luvussa käsiteltiin tutkimuksen teoreettinen viitekehys. Luku alkoi hallinnon paradigman esittelyllä, eli siirtymällä positiivisesta valtiosta kohti reguloivaa hallintoa. Luvussa esiteltiin Majonen käyttämä jaottelu ja paradigman molempien puolien tunnusomaiset piirteet, sekä miten siirtymä kahden hallintatavan välillä on tapahtunut. Positiivisen valtion tunnusomaisina piirteinä voidaan pitää vahvaa valtion ohjausta, ja suoria tilivelvollisuussuhteita sekä keskitettyä hallintoa. Reguloivaa hallintoa ilmentävät puolestaan useammalla tasolle hajaantuneet valta ja hallinto, sekä positiivista valtiota monimutkaisemmat tilivelvollisuussuhteet ja kysymykset vastuusta. Hallinnon paradigman muuttumisen jälkeen käsiteltiin legitimitettä ja muutos legitimitetin käsitteessä. Legitimitetin tarkastelun apuna käytettiin Dahlin demokratiakäsityksiä ja niiden yhteyttä legitimitetin luonteeseen. Legitimitetikäsitteen alla tarkasteltiin tilivelvollisuutta. Tarkastelu tapahtui ensin esittelemällä Koppelin viisi tilivelvollisuuden ulottuvuutta, minkä yhteydessä korostettiin erityisesti tilivelvollisuuden

transparensiulottuvuutta. Tämän jälkeen esiteltiin Bovensin käyttämät apukysymykset tilivelvollisuussuhteiden määrittelemiseksi, joita tullaan käyttämään myös tämän tutkimuksen analyysiosuudessa. Tilivelvollisuuden tarkastelussa pyrittiin yhdistelemään eri tutkijoiden näkemyksiä tilivelvollisuuden käsitteistä, miten ne liittyvät toisiinsa ja toisaalta, miten eroavat, sekä miten muuttuva tilivelvollisuuden käsite on yhteydessä hallintakäsityksen paradigman muutokseen. Tutkimuksen kokonaiskontekstin kannalta tämän luvun tarkoitus on esitellä, millä tavoin analyysiosuudessa käsiteltävät tilivelvollisuussuhteet liittyvät laajempaan muutokseen, joka on nähtävissä hallintatapojen muuttumisessa. Vastaamalla johdannossa esitettyihin tutkimuskysymyksiin, eli tarkastelemalla minkälaisia tilivelvollisuussuhteita eri toimijoiden välillä esiintyy, voidaan ymmärtää myös paremmin minkälaisessa vallitsevassa hallintatavassa tahot toimivat. Seuraavassa luvussa siirrytään käsittelemään Euroopan unionia reguloivan hallinnon ilmentymänä, sekä tarkastellaan sääntelyä, niin itsenäisenä ilmiönä kuin Euroopan unionin viitekehyksessä tarkasteltuna.

### 3 Euroopan unioni ylikansallisena sääntelijänä rahamarkkinapolitiikassa

Puhuttaessa rahoitusmarkkinoiden sääntelystä julkisen keskustelun aiheena ja huolena on usein jatkuva dilemma sen välillä, miten tehdä Euroopan unionista kasvava ja sijoittajia houkutteleva markkina, ja toisaalta turvata sen pysyvyys ja kestävä kasvu erilaisilla regulaatioilla ja säännöillä (Underhill, 1997). Kysymys siitä, kuinka paljon rahoitusmarkkinoilla tulisi olla valtaa ja kuinka suuri merkitys rahoitusmarkkinoilla on hyvinvoinnin kannalta, on ollut hyvin pitkään poliittinen ja arvomaailmallinen vedenjakaja. Se, tarkoittaako talouskasvu ja markkinaehtoisuus absoluuttista hyvinvoinnin lisääntymistä on itsessään jo oman tutkimuksensa arvoinen, joskin aiheena sellainen josta tuskin koskaan päästään kaikkia tyydyttävään lopputulokseen. Tässä tutkimuksessa tarkoituksena ei ole ottaa kantaa siihen, onko Euroopan unionissa toteutettava rahamarkkinapolitiikka ja sen sääntely hyvää tai huonoa tai kyseenalaistaa sen tarpeellisuutta. Kuten jo johdannossa on mainittu, rahoitusmarkkinoiden sääntely on tällä hetkellä erittäin ajankohtainen ja mielenkiintoinen aihe maailmanpoliittisesti mikä tekee siitä myös tärkeän tutkimusaiheen. Mielipiteitä rahoitusmarkkinoista ja niiden sääntelystä on monia, mutta yhdestä asiasta voidaan olla yhtä mieltä: rahoitusmarkkinat ovat suuressa murroksessa, mikä vaikuttaa nyt ja tulee myös tulevaisuudessa vaikuttamaan vahvasti maailman poliittiseen ja taloudelliseen tilanteeseen. Siinä missä Euroopan unioni on toimeenpanemassa MiFID 2 -direktiiviä, joka tulee merkittävästi lisäämään regulaatiota, on Yhdysvalloissa havaittavissa täysin päinvastaisia aikomuksia, eli tavoitteena on keventää regulaatiota. Kuten Quaglia (2012) tutkimuksessaan toteaa vuoden 2008 finanssikriisin myötä EU:n sääntelykapasiteetti on lisääntynyt merkittävästi ja päinvastoin kun Yhdysvalloissa, kehitys vaikuttaa olevan jatkuvasti enemmän kohti voimakasta regulaatiota. On hyvin mielenkiintoista nähdä, millä tavoin tulevaisuudessa näiden kahden suuren talousalueen regulaation rinnakkaiselo tulee sujumaan ja vaikuttamaan maailman taloustilanteeseen.

Sääntely eli regulaatio on tämän tutkimuksen eräänlainen punainen lanka, joka kulkee läpi tutkimuksen niin empiirisessä osiossa kuin myös teoreettisessa viitekehyksessä. Kuten jo luvussa 2 on mainittu, sääntely ja sääntöjen luominen ovat keskeisimpiä reguloivan hallinnon piirteitä. Sääntely on se keino, millä tavoin reguloivalle hallinnolle



tyypillisiä piirteitä, kuten monimutkaistuneita tilivelvollisuussuhteita ja toiminnan transparensivaatimuksia halutaan edesauttaa. Sääntely voidaan nähdä olevan eräänlainen liima reguloivan hallinnon kontekstissa, joka mahdollistaa hallinnon toimivuuden. Seuraavassa kappaleessa pohditaan sääntelyn määritelmää ja minkälaisia haasteita sääntely-sanankäytössä voidaan havaita, sekä minkälaisia haasteita sääntelyyn liittyy Euroopan unionin tasolla. Sen jälkeen perehdytään siihen, miten rahamarkkinoiden sääntely ennen finanssikriisiä eroaa finanssikriisin jälkeisestä sääntelystä EU:ssa.

### 3.1 Sääntely ilmiönä ja prosessina

Tässä tutkimuksessa sääntely on keskeisessä roolissa kaikessa tarkastelussa. On kuitenkin tärkeää tuoda esiin, mitä sääntely oikeastaan on ja miten se liittyy tutkimuksessa esitettyihin teoreettisiin käsitteisiin, kuten transparenssi, tilivelvollisuus ja reguloivan hallinnon aikakausi. Kuten jo aikaisemmassa luvussa on mainittu, sääntelyn luonne reguloivan hallinnon aikakaudella on muuttunut. Taloudellisen sääntelyn rinnalle on noussut sosiaalista sääntelyä ja poliittisen sääntelyn rinnalle siviilisääntelyä. Sääntelyn luonne ei enää ole yhtä suoraviivainen, vaan sääntely itsessään ilmiönä on monimuotoisempi. Sääntely on tullut voimakkaasti osaksi jokaisen arkea ja Levi-Faur (2010) nostaakin omassa tutkimuksessaan esiin mielenkiintoisen havainnon, että todellisuudessa täysin säännöistä ja sääntelystä vapaata toimintaympäristöä on lähes mahdotonta kuvitella. (Levi-Faur, 2010.)

Myös sääntely itsessään terminä on vaikea määritellä, sillä siihen liittyy vahvasti poliittista- ja arvolatautuneisuutta. Joillekin sääntely tarkoittaa yksinomaan hallituksen ja valtion tekemiä päätöksiä, joiden tarkoituksena on lähinnä rajoittaa ja vaikeuttaa kansalaisten toimintaa, kun taas toisille sääntely-sanaan itsessään liittyy turvallisuuden ja oikeudenmukaisuuden tunne. Toisaalta sääntely ja säännöt eivät myöskään tarkoita samaa asiaa. Samoin sääntelyyn voidaan liittää ainoastaan säännöt tai toisaalta myös valvonta ja monitorointi. (Levi-Faur, 2011.) Tähän liittyy myös merkittäviä haasteita sopivien suomennoksien löytämiseen. Englannin kielen sanat rule ja regulation voivat saada monia käännöksiä onnistumatta välttämättä tuomaan esille tarvittavaa nyanssia. Puhuttaessa EU:n sääntelystä lisähaastetta tuo se, että sääntelyn muotoja on erilaisia. EU voi antaa suoria asetuksia, jotka tulee soveltaa sellaisenaan kaikissa jäsenmaissa.

Direktiivit puolestaan määrittelevät tavoitteita mihin jäsenvaltioiden tulee päästä, mutta keinot tavoitteiden saavuttamiseksi ovat jäsenvaltioiden päätettävissä. Päätökset koskevat sellaisenaan yhtä nimettyä toimijaa (esim. valtio tai yritys). Suositukset eivät nimensä mukaan ole sitovia, samoin lausunnot. Kaikki nämä ovat kuitenkin osoitus EU:n sääntelystä ja keinoista vaikuttaa toimijoihinsa. (Euroopan unioni, 2016.) EU:lla on ylikansallinen valta finanssisääntelyssä, ja kansallisen lainsäädännön ollessa ristiriidassa EU lainsäädännön kanssa, EU tulee aina edellä (Ulkoasiainministeriö, 2015). Lisähaastetta sääntelyn monimuotoisen luonteen kuvailuun tuo se, että Euroopan unionin toimivalta ja tätä myöten sääntely on jaettu kolmelle tasolle. Yksinomainen toimivalta tarkoittaa nimensä mukaisesti sitä, että EU:lla on valta päättää, miten tietyt polycyt toimeenpannaan. Näissä tilanteissa EU:n lainsäädäntö myös korvaa kansallisvaltioiden lainsäädännön. Talous- ja rahapolitiikka ovat esimerkkejä niistä toimialoista, joissa EU:lla on eniten valtaa. Euroalueen rahapolitiikka ja rahoitusmarkkinoiden sääntely ovat täysin EU:n lainsäädännön alaisia, ja näissä unionin toimivalta jatkuvasti myös kasvaa (Euroopan parlamentti, 2017). Jaettu toimivalta tarkoittaa sitä, että kansallisvaltiot ja EU ovat tasavertaisessa asemassa lainsäädännössä. Esimerkkejä jaetusta toimivallasta EU:n ja jäsenmaiden välillä on maatalous- ja ympäristöpolitiikka. Tällöin sovelletaan niin ylhäältä päin tulevaa EU-sääntelyä, kuin jäsenvaltioiden omaa sääntelyä tietyllä sektorilla. Täydentävä toimivalta viittaa siihen, ettei EU varsinaisesti pyri vaikuttamaan kansallisvaltion toimiin, vaan sen rooli on enemmän tukevana toimijana oleminen. Tällaisia ovat esimerkiksi jäsenmaiden kulttuuri- ja koulutuspolitiikka. (Ulkoasiainministeriö, 2015.)

Sääntelyä voidaan myös käsitteellistää eri tavoin. Black (2001) esittelee kolme eri lähestymistapaa sääntelyn tarkastelulle: funktionalistinen, essentialistinen ja konventionaalinen sääntely. Funktionalistinen lähestymistapa näkee sääntelyn sen yhteiskunnallisen roolin kautta ja sen kautta, mitä konkreettisia muutoksia sääntely tuo yhteiskuntaan. Essentialistinen lähestymistapa puolestaan korostaa sääntelyn itsessään olemassaoloa ja sitä, miten se voi ilmetä, ei niinkään sen vaikutuksia. Konventionaalinen lähestymistapa korostaa mitä eri merkityksiä sääntelylle annetaan. Tässä tutkimuksessa sääntelyllä käsitetään Euroopan unionin määrittämiä ohjeita ja velvoitteita siitä, miten rahamarkkinapolitiikassa tulisi toimia. Sääntelyn alla käsitetään niin suoraan EU:n tasolta tulevia määräyksiä, kuin myös välillisesti tulevia ohjeita eri viranomaisilta, kuten Finanssivalvonnasta ja Euroopan Arvopaperimarkkinaviranomaiselta (nämä toimijat

esitellään tarkemmin luvussa 4). Tämän tutkimuksen puitteissa sääntelyn poliittinen latautuneisuus ja poliittinen ulottuvuus jätetään tarkastelun ulkopuolelle. Valittu tarkastelunäkökulma sääntelyyn pyrkii tuomaan esille, millä tavoin sääntely edustaa reguloivan hallinnon aikakautta, ja miten sen avulla pyritään määrittelemään tilivelvollisuussuhteita kompleksisissa hallintamekanismeissa.

Myös sääntelyprosessi itsessään on mielenkiintoinen ilmiö puhuttaessa Euroopan unionista. Vaikka Euroopan unionin päätöksenteko ei sinällään ole tämän tutkimuksen tarkastelun keskiössä, on kuitenkin tutkimuskohteen ymmärtämisen kannalta oleellista nostaa esiin muutamia seikkoja koskien EU:n päätöksentekoa. Jordana ja Levi-Faur (2004) nostavat esille, millä tavoin EU:n toimintaa voidaan tarkastella reguloivan hallinnon näkökulmasta. Heidän mukaansa yhtenäinen markkina, joka ylittää kansallisen tason on hyvä esimerkki siitä, millä tavoin reguloiva hallinto pyrkii vähentämään kansallisvaltioiden vaikutusvaltaa ja siirtää sitä useammalle tasolle. Majone (1997) puhuu siitä, kuinka reguloiva hallinto pyrkii hajauttamaan valtaa alaspäin pienemmille virastoille ja itsenäisille yksiköille, mutta samalla tavalla voidaan nähdä, että valtaa voi siirtää myös ylikansalliselle tasolle. Kyse on nimenomaan vallan ja hallinnon hajauttamisesta eri suuntiin (Pierre & Peters, 2000, 75-93). Siinä missä kansallisvaltioiden monopolit olivat ennen merkittävässä roolissa markkinoilla, kilpailua on pyritty Euroopan unionin tasolla vapauttamaan ja lisäämään. 1970-luvulta lähtien kansallinen sääntely finanssisektorilla on jatkuvasti vähentynyt ja toisaalta EU-tasolla se on lisääntynyt (Jabko, 2006). Myös sääntelytavat ovat uudistuneet ja suorien asetusten ja päätösten rinnalle on muodostunut pehmeämpää hallintoa suositusten ja lausuntojen avulla.

Siinä missä Euroopan unioni voidaan itsenäisenä toimijana nähdä jopa oppikirjamaisena esimerkkinä reguloivan hallinnon aikakauden toimijasta, sen toimintaa itsessään on kuitenkin kritisoitu byrokraattiseksi ja transparenssin osalta kyseenalaiseksi, eli kritiikki on ollut vahvasti samansuuntaista kuin positiivisen valtion tahoja kohtaan. Muun muassa Wegrichin (2016) ja Naurin (2007) mukaan Euroopan unionia on moitittu siitä, että sen sääntelyprosessi on transparenssin osalta puutteellinen. Tässä voidaankin pohtia, kuinka legitiiminä EU:n lisääntynyttä sääntelyvaltaa rahoitusmarkkinoilla voidaan pitää, kun samaan aikaan itse EU:ta pidetään epäläpinäkyvänä. Miten tulisi suhtautua rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn, jonka tavoitteena on nimenomaisesti lisätä toiminnan

avoimuutta ja helpottaa näin tilivelvollisuus- ja vastuusuhteiden hahmottamista, kun samaan aikaan Euroopan unionia instituutiona ja sen päätöksentekoprosessia kokonaisuudessaan ja samalla sääntelyprosessien valmistelua pidetään epätransparenttina. Ja kuka sääntelee Euroopan unionia? Kenelle Euroopan unioni on tilivelvollinen? Dudleyn ja Wegrichin (2016) mukaan onnistuneen transparenssin lisäämisprosessin salaisuus piilee siinä, että sen sijaan että keskityttäisiin yksittäisten säädösten ja policyjen sääntelyn lisäämiseen, tulisi pyrkiä vaikuttamaan koko prosessiin ja siihen, miten sääntelyä lisätään koko instituution tasolla yleisesti. Ajatuksena on vaikuttaa säännöllisesti ja pysyvästi itse sääntelyprosessiin. Transparenssi sääntelyssä ja sääntelyprosessissa vaikuttaa poliitikkojen ja virkamiesten lisääntyneeseen tilivelvollisuuteen sääntelyprosessissa, mikä edesauttaa prosessin legitimitettä ja itse sääntelyn legitimitettä ja hyväksyntää (Dudley & Wegrich, 2016). Kyse on siis eräänlaisesta metasääntelystä, jossa säännellään itse sääntelyprosessia.

Myös Erkkilä (2012) käsittelee omassa tutkimuksessaan tätä transparenssin problematiikkaa. Hän toteaa tutkimuksensa johtopäätöksissä, ettei transparenssin lisääminen johda aina välttämättä suoraan demokraattisen tilivelvollisuuden lisääntymiseen, sillä instituutioiden muutokset eivät aina ole suoraviivaisia ja johtavat usein polkuriippuvuuksiin ja odottamattomiin paradokseihin. Kun tietyt paradigman muutokset tapahtuvat, uudet menettelytavat toimeenpannaan vanhoissa instituutioissa ja hallintokulttuureissa, mikä voi johtaa osaltaan vaikeuksiin siirtymässä. (Erkkilä, 2012). Voidaan siis nähdä, että vaikka muutos kohti transparenttia sääntelyä on tapahtunut siirryttäessä reguloivan hallinnon aikakauteen, eivät kuitenkaan tietyt institutionaaliset rakenteet ole muuttuneet samaan tahtiin, mikä osaltaan vaikeuttaa näiden muutoksien käytännön toimeenpanoa ja todellisten vaikutusten arviointia. Jordana ja Levi-Faur (2004) nostavat omassa tutkimuksessaan sen ongelmallisuuden esille, miten ylikansallisen sääntelyn merkityksen jatkuvaan kasvuun tulisi suhtautua, ja mikä rooli kansallisvaltioilla tulee olemaan tulevaisuudessa globaalin hallinnan merkityksen jatkuvasti kasvaessa. Joidenkin tulkintojen mukaan kansallisvaltioiden merkitys tulee merkittävästi vähenemään, kun taas toisten tulkintojen mukaan globaali, ylikansallinen reguloiva hallinto on mahdollista vain yhteistyössä vahvojen kansallisvaltioiden kanssa. Myöskään yksityisen sektorin vaikutusta finanssipalveluiden sääntelyyn ei tulisi aliarvioida.

### 3.2 Rahoitusmarkkinoiden sääntely ennen vuoden 2008 kriisiä

Ennen vuoden 2008 finanssikriisiä Euroopan unionissa rahoitusmarkkinoilla toimivien tahojen sääntely oli suhteellisen kevyttä. EU ei esimerkiksi säännellyt erilaisten luottoluokittajien, vakuutusyhtiöiden tai hedge-rahastojen toimintaa juuri millään tavalla (ks. esim. Eerola, 2008; Quaglia, 2012). Euroopan unionissa vallitsi 90-luvulta saakka sääntelyssä ns. regulatorinen liberalismi millä tarkoitetaan sitä, että rahoitusmarkkinoiden toimijoilla, kuten pankeilla ja luottolaitoksilla oli todellisuudessa suuri vaikutusvalta sääntelyyn ja sen sisältöön. Tämä johti siihen, että sääntelyprosessista itsestään tuli markkinaehtoista ja toimillaan taloudelliseen tehokkuuteen tähtäävää (Mügge, 2011).

Ennen finanssikriisiä Euroopan unionissa oli nähtävissä kaksi keskenään kilpailevaa koalitiota koskien rahamarkkinoiden sääntelyä. Markkinoita tekevään (*market making*) koalitioon kuuluivat Iso-Britannia, Irlanti ja joissain määrin Pohjoismaat. Nämä maat jakoivat yhteisen ajatusmallin siitä, että rahoitusmarkkinoilla tulisi keskittyä ennen kaikkea kilpailuun ja markkinoiden tehokkuuteen. Markkinoita muokkaavaan (*market shaping*) koalitioon kuuluivat vahvasti Ranska, Saksa ja Italia, sekä muut Välimerenvaltiot. Tämän koalition prioriteeteissa oli ennen kaikkea markkinoiden vakaus ja hyvinvointi. Siinä missä Iso-Britannian johdolla markkinoita tekevä -koalitio pyrki vähäiseen rahamarkkinapolitiikan sääntelyyn julkiselta tasolta ja yksityisen sektorin markkinaorientoituneeseen johtamiseen, pyrkivät Ranskan johdolla markkinoita muokkaavan koalition jäsenet julkiseen markkinoiden ohjaukseen ja sääntelyyn. Ennen kriisiä, Euroopan unioni ja erityisesti komissio pyrkivät tasapainoilemaan näiden kahden koalition toiveiden välillä ja rahamarkkinoita säänneltiin pyrkien kunnioittamaan molempien koalitioiden toiveita. (Quaglia, 2012.) Pankkien ja rahoitusmarkkinoilla toimivien tahojen intresseissä oli säilyttää mahdollisimman matala sääntelyn taso, ja nämä toimijat lobbasivat ahkerasti EU:n toimielimiä keveän sääntelyn puolesta. Vaikka komissio pyrki toteuttamaan molempien koalitioiden tahtotilaa sääntelyn suhteen, viittaa Quaglia (2012) tutkimuksessaan siihen, että todellisuudessa Lontoon vahvasta asemasta finanssimaailman keskuksena ja pankkien tuen ansiosta markkinoita tekevän koalition tahtotila keveämmästä sääntelystä olisi todellisuudessa määritellyt komission päätöksiä rahamarkkinapolitiikassa. Peilaten tätä asetelmaa luvussa kaksi esitettyyn teoreettiseen viitekehukseen voidaankin nähdä, että ennen kriisiä harjoitettava sääntelypolitiikka oli

hallinnon näkökulmasta itse asiassa lähempänä Majonen käsitystä positiivisesta valtiosta kuin reguloivaa hallintoa. Sääntelyprosessiin muodostamiseen osallistuvat tahot olivat itse sääntelyprosessin tarkastuksen alaisina, jolloin ei voitu suoraviivaisesti erotella valvovaa ja valvottavaa tahoa toisistaan.

### 3.3 Rahoitusmarkkinoiden sääntely kriisin jälkeen

Kuitenkin markkinoiden romahdettua myös Euroopan unionin tasolla herättiin siihen, ettei toteutunut sääntely ollut riittävää. Toimijat olivat hyvän taloudellisen kasvun aikana sokaistuneet sääntelyn riittämättömyydelle ja piiloutuneet näennäisen turvallisuudentunteen taakse, jolloin vaaran merkkejä ei haluttu noteerata ja tehdä tarvittavia toimenpiteitä sääntelyprosessissa. Finanssikriisi oli myös tässä suhteessa käännteentekevä: sääntelyprosessia ryhdyttiin nyt ensimmäistä kertaa kehittämään suuntaan, jossa sääntelyä kehittävät toimijat ovat erillään sääntelyn kohteena olevista toimijoista, eli siirryttiin kohti sääntelymallia, jota Majone esittää reguloivan hallinnon ideologiassa (Majone, 1997; Mügge, 2011). Kriisin jälkeen päättäjät havahtuivat siihen, että kriisi olisi suureksi osaksi johtunut liian heikosta valvonnasta ja sääntelyn puutteesta rahoitus- ja pankkisektorilla, ja tämän seurauksena sääntely näillä aloilla lisääntyi voimakkaasti.

Quaglian (2012) mukaan finanssikriisiä seuranneesta rahoitusmarkkinoiden sääntelystä voidaan erottaa eri piirteitä. Ensimmäisenä hän mainitsee sääntelyn olevan ei-markkinaystävällistä, jonka seurauksena syntyi paljon poliittista keskustelua ja useat markkinatoimijat osallistuivat aktiivisesti lobbausprosessiin estääkseen sääntelyn toimeenpanemista. Tätä toimijat perustelivat kohtuuttomalla työmäärällä ja kalliilla toimeenpanolla, sekä toiminnan tehokkuuden esteenä. Lisääntynyttä EU-sääntelyä myös moitittiin protektionistiseksi. Toinen Quaglian mainitsema yhteinen piirre uudelle sääntelylle oli se, että usein suurimmat sääntelyn vastustajat jäsenmaista olivat Iso-Britannia, Irlanti, Luxemburg ja joissain määrin myös Pohjoismaat, eli aikaisemmin mainitun markkinoita tekevän koalition edustajat. Britannia erityisesti kritisoi uuden sääntelyn toimeenpanemista, sillä Lontoota pidettiin yhtenä maailman suurimpana finanssikeskuksena, ja uuden sääntelyn pelättiin karkottavan yrityksiä ja sijoittajia markkinoilta. Iso-Britannia oli myös hyvin haluton siirtämään kansallisen tason

rahoitusmarkkinoiden sääntelyvaltaansa ylikansalliselle tasolle, sillä sen pelättiin olevan vahingollista Lontoon asemalle maailman finanssikeskuksena ja erityisesti Lontoon aseman suhteessa Yhdysvaltojen finanssikeskuksiin koettiin olevan uhattuna. Euroopan unionin kiristynyt rahamarkkinoiden sääntelypolitiikka sai kiitosta Ranskan johtamalta koalitiolta, joka myös syytti Iso-Britanniaa ja muita suuria finanssikeskuksia ja niiden harjoittamaa varsin löyhää sääntelypolitiikkaa kriisiin johtaneista tapahtumista. Finanssikriisin myötä myös 2004 liittyneet uudet jäsenvaltiot ottivat näkyvämmiin kannan Ranskan johtamassa koalitiossa ja kannattivat kiristynyttä sääntelyä. (Quaglia, 2012.)

Quaglia (2012) kuitenkin korostaa, että sääntelymuutokset, jotka tulivat finanssikriisin jälkeen, pyrkivät ensisijaisesti täydentämään jo olemassa olevia sääntelymekanismeja ja viitekehyksiä, ei luomaan täysin uutta sääntelytapaa. MiFID 2 -direktiiviä voidaan pitää esimerkkinä täydentävästä sääntelystä, sillä se täydentää vuonna 2007 voimaantullutta MiFID -direktiiviä. Vuonna 2007 tullut MiFID -direktiivi muodostui sijoituspalveluita tarjoavien yritysten sääntelyn perustaksi. Tämän direktiivin tarkoitus oli yhtenäistää sääntelyä, tehdä sijoituspalvelutoiminnasta läpinäkyvämpää ja tehokkaampaa ja samalla lisätä sijoittajansuojaa. Finanssikriisi kuitenkin nosti esiin silloisen sääntelyn riittämättömyyden ja ongelmallisuuden. (MiFID 2 2014/65/EU, 2018). Muita kriisin jälkeen tulleita sääntelyhankkeita olivat esimerkiksi Solvenssi 2 -direktiivi, joka sääntelee erityisesti vakuutusyhtiöiden toimintaa, sekä pankkien vakavaraisuutta koskevat Basel 3-hankkeet.

### 3.4 Yhteenveto

Tässä luvussa perehdyttiin sääntelyyn itsenäisenä ilmiönä sekä EU-prosessina. Luvussa esiteltiin, mitä problematiikkoja sääntelyyn voi liittyä sekä minkälaisia erilaisia tulkintoja sääntelystä ja sääntely-sanasta voi tehdä. Tässä tutkimuksessa sääntelyllä tarkoitetaan viranomaistahoilta tulevaa lainsäädäntöä, ohjeita ja suosituksia tietyn asiakokonaisuuden toimeenpanemiseksi. Sääntelyn poliittinen latautuneisuus ja arvolutautuneisuus jätetään tutkimuksen tarkastelun ulkopuolella. Luvussa myös esiteltiin, millä tavoin rahamarkkinoiden sääntelypolitiikka on muuttunut Euroopan unionissa, ja miten eri jäsenvaltiot ovat tähän muutokseen suhtautuneet. Luvussa todettiin, että ennen finanssikriisiä EU:n harjoittama rahoitusmarkkinoiden sääntelypolitiikka oli varsin

löyhää, mikä osaltaan miellytti erityisesti Lontoon vahvasta asemasta hyötyviä jäsenvaltioita. Finanssikriisin jälkeen puolestaan sääntely kiristyi merkittävästi, ja sääntelyprosessiin ja sen suunnitteluun ei enää otettu markkinatoimijoita mukaan. Tämä vahvisti Euroopan unionissa niiden jäsenvaltioiden asemaa, jotka kannattivat tiukempaa regulaatiota. Seuraavassa luvussa esitellään tutkimuksessa käytettävä aineisto, joka ilmentää finanssikriisin jälkeistä kiristynyttä rahoitusmarkkinoiden sääntelyä, sekä aineiston analysointiin käytettävä tutkimusmenetelmä.



## 4 Aineisto ja menetelmä

Kuten jo johdannossa on mainittu, tämän tutkimuksen tarkoituksena on tarkastella sijoittajansuojasääntelyä tammikuussa 2018 voimaan astuvan MiFID 2 -direktiivin perspektiivistä. Tutkimuksen pääasiallisena aineistona toimii kyseinen direktiivi sekä komission delegoitu direktiivi. Lisäksi aineistona käytetään Finanssivalvonnan ja ESMA:n tuottamia dokumentteja direktiivin soveltamiseen ja täytäntöönpanoon liittyen, sekä eri tahojen tuottamia koulutusmateriaaleja ja asiantuntijoiden dokumentteja. Myös Suomen sijoituspalvelulakiin viitataan soveltuvin osin. Aineiston keruussa lähtökohtana toimi MiFID 2 -direktiivin sijoittajansuojaa koskevat osa-alueet, erityisesti artikkelit 24-30. Tämän aineiston perusteellisen läpikäynnin jälkeen ryhdyttiin keräämään Finanssivalvonnan internet-sivuilta [www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi) dokumentteja, jotka koskevat kyseistä MiFID 2 -sääntelyhankekokonaisuutta. Tässä yhteydessä on oleellista mainita, että MiFID 2 -direktiivin lisäksi saman sääntelyhankkeen puitteissa astuu voimaan myös MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) -asetus. Kyseistä asetusta ei kuitenkaan käsitellä tämän tutkimuksen puitteissa, sillä asiasisällöltään se ei ole suoranaisesti kytköksissä itse sijoittajansuojaa koskevaan sääntelyyn.

Finanssivalvonnan materiaaleihin perehtymisen jälkeen, oli kirjoittajan näkemyksen mukaan hyvin oleellista sisällyttää aineistoon myös Euroopan Arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) dokumentteja, sillä finanssivalvonnan tulkinnat ja ohjeistukset nojaavat hyvin pitkälle tämän tahon tuottamiin dokumentteihin. ESMA:n dokumenttien tarkastelun kohdalla on mainittava, että tutkimuksen kannalta relevantit dokumentit olivat varsin vaikeasti löydettävissä. Yhtenä syynä tähän lienee se seikka, että vaikka alkuperäinen MiFID 2 -direktiivi on julkaistu jo vuonna 2014, se toimeenpannaan vasta alkuvuonna 2018. Nähtävissä on, etteivät edes viranomaistahot EU-tasolla ole täysin yksimielisiä kaikista toimeenpanoon liittyvistä yksityiskohdista, joka näkyy myös käytettävän aineiston määrässä ja laadussa. Virallisten dokumenttien lisäksi, ESMA on sisällyttänyt paljon käytännön ohjeistuksia myös epävirallisiin materiaaleihin, kuten kysymyksiä ja vastauksia -palstoille. Tämän kaltaisen aineiston keruussa haasteena oli relevantin materiaalin löytäminen, ja sen merkityksellisyyden todentaminen.

Lisäksi on myös tärkeä huomioida, että tarkastelun keskiössä olevan säädöksen ollessa direktiivi, myös jäsenvaltioiden kansallinen lainsäädäntö vaikuttaa lopullisen sääntelyn sisältöön. Suomessa valtiovarainministeriö (2017) on laatinut luonnoksen hallituksen esitykseksi eduskunnalle koskien sijoituspalvelulain, ja rahoitusvälineillä käytävän lain muuttamisesta MiFID 2 -direktiivin vaatimusten mukaisesti. Luonnos lähetettiin lausuntokierrokselle 28.4.2017 ja lausuntoaika päättyi 9.6.2017. Yhteenveto annetuista lausunnoista julkaistiin 10.10.2017. Vaikka lausuntoja annettiinkin runsaasti ja suhtautuminen esitykseen oli valtiovarainministeriön mukaan yleisesti ottaen positiivista, on kuitenkin huomattavaa, että MiFID 2 -direktiivin astuttaessa voimaan 3.1.2018 on varsin kyseenalaista, miten kansallinen lainsäädäntö ehditään toimeenpanemaan määräajassa. Myös tämä osaltaan hankaloittaa tutkimuskohteen analysointia, sillä lopullisen sääntelyn sisältö voi vielä muuttua uuden lakiehdotuksen palatessa vasta lausuntokierrokselta.

Aineiston keruun edetessä ilmeni selkeästi se tosiasia, että kyseessä olevan sääntelyhankkeen kohdalla valmistelut ovat vielä erittäin pahasti kesken niin Suomen tasolla, kuin Euroopan unionin tasolla. Analyysiosuuteen on kuitenkin pyritty kokoamaan aineistosta sellaiset kokonaisuudet, joiden perusluonteen voidaan olettaa pysyvän varsin samana yksityiskohdista huolimatta. Lopulliseen analyysiin tarkasteltavaksi päätyi viisi kokonaisuutta, jotka ovat kirjoittajan näkemyksen mukaan keskeisimpiä kokonaisuuksia uudessa direktiivissä sijoittajansuojan osalta. Finanssivalvonta on käyttänyt samankaltaista jaottelua omassa koulutusmateriaalissaan. (Finanssivalvonta, 2017b.) Aineistossa pyritään erittelemään tilivelvollisuussuhteita yleisellä tasolla, jolloin teknisten yksityiskohtien muuttumisen voidaan olettaa olevan tutkimuksen lopputuloksen kannalta merkityksettömiä.

Tutkimusmenetelmän viitekehyksenä käytetään sisällön analyysia jota voidaan pitää tyypillisenä laadullisen tutkimuksen tarkasteluperinteenä (Tuomi, 2009). Analyysin tarkoituksena on kartoittaa, millaiset tilivelvollisuussuhteet näkyvät käytetyssä aineistossa ja miten Bovensin (2007) esittämät kysymykset (kuka, kenelle, mistä, miksi) ja Mulganin (2003) käsitys tilivelvollisuussuhteen takana olevasta prosessista voidaan aineistosta eritellä. Näiden työkalujen avulla aineistosta pyritään erittelemään tilivelvollisuus- ja vastuusuhteita ja pohtimaan, millä tavoin lisääntyneellä sääntelyllä pyritään selkiyttämään tilivelvollisuussuhteita ja tätä kautta parantamaan

sijoittajansuojaa. Laajemmassa mittakaavassa pyritään tuomaan ilmi, miten aineistossa esiintyvät tilivelvollisuussuhteet ilmentävät reguloivan hallinnon aikakautta. Tutkimuksessa pyritään ymmärtämään, miten lisääntynyt sääntely ja erityisesti lisääntynyt transparensisivaade vaikuttavat tilivelvollisuus- ja vastuusuhteisiin ja mitä vaikutuksia tällä muutoksella on. Analyysiin valikoitu aineisto koskee sijoittajansuojaa ja se on jaettu viiteen eri osa-alueeseen. Analyysin edetessä jokainen osa-alue esitellään erikseen, jonka jälkeen sovelletaan Bovensin apukysymyksiä ja määritellään, millä tavoin tilivelvollisuussuhteet näkyvät peilaten niitä Bovensin esittämään jaotteluun. Luvussa 6 esitellään yhteenveto analyysiosuuden tuloksista ja linkitetään nämä tulokset laajempaan tutkimusongelmaan. Tutkimuskysymykset joihin pyritään vastaamaan ovat analyysiosuudessa (1) *Minkälaiset tilivelvollisuussuhteet näkyvät MiFID 2 -direktiivin sijoittajansuojaa koskevissa määräyksissä*, ja tutkimuksen loppupäätelmissä (2) *Miten nämä tilivelvollisuussuhteet voidaan nähdä reguloivan hallinnon viitekehyksessä*. Tutkimuksen kokonaiskontekstin ymmärtämisen kannalta on seuraavaksi tarpeellista taustoittaa mitä tarkoitetaan sijoituspalvelutoiminnalla, mitkä ovat sijoituspalvelutoiminnan kannalta keskeiset valvontaviranomaiset, sekä miten sijoituspalvelutoiminnan sääntely on rakentunut EU:ssa.

## 4.1 Sijoituspalvelutoiminta lyhyesti

Suomessa Finanssivalvonta määrittelee sijoituspalvelutoiminnan seuraavasti:

*”Sijoituspalveluyritykset tarjoavat asiakkaille erilaisia sijoittamiseen liittyviä palveluja. Sijoituspalvelulla tarkoitetaan lainsäädännössä muun muassa sijoitusneuvontaa, omaisuudenhoitoa sekä rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamista, välittämistä ja toteuttamista. Sijoituspalveluyritys voi myönnetyn toimiluvan mukaisesti tarjota asiakkaille lisäksi muun muassa rahoitusvälineiden säilytys- ja hoitopalveluja, myöntää sijoituspalveluun liittyviä luottoja ja muuta rahoitusta sekä tuottaa sijoitustutkimuksia ja rahoitusvälineillä käytävään kauppaan liittyviä yleisiä suosituksia”* (Finanssivalvonta, 2014).

Suomessa sijoituspalvelutoiminta perustuu sijoituspalvelulakiin.

Kuten kaiken sijoitustoiminnan, myös sijoituspalvelutoiminnan tarkoitus on toteuttaa asiakkaan asettamat sijoitustoiminnan tavoitteet mahdollisimman hyvin. Asetettuja tavoitteita voivat olla esimerkiksi mahdollisimman suuri tuotto sijoitetulle pääomalle, tai toisaalta pääoman säilyttäminen inflaatiokorjattuna. Sijoituspalvelutoiminnan ansioista eri toimijat voivat ostaa ammattilaisilta asiantuntemusta saavuttaakseen paremmin asettamansa sijoitustavoitteet. Asiakkaiden varoja voidaan sijoittaa erilaisiin sijoitusinstrumentteihin ennalta sovitulla tavalla. Vaihtoehtoja on lukuisia erilaisia. Varoja voidaan sijoittaa esimerkiksi yritysten osakkeisiin, joukkovelkakirjoihin, johdannaisiin tai kiinteistöihin. Olennaista asiakkaan kannalta on se, että kaikkeen sijoitustoimintaan liittyy myös riski menettää pääomaa. Suurempien tuottojen tavoittelu vaatii suurempien riskien ottamista. (Taloussuomi, 2017.) Luonnollisesti sijoituspalveluyrityksissä luottamussuhteen rakentaminen asiakkaan kanssa on tärkeässä roolissa. Erityisesti finanssikriisin jälkeen, luottamus rahoitusalan toimijoita kohtaan koki kovan kolauksen, sillä ihmiset kokivat tullessa jollain tasolla huijatuiksi. Lavikainen (2012) on tehnyt tutkimusta maineen ja luottamuksen merkityksestä sijoituspalvelutoiminnassa. Lavikaisen mukaan, luottamus ja maine ovat erottamattomia sijoituspalvelutoiminnan tarkastelussa. Maine rakentuu luottamukselle, joka on pohja kaikelle asiakkaan kanssa toimimiselle. Asiakkaan on luotettava siihen, että hänen varojaan sijoitetaan omaisuudenhoidon ja sijoitusneuvonnan puitteissa sovitulla tavalla, ja että hän saa parasta mahdollista sijoitusneuvontaa. (Lavikainen, 2012.)

Finanssivalvonta on Suomessa rahoitusmarkkinoita ja näin myös sijoituspalvelutoimintaa valvova elin. Finanssivalvonta on päätöksenteossa itsenäinen ja hallinnollisesti Suomen Pankin alla toimiva viranomaisena, jonka tarkoituksena on osana EU-valvontaverkostoa taata vakaat ja läpinäkyvät finanssimarkkinat ja ylläpitää luottamusta markkinoita kohtaan (Finanssivalvonta, 2017a). EU-tasolla ESMA:lla on rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä merkittävä rooli. ESMA (European Securities and Markets Authority/ Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisena) on riippumaton viranomaisena, jonka päätehtäviä ovat EU:n alueella sijoittajansuojan parantaminen, rahoitusmarkkinoiden eheän toiminnan takaaminen, sekä taloudellisen vakauden ylläpitäminen. Lisäksi ESMA osallistuu aktiivisesti rahoitusmarkkinoita koskevaan lainsäädännön valmisteluun antamalla neuvoja ja lausuntoja päätöksentekoprosessissa. ESMA myös koordinoi kansallisia rahoitusmarkkinoiden toimijoita (Suomessa Finanssivalvontaa), sekä valvoo

suoraan luottoluokituslaitoksia ja kaupparekistereitä. ESMA perustettiin vuonna 2011 osana finanssikriisin jälkeistä politiikkaa markkinoiden ja sijoitustoiminnan vakauttamiseksi ja turvaamiseksi. (ESMA, 2017a.)

## 4.2 Sijoittajasuojasääntelyn rakenne Euroopan unionissa

MiFID 2 -direktiivin piiriin kuuluvien toimijoiden sääntely Euroopan unionissa voidaan jakaa kolmelle tasolle. **Ensimmäisellä** tasolla ovat Komission asettamat MiFID 2 -direktiivi ja MiFIR-asetus sellaisinaan. Direktiivissä on n. 600 kohtaa, joissa on määriteltä tavoitteet, mihin jokaisen jäsenvaltion on päästävä. Vastaavasti asetus on implementoitava sellaisenaan lakiin. Nämä säädökset on valmisteltu jo vuonna 2014 ja ne toimivat pohjana Euroopan unionin rahamarkkinoiden tulevaisuuden sääntelylle sekä luovat raamit ja antavat suunnan sille, miltä sääntely tulee näyttämään (Andersen, 2017). Kuitenkin, direktiivin ja asetuksen ohjeet ovat varsin tulkinnanvaraisia, minkä takia tiukempaa tulkintaa ja käytännön toimintaohjeita vaaditaan muita sääntelyn tasoilta. Tämän ensimmäisen tason sääntely implementoidaan lakiin. (Finanssivalvonta, 2017b.) Tässä tutkimuksessa perehdytään ainoastaan direktiiviin ja siihen liittyviin dokumentteihin, ja asetus jätetään tarkastelun ulkopuolelle. Ratkaisulle perusteluna voidaan esittää se, että sijoittajasuojan kannalta keskeisimmät sisällöt esitetään direktiivissä, kun taas asetus keskittyy suurilta osin teknisiin seikkoihin, mikä ei tämän tutkimuksen kannalta ole keskeisessä roolissa.

Euroopan unionin perussopimuksen mukaan, *”Lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksyttävässä säädöksessä voidaan siirtää komissiolle valta antaa muita kuin lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksyttäviä, soveltamisalaltaan yleisiä säädöksiä, joilla täydennetään tai muutetaan lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksytyn säädöksen tiettyjä, muita kuin sen keskeisiä osia”* (Euroopan Unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto C 326, 2012 artikla 290 kohta 1). Sijoittajasuojasääntelyn tasolla tämä viittaa siihen, että sääntelyn **toisella** tasolla komissiolla on säädösvallan siirron mukaan oikeus luoda täydentäviä säädöksiä MiFID 2 -direktiiviin ja MiFIR-asetukseen. Tällaisia täydentäviä säädöksiä sääntelyn toisella tasolla ovat esimerkiksi tekniset sääntelystandardit (RTS:t) ja tekniset täytäntöönpanostandardit (ITS:t). Sääntelyn toisella tasolla on kokonaisuudessaan n. 2000 erillistä kohtaa (Andersen, 2017). Nämä

yksityiskohtaisempia ohjeita sisältävät standardit ovat ESMA:n valmistelemissä ja muodollisesti komission antamia asetuksia. Suomessa osa toisen tason sääntelyä implementoidaan lakiin, ja osa Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmaan (Finanssivalvonta, 2017b.)

Sääntelyn **kolmannella** tasolla ovat ESMAN antamat ohjeet ja konsultaatiot MiFID 2 -direktiivin tulkittamiseksi ja käytännön implementoimiseksi. Arvion mukaan konsultaatioita on 1113 sivua (Andersen, 2017). Sääntelyn tavoitteena ovat mahdollisimman yhtenäiset valvontamenettelyt kaikissa EU-jäsenvaltioissa. ESMA ylläpitää myös Q&A (kysymyksiä ja vastauksia) nettisivua, johon se pyrkii kokoamaan yleisiä kysymyksiä ja vastauksia, koskien sijoittajansuojan sääntelyä ja sen toimeenpanoa. Kuten jo aikaisemmin on mainittu, erityisesti tämän kolmannen tason sääntelyn osalta, aineiston kerääminen tutkimuksen analyysiosioon on ollut varsin haasteellista, johtuen aineiston heterogeenisestä luonteesta ja toisaalta osittain vaikeasta saatavuudesta.

### 4.3 Yhteenveto

Tämän aineistoa ja menetelmää koskevan luvun tarkoituksena on antaa yleiskuva siitä, miten tutkimuksen aineiston on muodostettu ja miten analyysiosuus toteutetaan, sekä tuoda esille tutkimuksen kontekstia, eli sääntelyn rakennetta EU:ssa. Kuten mainittu, analyysissä pyritään erittelemään tutkimuksen aineistosta tilivelvollisuussuhteita, ja tämän erittelyn apuna käytetään Bovensin esittämiä kysymyksiä tilivelvollisuudesta, sekä Mulganin tilivelvollisuussuhteen prosessin tunnistamista. Tämän tutkimuksen aineistona toimivat MiFID 2- sääntelyn dokumentit kaikilta esitellyiltä kolmelta sääntelyn tasoilta. Analyysiosuudessa tarkastellaan alkuperäistä MiFID 2 -direktiiviä, sitä täydentävää komission delegoitua direktiiviä, ESMA:n dokumentteja ja ohjeita, asiantuntijoiden tulkintoja sekä Finanssivalvonnan materiaaleja ja tulkintoja. Seuraavassa luvussa esitetään yksityiskohtaisemmin käytetyn aineiston rajaus ja luokittelu, sekä minkälaisia tilivelvollisuussuhteita aineistossa on havaittavissa.

## 5 Uuden sääntelyn tilivelvollisuussuhteiden analyysi

MiFID 2 -direktiivi julkaistiin 12.6.2014 ja alun perin sitä oli määrä alkaa soveltaa 3.1.2017 alkaen. Komission ehdotuksesta Euroopan parlamentti kuitenkin hyväksyi vuoden lisääjän siirtymiselle ja näin ollen direktiiviä ryhdytään soveltamaan 3.1.2018 alkaen. Sääntelyn toimeenpanon lykkäämistä perusteltiin muun muassa sillä, että sääntelyn jäsenvaltioiden teknisten rahoitusjärjestelmien ei koettu olevan riittävän edistyneitä. MiFID 2 -direktiiviä sovelletaan ”*sijoituspalveluyrityksiin, markkinoiden ylläpitäjiin, raportointipalvelujen tarjoajiin ja kolmansien maiden yrityksiin, jotka tarjoavat sijoituspalveluja tai harjoittavat sijoitustoimintaa unionissa sinne perustetun sivuliikkeen välityksellä*” (MiFID 2 2014/65/EU, 2018). Direktiivillä on kaksi päätavoitetta: sijoittajansuojan parantaminen ja rahoitusvälineillä käytävän kaupankäynnin läpinäkyvyyden lisääminen (Finanssivalvonta, 2017b). Tämän tutkimuksen puitteissa keskitytään pääasiassa juuri tuohon sijoittajansuojaan, ja millä tavoin direktiivi pyrkii parantamaan sitä. Tarkasteltava aineisto on luokiteltu eri osa-alueisiin. Analysoitavia kokonaisuuksia ovat asiakkaan tunteminen ja asiakasprosessi, tuotehallintamenettely, kannustimet ja eturistiriidat sekä asiakasrajapinnassa toimivien henkilöiden osaamis- ja kokemusvaatimukset. Lisäksi esitellään, mitä seuraamuksia sääntelyn noudattamattomuudesta esitetään uudessa regulaatiossa. Aineiston eri luokkien ja sijoittajansuojan osa-alueiden esittelyn jälkeen toteutetaan analyysi, jossa aineistossa ilmenneitä tilivelvollisuussuhteita tarkastellaan tutkimuksen teoreettisen viitekehyksen kautta. Luvun lopussa esitetään yhteenveto analyysin tuloksista ja luvussa 6 pohditaan analyysin tulosten merkityksiä reguloivan hallinnon kontekstissa.

### 5.1 Asiakkaan tunteminen ja asiakasprosessi

MiFID 2 -direktiivin artiklan 24 mukaan jokaisen asiakasprosessin alussa sijoitusneuvontaa tarjoavan toimijan on tehtävä asiakkaalle selväksi yleisellä tasolla, minkälaista sijoitusneuvontaa se tarjoaa, minkälaisia tuotteita siihen kuuluu, sekä minkälaista sijoitusstrategiaa tietty toimija noudattaa. Lisäksi jokaisella toimijalla on velvollisuus ilmoittaa selkeästi palkkiorakenteensa ja sijoitusneuvonnan kokonaiskustannukset asiakkaalle (palkkioiden sääntelystä lisää kohdassa 5.3.

Kannustimet ja eturistiriidat) (MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 24 kohta 4.) Asiakasprosessin alussa jokaiselle asiakkaalle on tehtävä soveltuvuusarviointi, jossa tulee käydä ilmi mahdollisimman tarkasti asiakkaan tarpeet, sijoitushorisontti, sijoitusvarallisuus, mistä varallisuus on peräisin, mikä on asiakkaan tietämys sijoitustoiminnasta yleensä, sekä yksittäisistä sijoitusinstrumenteista. Näiden perusteella asiakkaat on luokiteltava joko ammattimaisiin, ei-ammattimaisiin tai hyväksytyin vastapuolen sijoittajiin. Sijoituspalvelulain mukaan hyväksytyjä vastapuolia ovat muun muassa rahoituslaitokset, vakuutusyhtiöt, valtiot ja yleishyödylliset säätiöt (Sijoituspalvelulaki 747/2012, 2012, pykälä 19.) Myös asiakkaan riskinsietokyky sekä tappionsietokyky on dokumentoitava. Asiakkaiden jako kolmeen ryhmään osaamisen ja kokemuksen perusteella sekä soveltuvuusarvioinnin tekeminen ovat jo olemassa olevaa sääntelyä MiFID 1 -direktiivin piirissä, mutta MiFID 2 -direktiivin myötä uutena vaatimuksena tulee soveltuvuusarvioinnin päivittäminen vähintään vuosittain ja soveltuvuuslausunnon toimittaminen myös asiakkaalle nähtäväksi ja hyväksyttäväksi. (Korhonen, 2017.)

Myydessään asiakkaalle sijoitustuotteita myyjällä on velvollisuus ilmoittaa mahdollisimman tarkasti, mitä tuote sisältää, sekä miten sijoitustuotteesta voidaan tarvittaessa irtaantua. Asiakkaalle on esitettävä, miten tuotteen myynnistä maksettavat palkkiot vaikuttavat sijoitustuotteen kokonaistuottoon, sekä tehtävä arvio tuotteen sopivuudesta asiakkaalle ottaen myös huomioon tuotteen määritellyn kohdemarkkinan (kohdemarkkinasta lisää osiossa 5.2 Tuotehallintamenettely). (Korhonen, 2017.) Erityisesti tuotteiden ollessa monimutkaisia tuotteita on sijoitusneuvontaa antavan henkilön jokaisella kerralla tehtävä soveltuvuusarvio asiakkaan kohdalla, eli osoitettava että tarjottu tuote sopii juuri kyseiselle asiakkaalle. MiFID 2 -direktiivin myötä yksinkertaisiksi luokiteltujen sijoitustuotteiden lista kaventuu ja jatkossa ne tulevat käsittämään todennäköisesti vain osakkeita (Miettinen, 2017). Monimutkaisiksi sijoitustuotteiksi luokitellaan jatkossa muun muassa strukturoidut tuotteet, johdannaiset, hyödykejohdannaiset ja valuutat (Miettinen, 2017). Sijoituspalvelutoiminnassa on tyypillistä myydä myös paketoituja tuotteita. MiFID 2 -direktiivin myötä myydessä paketoituja tuotteita on asiakkaalle tehtävä myös selväksi, mitä konkreettista hyötyä paketoitun tuotteen ostaminen tuo asiakkaalle sekä mitkä ovat paketoitun tuotteen tuotteiden hinnat erikseen ostettuina (MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 24 kohta 11). Lisäksi, asiakkaalle on aina tehtävä selväksi, onko toteutettu sijoitusneuvonta



riippumatonta tai ei-riippumatonta. Riippumattomalla sijoitusneuvonnalla tarkoitetaan sellaista neuvontaa, jossa ei tarjota ainoastaan yhden toimijan tuotetta, eikä oteta palkkionpalautuksia vaan asiakkaalle tarjotaan kohtuullinen määrä eri vaihtoehtoja joiden voidaan nähdä olla parhaalla tavalla asiakkaan edun mukaisia (Andersen, 2017; MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 24 kohta 4). Toimeksiannon toteutumisen jälkeen asiakkaalle on raportoitava tarkemmin salkunhoidon toimenpiteet, performanssi ja palkkiot, sekä tarvittaessa päivitettävä soveltuvuuslausuntoa. Myös tiedot tuotteiden ja palveluiden muuttumisesta on ilmoitettava asiakkaalle ja ne on ilmoitettava asiakkaalle selkeässä muodossa. (Korhonen, 2017; MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 27 kohta 5.)

MiFID 2 -direktiivi työ myös tiukennuksia asiakkaan kanssa käytyjen keskustelujen dokumentointiin liittyen. Uuden sääntelyn mukaan kaikki asiakkaiden kanssa käytävät keskustelut jotka johtavat toimeksiantoon tai joiden on tarkoitus johtaa toimeksiantoon, on tallennettava, mukaan lukien puhelinkeskustelut. Myös suullisesti asiakkaan kanssa käytävät keskustelut on tallennettava joko kirjallisena pöytäkirjana tai muistiinpanoina. Kaikki asiakkaan antamat toimeksiannot on toimitettava sellaisilla menetelmillä, jotka voidaan tallentaa ja sijoituspalveluita tarjoavien yritysten on toteutettava kaikki kohtuulliset toimenpiteet, estääkseen sellaisten viestintämenetelmien käyttö joita ei voi kirjata ja jäljentää. (MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 16 kohta 7.) Kokonaisuudessaan asiakasprosessin läpi korostuu sijoitusneuvontaa tarjoavan yrityksen selonottovelvollisuus. Kaikissa yllämainituissa asiakkuuden osa-alueissa sijoituspalveluita tarjoavan tahon on otettava selvää asiakkaan tilanteesta ja tavoitteista ja saamansa tiedon perusteella tarjota hänelle parasta mahdollista palvelua.

## 5.2 Tuotehallintamenettely

Sijoituspalveluyrityksissä on tavanomaista, että asiakkaille tarjotaan myös muiden toimijoiden valmistamia tuotteita. Sijoitustuotteiden valmistaja *”luo, kehittää laskee liikkeelle tai suunnittelee..”* (Finanssivalvonta, 2017b) ja jakelija *”tarjoaa suosittelee tai myy..”* (Finanssivalvonta, 2017b) sijoitustuotetta. MiFID 2 -direktiivin myötä vaatimukset tuotehallintamenettelylle kiristyvät. Finanssikriisin jälkeisissä pohdinnoissa todettiin, että tuotehallintamenettelyä koskeva sääntely ennen kriisiä ei ollut riittävää varmistamaan kaikissa tilanteissa asiakkaan edun mukaan toimimista. Tästä syystä

MiFID 2 -direktiivin artikloissa 16 ja 24 määritellään entistä tarkempia määräyksiä koskien tuotehallintamenettelyä. Alkuperäisen direktiivin tuotehallintamenettelyä koskevia säädöksiä on myöhemmin täydennetty niin sääntelyn toisella tasolla delegoidun direktiivin muodossa, kun kolmannella tasolla ESMA:n antamien ohjeiden muodossa. Uuden sääntelyn mukaan eri sijoitustuotteiden koko elinkaarta pyritään sääntelemään ja tarkastelemaan asiakkaan turvan parantamiseksi, ja lisäämään tuotteen valmistajien ja jakelijoiden vastuuta. Lisääntyneen tuotehallintamenettelyn sääntelyn uskotaan tuovan lisää sijoittajansuojaa sijoituspalveluyritysten asiakkaille, harmonisoivan sijoitustuotteiden valmistusta ja jakelua Euroopan unionin jäsenvaltioissa, helpottamaan tuotteiden keskinäistä vertailua, sekä edesauttavan oikeiden sijoitustuotteiden kohdentamista sopiville asiakkaille ja tätä kautta lisäämään sijoituspalveluyritysten toiminnan tehokkuutta. (ESMA, 2017b; Komission delegoitu direktiivi, 2016.)

### 5.2.1 Tuotteen valmistajan vastuu

Alkuperäisen MiFID 2 -direktiiviin ja komission delegoituun direktiiviin perustuen ESMA julkaisi 2.6.2017 uuden ohjeen koskien tuotehallintamenettelyn käytännön toteuttamista. Uuden ohjeen keskeisimpänä sisältönä voidaan pitää määräystä siitä, että kaikilla sijoitustuotteilla tulee olla niiden valmistajan määrittelemä kohdemarkkina, jolle kyseistä tuotetta voidaan myydä ja markkinoida. Tuotteen valmistajan tulisi käyttää seuraavia kategorioita kohderyhmän määrittelyssä (ESMA, 2017b):

1. Asiakastyyppejä, eli kohdennetaanko tuote ei-ammattimaisille, ammattimaisille vai hyväksytyyn vastapuolen sijoittajille.
2. Osaaminen ja kokemus, eli mitkä ovat ne osaamisvaatimukset minimissään joita tuotteeseen sijoittavalla taholla tulee olla
3. Taloudellinen tilanne, tappionsietokyky, eli mitkä ovat tuotteen kokonaiskustannukset asiakkaalle ja mitkä ovat tappiot joista sijoittajan tulisi pystyä suoriutumaan
4. Riskinsietokyky ja tuotteen riski/tuottosuhde eli riskiprofiili olisi pystyttävä kategorisoimaan esimerkiksi maltilliseen kohtalaiseen ja korkeariskiseen kategoriaan

5. Asiakkaan tavoitteet ja tarpeet eli tuotteen valmistajan tulisi määrittellä tarkemmin minkälaisiin sijoittajan tarpeisiin tuote voi vastata. Tukeeko tuote esimerkiksi eettistä sijoittamista, onko se hyvä tuote veroseuraamusten kannalta tai onko tuotteella suojaavia ominaisuuksia.

On huomattavaa, että ESMA:n antama ohje ja toisaalta jo edellisessä kappaleessa esitelty MiFID 2 -direktiivin määrittelemä asiakkaan tuntemiskysymykset ovat lähes identtiset. Voidaankin olettaa tavoitteen olevan se, että sijoituspalveluyritysten tekemä asiakkaan tuntemisprosessi ja toisaalta sijoitustuotteiden valmistajan tekemä arvio kohderyhmästä voivat kohdata ja tätä kautta oikeiden tuotteiden löytäminen oikeille asiakkaille olisi mahdollisimman sujuvaa. Tuotteen valmistajan on kuvattava tuotteensa mahdollisimman yksityiskohtaisesti. ESMA:n (2017b) ohjeen mukaan sijoitustuotteen valmistajan on pyrittävä asiakaskohderyhmää määriteltäessä kuvaamaan mahdollisimman tarkasti tuotteen ominaisuuksia, kuten sen monimutkaisuutta, riskin ja tuoton suhdetta sekä likviditeettiä. Lisäksi on valmistajan vastuulla varmistaa, että tuotteen jakelustrategia vastaa sille määritellyä kohderyhmää, eli valmistajan tuotteet päätyvät oikeasti niille määritellyille asiakkaille. (Finanssivalvonta, 2017b.)

### 5.2.2 Tuotteen jakelijan vastuu

Tuotteen jakelijan eli esimerkiksi sijoituspalveluyrityksen rooli on määrittää yksityiskohtaisemmin ja omaa asiantuntemustaan käyttäen miten tietty tuote sopii asiakkaalle ja miten valmistajan määrittelemä jakelustrategia toteutuu. Jakelijan vastuulla on myös jatkuva arviointi myytävien tuotteiden sopivuudesta omalle olemassa olevalle asiakaskunnalle ja toisaalta myös tulevalle asiakaskunnalle. Jakelijan tulee käyttää apuna tekemäänsä asiakkaan soveltuvuuslausuntoa. Tuotteen jakelijan tulee olla myös säännöllisesti yhteydessä tuotteen valmistajan kanssa, jotta mahdolliset muutokset tuotteen rakenteessa osattaisiin huomioida läpi sen elinkaaren ja mahdollisesti muuttaa tuotteen kohderyhmää ja/tai jakelustrategiaa. Tuotteen jakelijan vastuulla on myös varmistaa, ettei tuotetta yritetä myydä tai markkinoida kohderyhmän ulkopuolelle. (Finanssivalvonta, 2017b.)

Tuotteen jakelija on ilmoitusvelvollinen tuotteen valmistajalle, jos hän myy tuotetta valmistajan määrittelemän asiakaskohderyhmän ulkopuolelle. Tällaisia tilanteita voi olla muun muassa täyden valtakirjan omaisuudenhoidossa. Tällöin asiakas ostaa asiantuntemusta salkunhoitajalta, joka sijoittaa hänen varojaan sellaisiin tuotteisiin joista asiakkaalla ei itsellään ole välttämättä tarvittavaa tietoa ja/tai osaamista. ESMA:n (2017b) antaman ohjeen mukaan kuitenkin omaisuudenhoidossa tulisi myös lähtökohtaisesti käyttää sellaisia tuotteita, joita asiakkaalle voitaisiin myydä hänen asiakasluokittelunsa perusteella. Poikkeavia tuotteita tulisi käyttää ainoastaan asiakkaan salkun suojaamiseen ja riittävän hajautuksen takaamiseksi. Kokonaisuutena asiakkaan salkun tulisi olla hänelle määritellyn luokittelun ja kohderyhmän mukainen. MiFID 2 -direktiivin artiklojen 39-43 myötä on mahdollista toteuttaa viimeisenä ja äärimmäisenä keinona tuoteinterventio. Tämä antaa kansalliselle valvojalle (Suomessa finanssivalvonta) mahdollisuuden tarvittaessa estää tai rajoittaa tietyn sijoitustuotteen myyntiä tai markkinointia tietylle asiakasryhmälle. (Finanssivalvonta, 2017b.)

### 5.3 Kannustimet ja eturistiriidat

MiFID 2 -direktiivin artiklassa 24 käsitellään sijoitusneuvonnan riippumattomuutta ja kannustimien sääntelyä sijoituspalveluyrityksissä. Tähän saakka, sijoituspalveluita tarjoavien yritysten keskuudessa on ollut tyypillistä käyttää erinäisiä jakeluverkostoja sijoituspalvelutuotteille. Käytännössä eri toimijat ovat sopineet keskenään, että maksavat toisilleen provisioita tai muita palkkioita omien tuotteidensa myymisestä ja/tai markkinoimisesta asiakkaille. Uuden direktiivin myötä tähän on tulossa tiukennus. Kuten jo kappaleessa 5.1 on mainittu, MiFID 2 -direktiivin artiklassa 24 määritellään, että asiakkaille on tehtävä selväksi, onko toteutettu sijoituspalvelutoiminta riippumatonta- vai ei riippumatonta. Uuden sääntelyn mukaan, sijoituspalvelutoiminnan tulisi aina olla riippumatonta, eli sijoituspalveluita tarjoavan yrityksen olisi kartoitettava sijoitusneuvontatilanteessa riittävä määrä vaihtoehtoja eri rahoitusvälineistä eri liikkeeseenlaskijoilta asiakkaan intressit etusijalla. Jatkossa ei siis enää ole sääntelyn mukaista käyttää ainoastaan tuttuun valmistajien tuotteita myynnissä ja markkinoinnissa, tai toisaalta tarjota asiakkaalle vaihtoehtona ainoastaan omia sijoitustuotteita. Sijoituspalveluyrityksen tulee uuden sääntelyn myötä aina myös varmistua siitä, ettei se palkitse henkilöstöä tavalla, joka voisi olla haitallista asiakkaan edun kannalta, eli

asettamalla esimerkiksi myyntiprovisioita tiettyjen tuotteiden myynnistä, jolloin asiakkaan palvelun laadun voitaisiin nähdä olevan vaarassa kärsiä liian suppean tuotevalikoiman esittelyn vuoksi. Asiakkaalle on myös tehtävä selväksi, minkälainen suhde tuotteen jakelijalla on tuotteen valmistajaan.

Sijoituspalveluita tarjoava yritys ei artiklan 24 mukaisesti saa vastaanottaa enää rahallisia tai ei- rahallisia palkkioita tai provisioita kolmannelta osapuolelta, jotka liittyvät tietyn sijoitustuotteen myyntiin tai suositteluun asiakkaalle. Edut, jotka parantavat tarjottavan palvelun tai tuotteen laatua asiakkaalle, eivätkä ole ristiriidassa asiakkaan edun kanssa ovat sallittuja, mutta ne tulee ilmoittaa asiakkaalle selkeästi ennen palvelun tarjoamista. Tällaisten lisäarvokomponenttien tarkoituksena tulisi olla parantaa asiakkaan asemaa ja kompensoida kannustimesta mahdollisesti aiheutuvaa eturistiriitaa. Finanssivalvonnan (2017b) raportin mukaisia esimerkkejä lisäarvokomponentista ovat esimerkiksi neuvonta liittyen sijoitustoimintaan tai koulutukset. Tavoitteena on, että kannustin hyödyttää kaikkia osapuolia, eli tuotteen valmistajaa, tuotteen jakelijaa ja ennen kaikkea asiakasta. Myös sijoitustuotepakettien myymisessä tulee asiakkaalle eritellä, mitä lisäarvoa tuotteiden ostaminen pakettina tuo suhteessa niiden ostamiseen erikseen. Kuten muillakin osa-alueilla, myös kannustimien osalta uusi direktiivi korostaa jatkuvaa prosessien seuranta ja arviointia. MiFID 2 -direktiivin myötä myös liiketapaamisien ja koulutusten tarjoiluihin ja muihin etuihin tullaan kiinnittämään entistä enemmän huomiota. Uuden sääntelyn mukaan kaikki asiakkaalle tulevat kulut tulee eritellä asiakkaalle ymmärrettävällä tavalla. (Finanssivalvonta, 2017b; Korhonen, 2017; MiFID 2 2014/65/EU, 2018.)

Uusi sääntely ottaa myös entistä tiukemman kannan eturistiriitoihin ja niiden tunnistamiseen ja ilmoittamiseen asiakkaalle. Siinä missä vanha sääntely velvoitti ainoastaan tunnistamaan potentiaaliset eturistiriitatilanteet, velvoittaa uusi sääntely sijoituspalveluyrityksiä nimenomaisesti estämään eturistiriitoja kaikilla asianmukaisilla hallinnollisilla ja organisatorisilla menetelmillä. Mikäli eturistiriidan poistaminen on kuitenkin mahdotonta, tulee eturistiriidasta ilmoittaa asiakkaalle välittömästi ja pysyvällä tavalla. Eturistiriitatilanteessa asiakkaalle annettavan tiedon tulee olla riittävän selkeässä muodossa, jotta asiakkaalla on valmiudet tehdä sijoitustoiminnastaan perustellut päätökset. Lisäksi asiakkaalle ollaan velvollisia ilmoittamaan toimet, joita on toteutettu eturistiriidan estämiseksi. (MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 23 kohdat 1-3.)

## 5.4 Osaamisvaatimukset

MiFID 2 -direktiivin artikla 25 tulee asettamaan entistä tiukemmat vaatimukset sijoituspalvelutoiminnassa toimivien henkilöiden osaamiselle ja pätevyydelle. Oman henkilökunnan lisäksi myös sidonnaisasiamiesten pätevyyttä tullaan arvioimaan. Sidonnaisasiamies määrittää sijoituspalvelulaissa seuraavasti:

*”Sidonnaisasiamies voi 1) vastaanottaa ja välittää sijoitus- ja oheispalveluihin tai rahoitusvälineisiin liittyviä asiakkaiden ohjeita ja toimeksiantoja; 2) välittää rahoitusvälineitä asiakkaille; 3) antaa sijoituspalveluyrityksen tarjoamia sijoitus- ja oheispalveluja tai rahoitusvälineitä koskevaa neuvontaa asiakkaille; 4) markkinoida sijoituspalveluyrityksen tarjoamia sijoitus- ja oheispalveluja asiakkaille.”*  
(Sijoituspalvelulaki 747/2012, 2012, pykälä 7.)

MiFID 2 -direktiivin myötä asiakasrajapinnassa toimiville henkilöille ei aseteta tutkintopakkoa, mutta heiltä tullaan vaatimaan riittävää osaamista ja kokemusta, eikä toista voi korvata toisella. Riittävän kokemuksen ja/tai osaamisen puuttuessa henkilöllä tulee olemaan mahdollisuus toimija asiakasrajapinnassa valvonnan alaisena. Valvonnan alaisena henkilö voi toimia enintään 4 vuotta, jonka aikana hänen tulee kehittää osaamistaan ja kokemustaan riittävälle tasolle. Jokaiselle valvottavalle tulee laatia henkilökohtainen suunnitelma, miten hänen toimintaansa asiakasrajapinnassa valvotaan ja dokumentoidaan. Kaikkien asiakasrajapinnassa toimivien henkilöiden osaamista tullaan seuraamaan, kehittämään ja dokumentoimaan. Sijoituspalveluita tarjoaville yritykselle tullaan asettamaan tarvittaessa näyttövelvollisuus. (MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 25 kohta 1.)

Uuden sääntelyn mukaan sijoituspalvelutoiminnassa työskentelevän henkilön tulee ymmärtää ja tarvittaessa osoittaa ymmärtävänsä tarjottavien sijoitustuotteiden rakenne, pääpiirteet, riskit, kokonaiskulut ja veroseuraamukset. Myös asiakkaalle aiheutuvat kokonaiskulut on tunnettava. Henkilön on myös laajemmin ymmärrettävä rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja kansainvälisten tapahtumien vaikutusta markkinoiden toimintaan ja sijoitustuotteiden arvovaihteluun. Asiakkailta saadun tiedon ja tehdyn soveltuvuusarvioinnin perusteella henkilöllä tulee olla ymmärrys siitä, miten tarjottava

tuote sopii asiakkaalle ja mitä mahdollisia esteitä sen tarjoamiselle asiakkaalle on. (MiFID 2 2014/65/EU, 2018, artikla 25.) ESMA valmisteli jo vuonna 2015 ohjeen siitä, miten riittävä osaaminen ja kokemus määritellään kussakin tehtävässä. Tämän mukaan, tuotekohtaista osaamista tullaan korostamaan entistä enemmän ja erityisesti uusien monimutkaisten sijoitustuotteiden osalta henkilökunnan kouluttamiseen tullaan kiinnittämään enemmän huomiota. ESMA:n (2015) ohjeen mukaan henkilökunnan pätevyyttä ja osaamista tulee arvioida vähintään vuosittain. Sijoitusneuvontaa antavalle henkilöstölle asetetaan tiukemmat osaamis- ja kokemusvaatimukset, kun ainoastaan tuotteiden myynnissä työskenteleville.

## 5.6 Sääntelyn noudattamattomuus

MiFID 2 -direktiivissä määritellään myös entistä tarkemmin sääntelyn noudattamattomuuteen liittyviä toimenpiteitä. Direktiivin artiklassa 70 määritellään, että jokaisen jäsenvaltion on kansallisella tasolla määritettävä hallinnolliset toimenpiteet jotka seuraavat asetettujen sääntöjen noudattamattomuudesta. Artiklan 70 kohdassa 2 määritellään, että hallinnollisia seuraamuksia sääntelyn noudattamattomuudesta tulee voida soveltaa sijoituspalveluyritysten ylimmän hallintoelimen jäseniin, sekä muihin luonnollisiin henkilöihin tai oikeushenkilöihin, joiden voidaan nähdä olevan lainsäädännön nojalla vastuussa rikkomuksista ja sääntelyn noudattamattomuudesta. Artiklassa määritellään, että viranomaisen toteuttamia toimenpiteitä sääntelyn noudattamattomuudesta voivat olla esimerkiksi, seuraamusmaksut, kiellot ja julkiset ilmoitukset. Artiklan 70 kohdan 6 mukaan julkisissa ilmoituksissa voidaan tuoda esille rikkomuksen tehneen luonnollisen henkilön tai oikeushenkilön nimi sekä rikkeen luonne. Vakavissa sääntelyn laiminlyönneissä sijoituspalveluyrityksen johdolle voidaan määrätä kieltä toimia johtotehtävissä sijoituspalvelutoimintaa tarjoavissa yrityksissä, sekä seuraamusmaksu. Seuraamusmaksun suuruus on oikeushenkilöille vähintään 5 000 000 euroa ja enintään 10 prosenttia konsernin kokonaisliikevaihdosta. Luonnolliselle henkilölle määritettävä seuraamusmaksu voi olla enintään 5 000 000 euroa. Kuitenkin, direktiivin artiklassa 70 kohdassa 6 alakohdassa e määritellään, että hallinnollinen seuraamusmaksu on oltava vähintään kaksi kertaa suurempi kuin rikkomuksesta saatu taloudellinen hyöty, mikäli se on identifioitavissa. (MiFID 2 2014/65/EU, 2018.)

Sääntelyn seuraamattomuudesta johtuvia toimenpiteitä harkittaessa tulisi artiklan 72 kohdan 2 mukaan ottaa huomioon muun muassa seuraavaa: rikkeen vakavuus, organisaation tai yksittäisen jäsenen vastuun määrä rikkeen kohdalla, vastuussa olevan tahon taloudellinen asema, rikkeen seuraamuksena syntynyt voitto ja sen aiheuttama tappion määrä organisaatiolle tai kolmansille osapuolille jos rahamäärät ovat identifioitavissa, vastuussa olevan organisaation tai yksittäisen jäsenen aikaisemmat rikkeet ja rikoshistoria. (MiFID 2 2014/65/EU, 2018.)

## 5.5 Tilivelvollisuussuhteiden tarkastelu valituissa sijoittajansuojan osa-alueissa

Käyttäen apuna tämän tutkimuksen teoreettista viitekehystä eli Mark Bovensin neljää kysymystä tilivelvollisuuden määrittelemiseksi, sekä Richard Mulganin prosessin identifioimista, voidaan seuraavaksi keskittyä tarkastelemaan, **kenelle** ollaan tilivelvollisia, **kuka** on tilivelvollinen toimija, **mistä**, **miten** ja **miksi** toimija on tilivelvollinen. Aineistossa korostuu eniten kenelle-kysymyksen ulottuvuudet, joten myös ne painottuvat analyysissä. Analyysissä tarkastellaan aineistosta välittömästi ilmeneviä tilivelvollisuussuhteita, ja näiden suhteiden merkitystä laajemmassa mittakaavassa pohditaan luvussa 6.

### 5.5.1 Kenelle?

Mikrotasolla aineistosta kumpuaa selvästi esille se tosiseikka, että sijoituspalveluita tarjoavat tahot ovat tilivelvollisia toimistaan asiakkaille. Aineistossa korostuu vahvasti se, että uuden direktiivin myötä halutaan erityisesti lisätä toiminnan läpinäkyvyyttä ja perusteltavuutta ja tätä kautta vahvistaa asiakkaan asemaa ja sijoittajansuojaa. Uudella sääntelyllä voidaan nähdä pyrittävän tilanteeseen, jossa tarpeen vaatiessa on nähtävillä kaikki toimet mitä asiakkaan kanssa on käyty ja mahdollisissa riitatilanteissa kaikki on dokumentoitu ja mahdollinen virheellinen toiminta voidaan havaita. Mielenkiintoisen tästä havainnosta tekee se, että tällainen tilivelvollisuussuhde voidaan nähdä myös eräänlaisena ilmentymänä *poliittisesta tilivelvollisuudesta*. Ideaalitulanteessa, jossa kaikki tarvittava tieto on dokumentoitu, voidaan myös nähdä vastuusuhteen olevan varsin suora. Asiakas näkee selkeästi, että hänen sijoitustoimintaprosessinsa onnistuminen tai



epäonnistuminen sääntelyn näkökulmasta on suoraviivaisesti sijoituspalveluyrityksen toiminnan tulos, joten puhtaasti rationaalisen toimijana asiakas myös vaihtaisi palvelun tarjoajaa, mikäli tämä epäonnistuu tomissaan. Samalla tavoin, kun edustuksellisissa demokratioissa kansalaiset äänestyskäyttäytymisellään päättävät heitä hallitsevat tahot. Sijoitustoiminnassa on kuitenkin aina muistettava siihen liittyvä riski, eikä onnistuneen sijoitustoimintaprosessin voida nähdä olevan tae suurista voitoista. Vastaavasti on myös huomioitava se mahdollisuus, että sääntelyn näkökulmasta puutteellinen toimintatapa ei myöskään johda välttämättä sijoitustoiminnan heikkoon tuottoon. Kysymys siitä, kuinka suuri vaikutus rahoitusmarkkinoiden sääntelyllä on suoraan sijoitustoiminnan tuottoon, on itsessään jo oman erillisen tutkimuksen arvoinen.

Aineiston perusteella voidaan nähdä, että uudella sääntelyllä pyritään takaamaan se, että asiakkaalle kerrotaan mahdollisimman tarkasti, miten sijoitustoiminnassa toimitaan ja miksi kyseisen asiakkaan kohdalla toimitaan juuri määritetyllä tavalla. Kyseessä on eräänlainen sijoituspalvelutoiminnan räätälöinti asiakkaan preferenssien ja mukaan ja aineiston perusteella voidaan nähdä pyrkimyksiä käsittää asiakkaat heterogeenisempänä joukkona kuin tähän saakka. Tuotehallinnan kohdalla EU-tahot ovatkin perustelleen tuotteiden tarkempaa kohdentamista asiakkaalle sen tuoman tehokkuuden näkökulmasta. Prosessin takana voidaan ajatella olevan näkemys siitä, että standardoimalla ja luokittelemalla niin asiakkaat, kuin sijoitustuotteet tarkemmin, voidaan ne myös helpommin saattaa yhteen pienemmillä kustannuksilla. Toisaalta, voidaanko kategorioimalla asiakkaita ja sijoitustuotteita kuitenkin lopulta tuoda aina kaikkia asiakkaan preferenssejä ilmi? Onko lopputulos aina kuitenkin kompromissi ja tulkintakysymys? Loppukädessä asiakas on kuitenkin se taho, joka tekee sijoituspäätöksen annetun tiedon perusteella ja kantaa sen mukana tulevan sijoituksen riskin.

Havainto poliittisesta tilivelvollisuudesta on mieleniintoinen siksi, että Euroopan unionin tasolta tulevan sääntelyn voitaisiin olettaa olevan luonteeltaan enemmän reguloivan hallinnon kaltaista, eli esimerkiksi *ammattilliseen tilivelvollisuuteen* ja itsesääntelyyn perustuvaa. Aineiston perusteella näin ei kuitenkaan ole, vaan sijoituspalvelutoiminnassa oleville tahoille määritellään hyvin tarkasti ja yksiselitteisesti, miten heidän kuuluu asiakasprosessissa toimia, jättämättä ammatilliselle tulkinnanvaraisuudelle juurikaan tilaa. Tämä problematiikka tulee erityisen hyvin ilmi aineistossa tuotteiden

valmistamisesta ja jakelusta puhuttaessa. Aineistossa havaittiin esimerkiksi omaisuudenhoitoon liittyvä ongelma-kohta. Uuden sääntelyn mukaan täyden valtakirjan omaisuudenhoidossa tulisi lähtökohtaisesti aina toteuttaa asiakkaan sijoitusprofiilin mukaista sijoitustoimintaa, eli asiakkaan sijoitusportfolioon tulisi ostaa sellaisia tuotteita, joita asiakas voisi myös itse soveltuvuutensa perusteella ostaa. Tämä siis tarkoittaa, että omaisuudenhoitaja, joka on myös sijoitusalan ammattilainen ei saa samalla tavalla enää valtuuksia käyttää omaa ammattitaitoaan sijoittaessa asiakkaan varoja. Ottaen kuitenkin huomioon myös kiristyneet osaamis- ja kokemusvaatimukset, joita käsiteltiin kappaleessa 5.4 vaikuttaa tämä osittain ristiriitaiselta. Siinä missä sijoituspalveluyrityksissä työskentelevää henkilöstöä tulisi uuden sääntelyn mukaan jatkuvasti kouluttaa ja arvioida tämän osaamista ja kokemusta, ei kuitenkaan itse sijoitustoiminnassa luoda mahdollisuuksia käyttää niinkään sijoitusalan osaamista ammatillisen tilivelvollisuuden kautta tarkasteltuna, vaan sääntely velvoittaa entistä mekaanisempaan toimintaan.

Mielenkiintoinen ja huomion arvoinen seikka on myös se, mitä aineistossa ei tule eksplisiittisesti ilmi, eli asiakkaan tilivelvollisuus sijoituspalveluyritykselle. Uusi sääntely määrittää vahvasti sijoituspalveluyritysten selonottovelvollisuuden asiakkaan tilanteesta, mutta sääntely ei ota kantaa siihen, mikä on asiakkaan ilmoitusvelvollisuus omasta asemastaan. Sääntely velvoittaa kyllä sijoituspalveluyritystä ottamaan mahdollisimman paljon selvää asiakkaan tilanteesta, mutta esimerkiksi tiedon todentamiseen ei oteta kantaa. Myöskään sääntelyssä ei määritellä sitä, miten todetaan sijoituspalveluyrityksen ja asiakkaan mielipiteiden olevan asiakkaan tilanteesta sama. Asiakas saa itseään koskevan soveltuvuusarvion nähtäväksi ja hyväksyttäväksi, mutta sääntely ei määrittele asiakkaalle sanktiota, mikäli hän antaa tilanteestaan virheellistä tietoa, tai jättää oleellisia asioita tilanteestaan ilmoittamatta. Uuden sääntelyn voidaan nähdä vierittävän pitkälle suurimman osan vastuusta sijoituspalveluyritykselle selonoton muodossa.

Pohdittaessa *laillista ja hallinnollista tilivelvollisuutta* voidaan todeta, että kyseessä on vahvaa laillista sääntelyä, ja toimien noudattamattomuudesta seuraa sijoituspalveluita tuottaville tahoille sanktioita. Vaikka kyseessä oleva sääntely on direktiivimuotoista, eli kansallisella tasolla on vaikutusmahdollisuuksia siihen, miten sääntely toimeenpannaan, on se kuitenkin laillisesti niin vahvasti sitovaa, ettei EU:ta ole syytä nähdä tässä

tapauksessa kvasi- legaalisenä foorumina ja ilmentävän hallinnollista tilivelvollisuuden muotoa (ks. s. 21). Kuten jo aikaisemmin tässä tutkimuksessa on mainittu, Suomessa ei ole olemassa vielä lopullisessa muodossa uutta sijoituspalvelulakia, mutta hallituksen eduskunnalle antaman lakiesityksen mukaan esimerkiksi Finanssivalvonnalle myönnetään entistä laajempi oikeus määrätä sanktioita sääntelyn noudattamattomuudesta seuraamusmaksun muodossa. Siinä missä Euroopan unionia käsiteltäessä reguloivan hallinnon ilmentymänä olisi voinut olettaa aineistosta kumpuavan myös *sosiaaliseen tilivelvollisuuteen* viittaavia piirteitä, ei näitä kuitenkaan esitellyssä aineistossa eksplisiittisesti tule ilmi. Lisääntynyttä sääntelyä perustellaan päätöksentekotaholta yhteisöllisenä ja kaikkien hyvinvointia parantavana prosessina, mutta aineistosta tulee esille se, ettei sijoitustoiminnan ruohonjuuritasolla ole juurikaan tilaa vapaaehtoisuuteen pohjautuvalle sosiaaliselle tilivelvollisuudelle, vaan toiminnassa ollaan lähtökohtaisesti tilivelvollisia virallisille valtaapitäville tahoille.

### 5.5.2 Kuka?

Tämän tutkimuksen luvussa kaksi esiteltiin eri ulottuvuuksia siitä, miten voidaan määritellä, kuka on todellisuudessa tilivelvollinen toimija. Bovensin typologian mukaan prosessissa, jossa päätöksen takana on useampi toimija, on myös haasteellisempaa määrittää tilivelvollinen taho. Aineistosta on helppo identifioida useamman välikäden ongelma puhuttaessa sijoitustuotteiden valmistajan ja toisaalta jakelijan vastuusta. Mahdollisessa ongelmatilanteessa, kantaako tuotteen jakelija vastuun siitä, että asiakas on sijoitustoimissaan epäonnistunut, vai kantaako vastuun tuotteen asiakkaalle myynyt sijoitusneuvoja? Aineiston tarkastelun perusteella voidaan todeta, että uusi sääntely määrittää selkeästi vastualueet ja toimintatavat tuotehallinnan kohdalla, eli tilivelvollisuus ja vastuukysymyksiin on mahdollista saada vastaukset tarkastelemalla tehtyjä toimenpiteitä ja ovatko ne täyttäneet asetetut kriteerit. Lisäksi, aineistosta voidaan havaita, että uuden sääntelyn pyrkimyksenä on myös vähentää toiminnan välikäsiä. Tästä voidaan pitää esimerkkinä kannustinkieltoa, joka ei suoranaisesti vähennä useamman välikäden ongelmaa, mutta joka tekee toimintojen ketjuttamisesta vähemmän houkuttelevaa. Tällä voidaan nähdä pyrittävän tilanteeseen jossa asiakkaan olisi mahdollisimman usein mahdollisuus ostaa tuote suoraan sen valmistajalta, jolloin myös kysymykset tilivelvollisuudesta helpottuisivat.

Kuten jo aikaisemmin on todettu, aineistosta tulee vahvasti esiin se, että uuden sääntelyn mukaan toimintatapoja pyritään harmonisoimaan ja standardoimaan sääntelyn muodossa ja tätä kautta vähentämään ammatillista tulkinnanvaraisuutta. Sääntelyn seurauksena ammatillisen itsesääntelyn ja tilivelvollisuuden merkitys vähenee merkittävästi, jolloin voidaan ajatella, että loogista olisi myös henkilökohtaisen vastuun kantamisen minimointi. Tällöin, noudattaen Bovensin typologiaa vastuunkantavien toimijoiden joukko rajoittuisi organisaation tasolle, tai sitä edustavaan johtoportaan. Kuitenkin esitetyn aineiston perusteella näin ei suoranaisesti ole. Kuten kohdassa 5.6 käsiteltiin, sääntelyn noudattamattomuuteen liittyvistä määräyksistä direktiivitasolta kumpuaa se, että sääntelyn noudattamattomuudesta seuraavia toimenpiteitä nimettäisiin organisaatiolle itselleen, sen ylimmälle johdolle tai muille luonnollisille henkilöille, eli mahdollisesti myös yksittäisille työntekijöille. Päätös siitä, että on mahdollista julkistaa myös havaitut rikkomukset luonnollisten henkilöiden omilla nimillä viittaa siihen, että Bovensin typologiaa noudattaen toimijat voisivat olla tilivelvollisia niin hierarkiaan perustuen kuin myös individuaalisella tasolla. Kollektiiviseen vastuunkantamiseen ei puolestaan aineistosta löydy viitteitä. Analysoitavasta aineistosta ei kuitenkaan voida eritellä, millä tavoin uusi sääntely määrittää sijoituspalveluyritysten sisäisen rakenteen ja sisäiset tilivelvollisuussuhteet ja tätä kautta yleistämään, onko havaittavissa säännön mukaista tapaa, jolla tilivelvolliset toimijat määräytyvät, vai määräytyvätkö nämä tapauskohtaisesti.

### 5.5.3 Mistä, miten ja miksi?

Kysymys siitä, miten voidaan luokitella se toiminta, josta tahot ovat tilivelvollisia on kolmas Bovensin esittämä kysymys. Bovens itse tekee karkean jaottelun sen mukaan, tarkastellaanko toiminnan laillista, taloudellista vai toiminnallista ulottuvuutta. Analyysin perusteella, voidaan nähdä, että painopiste tilivelvollisuussuhteilla on pääasiassa toiminnan laillisuudessa ja sääntelymukaisuudessa. Aineistossa eritellään tarkat toimintaraamit, miten uusi sääntely velvoittaa tahoja toimimaan. Puhuttaessa rahoitusmarkkinoista yleensä, ja tässä tutkimuksessa tarkemmin ottaen sijoituspalveluita tarjoavista yrityksistä tulee väistämättä nopeasti ajateltuna houkutus leimata

tilivelvollisuuden syyksi pääasiassa taloudellinen näkökulma. Voidaan ajatella, että sijoituspalveluita tarjoavat tahot ovat tilivelvollisia asiakkaille siitä, miten heidän sijoitustoimintansa edistyy. Näin ei kuitenkaan ole, sillä kuten mainittu aineistossa eritellään tilivelvollisuuskysymyksiä ja vastuukysymyksiä nimenomaan siitä prosessista, joka on sijoitustoiminnan taustalla. Toimijat ovat tilivelvollisia siitä, että sijoituspalvelutoiminnan prosessi on vallitsevan sääntelyn mukaista. Se, minkälaista taloudellista hyötyä asiakkaalle seuraa tästä prosessista, ja miten vastuukysymykset muotoutuvat tässä, ei tule käsiteltävästä aineistosta ilmi. Esitelty aineisto kuvaa ainoastaan sijoituspalvelutoiminnan taustalla olevan prosessin sääntelyn.

Aineistosta voidaan selkeästi nähdä, että syy siihen miksi tilivelvollisuutta tarkastellaan ja toisaalta, miten sitä tarkastellaan, rakentuu pitkälle formaalin ja hierarkkisen auktoriteetin valtaan. Valvontaprosessi on suoraan ylhäältä alas tulevaa ja käytetyt keinot tilivelvollisuuden takaamiseksi ovat sanktiomuotoisia. Sijoituspalveluyritykset siis aineiston perusteella toimivat sääntelyn mukaisesti sen vuoksi, että pelkäävät sääntelyn noudattamattomuuden johtavan sanktioihin. Aineiston perusteella ei voida havaita juuri lainkaan vertikaaliseen tilivelvollisuuteen tai sosiaaliseen tilivelvollisuuteen viittaavia tekijöitä itse sijoituspalveluyritysten toiminnan ruohonjuuritasolla.

## 5.6 Yhteenveto

Tässä luvussa esiteltiin tutkimuksessa käytetyn aineiston jaottelu sekä toteutettiin tutkimuksen laadullinen sisällön analyysi. Analyysin tarkoituksena oli vastata tutkimuskysymykseen (1) *Minkälaiset tilivelvollisuussuhteet näkyvät MiFID 2 -direktiivin sijoittajansuojaa koskevissa määräyksissä*. Analyysissä tarkasteltiin aineistossa tehtyjä luokituksia sekä millä tavoin Bovensin ja Mulganin tilivelvollisuuden typologiat olivat eriteltävissä aineiston osa-alueissa. Analyysissä päädyttiin ratkaisuun, jossa aineiston eri luokat ja näissä ilmenevät tilivelvollisuussuhteet käsitellään samanaikaisesti. Toinen vaihtoehto analyysin toteuttamiselle olisi ollut analyysin toteuttaminen tilivelvollisuuden kysymyksillä (kenelle, kuka, mistä, miten ja miksi) jokaisen tarkasteltavan osa-alueen lopussa. Tähän ratkaisuun ei kuitenkaan päädytty, siitä syystä, että kirjoittaja koki tällaisen analyysin sulkevan pois eri osa-alueiden keskinäisen vuorovaikutuksen merkityksen tarkasteltaviin tilivelvollisuussuhteisiin. Aineiston luonne

huomioon ottaen voidaan todeta, että sijoittajansuojan eri osa-alueet ovat toisiinsa kytköksissä niin merkittävällä tavalla, että myös niiden yhteisvaikutusta tilivelvollisuussuhteisiin tulisi tarkastella.

Analyysin merkittävimpana tuloksena voidaan pitää sitä, että MiFID 2 -direktiivin myötä tulevan sääntelyn nähdään olevan vahvasti laillisuuteen, hierarkkisiin suhteisiin ja toiminnan standardisointiin nojaavaa. Lisäksi huomionarvoisena seikkana voidaan pitää sitä, että asiakkaiden tilivelvollisuuteen sijoituspalveluyrityksiä kohtaan ei oteta sääntelyssä niinkään kantaa. Tässä tutkimuksessa Euroopan unioni nähdään vahvana esimerkkinä reguloivan hallinnon toimijasta, mikä olisi antanut myös perusteen uskoa unionin harjoittaman sääntelyn olevan linjassa reguloivan hallinnon piirteiden kanssa, mutta toteutetun analyysin perusteella näin ei kuitenkaan ole. Reguloivan hallinnon mukaista sääntelyä, eli enemmän vuorovaikutukseen ja itsesääntelyyn perustuvaa sääntelyä ei tutkimuksessa esitetyssä aineistossa ole havaittavissa.

On huomioitavaa, että tutkimuksessa toteutettu analyysi kattaa vain murto-osan uuden rahamarkkinapolitiikan sääntelystä, jolloin ei myöskään ole perusteltua vetää liian kauaskantoisia johtopäätöksiä siitä, voidaanko esitetty sääntelyhanke kokonaisuudessaan nähdä luonteeltaan analyysia vastaavana. Kuitenkin, kuten aikaisemminkin jo mainittu, sijoittajansuojaa ja sen parantamista on pidetty direktiivin keskeisimpänä tavoitteena, jolloin on myös perusteltua ottaa kyseinen aihealue ja siihen liittyvä aineisto tämän tutkimuksen analyysiin. Analyysin moniulotteisuutta ja käytetyn teoreettisen viitekehyksen selitysvoimaa olisi voinut parantaa sisällyttämällä aineistoon ja analyysiin myös lisää materiaalia koskien sijoittajansuojaa ja sen muuttumista. Esimerkiksi sisällyttämällä aineistoon myös uudet säännökset koskien sijoituspalveluyritysten sisäisen toiminnan järjestämistä, tai viranomaisten valvontaprosessia, olisi analyysissa ollut mahdollisuus saada lisää ulottuvuutta erityisesti kysymyksiin, miten tilivelvollisuutta tarkastellaan, eli mikä on se prosessi jolla tilivelvollisuussuhteet määräytyvät. Lisäksi tilivelvollisuussuhteiden tarkastelu myös eri viranomaistahojen, kuten markkinavalvojien, jäsenvaltioiden ja Euroopan unionin välillä olisi myös oleellisessa roolissa ymmärtääkseen rahoitusmarkkinoiden sääntelyhankkeen kokonaisuutta paremmin.

Analyysissa aineistossa korostui erityisesti kenelle- kysymyksen ulottuvuus, jossa on havaittavissa useita mielenkiintoisia problematiikkoja koskien uuden sääntelyn luonnetta. Kokonaisuudessaan voidaan todeta, että valitun aineiston perusteella toteutettu analyysi kuvaa uuden sääntelyn luonteen verrattain hyvin, mutta aineiston suppeuden vuoksi se ei kuitenkaan pysty kuvaamaan MiFID 2 -direktiivin tuoman sääntelymuutoksen luonnetta kokonaisuudessaan. On toki myös muistettava, että direktiivi itsessään ja siihen liittyvä asetus muodostavat yhdessä niin valtavan kokonaisuuden, ettei yhden tutkimuksen puitteissa ole millään tavoin realistista kuvata kattavasti sen kaikkia tilivelvollisuuden ulottuvuuksia. Uuden sääntelyn luonteen selvittämiseksi olisi aiheellista tehdä lisätutkimuksia aiheesta käyttäen myös erilaisia teoreettisia viitekehyksiä. Esitelty analyysi antaa vain yhden näkökulman yhteen sääntelyn osa-alueeseen yhdellä toiminnan tasolla.

## 6 Päätelmät ja pohdinta

Tämän tutkimuksen tarkoituksena oli avata lukijalle millä tavoin vuoden 2008 finanssikriisi on vaikuttanut rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn, miksi tiukemmalle sääntelylle on koettu tarvetta sekä miten sääntelyn muuttuminen voidaan nähdä osana laajempaa hallintatapojen paradigman muuttumista. Hallintatapojen muuttumisella tarkoitetaan tutkimuksen laajemmassa mittakaavassa sitä, miten vahvasta kansallisvaltiokeskeisestä ohjauksesta ja hallinnasta ollaan siirrytty kohti reguloivaa hallintoa ja hallintaa globalisoituneessa maailmassa, jossa toimintaa ja hallintaa tapahtuu useammalla eri tasolla ja jossa toisaalta vastuuseen asetettavat tahot ovat tämän hajautumisen seurauksena vaikeammin osoitettavissa. Vahvalla kansallisvaltiokeskeisellä hallintatavalla viitataan Majonen esittämään käsitykseen positiivisesta valtiosta, jossa suurin osa valtion toiminnasta on valtion valvomaan tai kontrolloimaa. Positiivisen valtion vahvuuksina ja kantavana voimana voidaan nähdä selkeät valta- ja vastuusuhteet ja tätä kautta helpommin identifioitavissa olevat tilivelvollisuussuhteet, eli kuka toimija on vastuussa tekemisistään kenelle. Valtiokeskeisen hallintatavan nähdään kuitenkin olevan nykypäivänä varsin tehotonta ja sen ei koeta pystyvän vastaamaan globalisaation haasteisiin riittävän tehokkaasti.

Reguloivan hallinnon nähdään olevan vastakohta valtiokeskeiselle hallinnalle. Reguloivan hallinnon aikakautta leimaa vahvasti useiden valtaapitävien tahojen yhtäaikainen toiminta ja tahojen väliset kompleksiset suhteet. Näiden ansiosta hallinnan nähdään olevan tehokkaampaa ja kilpailukykyisempää, kun hallinta ei ole vain yhden tahon käsissä. Kuitenkin käänttöpuolena reguloivalle hallinnalle esitetään sen kompleksisuutta ja vastuun ja tilivelvollisuuden määräytymistä. Siinä missä valtiokeskeisessä hallinnassa tiedetään valtion olevan hallinnan takana, jolloin myös hallinnan syy-seuraussuhteet ovat helpommin käsitteellistettävissä, on reguloivan hallinnon aikakaudella suhteiden kompleksisuuden vuoksi vaikeampaa, ellei joskus jopa mahdotonta määrittää vastuussa olevia tahoja. Euroopan unioni voidaan nähdä ilmentävän reguloivan hallinnon aikakauden toimijaa suorastaan oppikirjamaisesti. EU on ylikansallinen taho, joka toteuttaa niin unionin tasoista politiikkaa kuin määrittää osaltaan kansallisvaltioiden politiikkaa. Kuten tutkimuksessa on esitelty, Euroopan unionilla on käytössään niin suoraa lainsäädäntövaltaa, kuin myös lähinnä



kansallisvaltioita ohjeellistavaa valtaa. Tietyillä toimialoilla unionin toimivalta ohittaa kansallisen lainsäädännön, kun taas muilla toimialoilla vaikutusvalta on lähes olematonta. Tutkimuksen keskiössä oleva rahamarkkinoiden sääntelypolitiikka on kuitenkin yksi esimerkki toimialasta, jossa EU on pääasiallinen sääntelijä. Tästä esimerkkinä voidaan pitää tutkimuksen analyysin keskiössä olevaa MiFID 2 -direktiiviä ja sen mukana tulevaa koko unionin kattavaa sääntelyä rahoitusmarkkinasektorilla. Sääntely on luonteeltaan kaikkia kansallisvaltioita sitovaa, eikä kansalliselle tulkinnanvaraisuudelle anneta juurikaan tilaa, etenkään suurien linjausten kohdalla.

Siinä missä Euroopan unioni nähdään ilmentävän reguloivan hallinnon aikakautta, tulee myös houkutus ajatella, että unionin harjoittama sääntelypolitiikka myös ilmentäisi reguloivan hallinnon aikakautta, eli nojaisi enemmän toimijoiden itsesääntelyyn, jatkuvaan arviointiin ja vuorovaikutteisempaan suhteeseen kuin kansallisvaltiokeskeisessä vallassa ja hallinnassa. Esitetyn analyysin perusteella näin ei kuitenkaan suoranaisesti ole. Vastatessa tutkimuksen toiseen tutkimuskysymykseen eli *(2) Miten esitetyt tilivelvollisuussuhteet voidaan nähdä reguloivan hallinnon viitekehyksessä*, voidaan todeta seuraavaa: Tarkasteltaessa uutta MiFID 2 -direktiiviä ja sen sijoittajansuojaa koskevia alueita voidaan havaita, että EU:n harjoittama sijoituspalvelusektoria koskeva hallintatapa vastaa piirteiltään enemmän kansallisvaltiokeskeisyyttä kuin reguloivaa hallintoa. Analyysin perusteella voidaan todeta, että harjoitettava hallinta on pääosin ylhäältä alas suuntautuvaa, hierarkioihin perustuvaa hallintaa. Tulosten perusteella voidaan todeta, että toimijoiden itsesääntelyä pyritään vähentämään ja toimintaa sijoituspalvelusektorilla standardisoimaan, osittain myös automatisoimaan ja harmonisoimaan. Reguloivan hallinnon voidaan nähdä olevan vähemmän hierarkioihin ja enemmän horisontaaliseen, vapaaehtoisuuteen ja sosiaalisen vastuun kantamiseen perustuvaa, mutta tutkimuksessa toteutetun analyysin perusteella näin ei kuitenkaan voida nähdä toimivan uuden rahamarkkinoiden sääntelyn myötä. On toki huomioitavaa, että toteutettu analyysi on tehty käyttäen aineistoa toiminnan ruohonjuuritasolta. Toteutetun analyysin perusteella ei voida todeta, mitkä ovat olleet sääntelyprosessin takana olevat todelliset motivaatiot. Onko Euroopan unioni pyrkinyt reguloivalle hallinnolle tyypillisin sosiaalisen vastuun ja kollektiivisen vastuunkantamisen keinoin edistää vakautta rahoitusmarkkinoilla, vai onko toiminnan ajateltu olevan tehokkaampaa, jos sen annetaan tapahtua Unionin tasolta määritellysti ja ilman alemman tason liiallisia tulkinnanvaraisuuksia.

On myös itsessään hyvin mielenkiintoista havaita, että Euroopan unionin voidaan nähdä toteuttavan hallintaa, joka on piirteiltään lähempänä kansallisvaltiokeskeisyyttä kuin ylikansallista matalahierarkkista toimintaa. Kysymys on hyvin mielenkiintoinen siksi, että myös akateemisissa piireissä ollaan pitkään pohdittu Euroopan unionina ilmiönä ja järjestelmänä. Näiden tutkimusten valossa herääkin kysymys siitä, voidaanko Unionin nähdä olevan reguloivan hallinnon aikakauden ylikansallinen toimija, vai pyrkiikö Euroopan unioni todellisuudessa toimiaan kansallisvaltion tavoin? Voidaanko jatkossa puhua ylikansallisesta organisaatiosta, vai kuuluisiko esitetyn analyysin valossa puhua ennemminkin ylikansallisesta valtiosta? Kenties reguloivan hallinnon aikakauden valtiosta?

Ennen liian kauaskantoisia johtopäätöksiä on kuitenkin huomioitava, että rahoitusmarkkinoiden sääntely edustaa EU:n toimivallasta sektoria, jossa Euroopan unionilla on lähes kaikki merkittävä sääntelyvalta. Vaikka rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ei tutkimuksen analyysin tulosten kontekstissa voida nähdä ilmentävän reguloivalle hallinnolle tyypillisiä piirteitä, ei kuitenkaan tämän perusteella voida vetää liian kauaskantoisia johtopäätöksiä siitä, pitääkö Euroopan unioni käsitteellistää kokonaisuudessaan reguloivan hallinnon toimijana, vai enemmän positiivista valtiota ilmentävänä tahona. Vertailun vuoksi olisi mielenkiintoista toteuttaa vastaavanlainen tilivelvollisuussuhteiden analyysi sellaisella sektorilla, jossa EU-tason ohjeistukset ovat lähinnä kansallisvaltioiden lainsäädäntöä täydentävää sääntelyä. Tutkimuksessa toteutettu analyysi ei siis luonnollisestikaan kykene yksinään määrittämään sitä, millä tavoin Euroopan unioniin tulisi suhtautua ja miten sitä tulisi tarkastella valtio/ ei-valtio - akselilla. Toteutetun analyysin voidaan kuitenkin nähdä olevan pieni osa sitä tutkimusta, jota Euroopan unionin hallinnasta ja vallasta tehdään ja tullaan myös jatkossa tekemään. Euroopan unioni niin uutena ja uniikkina instituutiona tulee taatusti tuomaan lähes loputtomasti keskustelun ja tutkimuksen aiheita myös jatkossa.

## 7 Lähteet

- Andersen, A. (2017, syyskuuta). *Rahoitusvälineiden markkinat direktiivi 2 (MiFID 2) ja asetukset (MiFIR)*. Esitetty tilaisuudessa Finva seminaari 28.9.2017, Helsinki.
- Black, J. (2001). Decentring Regulation: Understanding the Role of Regulation and Self-Regulation in a 'Post-Regulatory' World. *Current Legal Problems*, 54(1), 103–146.
- Black, J. (2008). Constructing and contesting legitimacy and accountability in polycentric regulatory regimes. *Regulation & Governance*, 2(2), 137–164.
- Bovens, M. (2007). Analysing and Assessing Accountability: A Conceptual Framework. *European Law Journal*, 13(4), 447–468.
- Chandor, J. C. (2011). *Margin Call*. Noudettu osoitteesta <http://www.imdb.com/title/tt1615147/>
- Chaparro, F. (2017, maaliskuuta 2). The wave of financial deregulation is upon us. Noudettu 24. toukokuuta 2017, osoitteesta <http://nordic.businessinsider.com/the-wave-of-financial-deregulation-is-upon-us-2017-2/>
- Dahl, R. A. (1956). *A Preface to Democratic Theory*. Chicago: University of Chicago Press.
- Doane, D. (2011, elokuuta 10). Where next for Occupy Wall Street? Conspiracy theory and the financial crisis. Noudettu 6. lokakuuta 2017, osoitteesta <https://www.newstatesman.com/blogs/the-staggers/2011/10/state-conspiracy-long-free>
- Dudley, S. E., & Wegrich, K. (2016). The role of transparency in regulatory governance: comparing US and EU regulatory systems. *Journal of Risk Research*, 19(9), 1141–1157.
- Eerola, K. (2008, lokakuuta 6). *Hedge funds' risks and implications to financial stability* (Pro Gradu). Helsingin Yliopisto, Helsinki.
- Erkkilä, T. (2007). Governance and Accountability—a shift in conceptualisation. *Public Administration Quarterly*, 31(1/2), 1–38.
- Erkkilä, T. (2012). *Government Transparency*. Basingstoke: Palgrave.
- ESMA. (2017a). About ESMA. Noudettu 6. toukokuuta 2017, osoitteesta <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>
- ESMA. (2017b). *Guidelines on MiFID 2 product governance requirements* (No. 35-43–620). Pariisi. Noudettu osoitteesta [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_product\\_governance.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-620_report_on_guidelines_on_product_governance.pdf)

ESMA. (2017c). MiFID (II) and MiFIR. Noudettu 7. lokakuuta 2017, osoitteesta <https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>

Euroopan Unioni. (2016a, toukokuuta 18). Transparency. Noudettu 17. syyskuuta 2017, osoitteesta [https://ec.europa.eu/info/about-european-union/principles-and-values/transparency\\_en](https://ec.europa.eu/info/about-european-union/principles-and-values/transparency_en)

Euroopan Parlamentti. (2017, tammikuuta 3). EU:n finanssipoliittiset rakenteet. Noudettu 12. toukokuuta 2017, osoitteesta [http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fi/displayFtu.html?ftuId=FTU\\_4.2.1.html](http://www.europarl.europa.eu/atyourservice/fi/displayFtu.html?ftuId=FTU_4.2.1.html)

Euroopan Unioni. (2016b, kesäkuuta 16). EUROPA - Asetukset, direktiivit ja muut säädökset. Noudettu 20. huhtikuuta 2017, osoitteesta [https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts\\_fi](https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_fi)

Euroopan Unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen konsolidoitu toisinto C 326, C 326 26.10.2012 C 326 26.10.2012 § (2012).

Falck, H., & Tuomainen, V. (2009). Globaalin finanssikriisin eskaloituminen: kriisin syyt, seuraukset ja vaikutukset suomalaisiin vientiyhtiöihin. (Kandidaatintutkielma) Lappeenrannan Teknillinen Yliopisto, Lappeenranta.

Finanssivalvonta. (2014, maaliskuuta 4). Sijoituspalveluyritykset. Noudettu osoitteesta <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Palveluntarjoajat/Sijoitusala/Sijoituspalveluyritykset/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta. (2017a, tammikuuta 9). Tietoa Finanssivalvonnasta - Finanssivalvonta. Noudettu 26. syyskuuta 2017, osoitteesta <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Fiva/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta. (2017b, kesäkuuta). *MiFID 2/ MiFIR*. Esitetty tilaisuudessa Sijoittajansuojasääntelystä 14.-15.6.2017, Helsinki.

Freystätter, H., & Mattila, V.-M. (2011). *Finanssikriisin vaikutuksista Suomen talouteen* (Suomen Pankki. BoF online).

Hurmerinta, M. (2017, maaliskuuta 8). Fivalta varoitus neljälle yhtiölle - Nordealle miljoonan euron rapsut. Noudettu 19. kesäkuuta 2017, osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/fivalta-varoitus-neljalle-yhtiolle---nordealle-miljoonan-euron-rapsut/TztHukyQ>

Investopedia. (2008, lokakuuta 30). Case Study: The Collapse of Lehman Brothers. Noudettu 6. lokakuuta 2017, osoitteesta <http://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp>

Jabko, N. (2006). *Playing the Market: A Political Strategy for Uniting Europe, 1985–2005*. Ithaca: Cornell University Press.

- Johnson, S. (2017, tammikuuta 3). Trump's deregulation of banks will unleash the financial fire next time. Noudettu 24. toukokuuta 2017, osoitteesta <http://www.marketwatch.com/story/trumps-deregulation-of-banks-will-unleash-the-financial-fire-next-time-2017-03-01>
- Jordana, J., & Levi-Faur, D. (2004). *The Politics of Regulation: Institutions and Regulatory Reforms for the Age of Governance*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Jost, J. T., & Major, B. (2001). *The Psychology of Legitimacy: Emerging Perspectives on Ideology, Justice, and Intergroup Relations*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jouppi, T. (2013, kesäkuuta 5). *Rahoitusvälineiden markkinat direktiivin, MiFIDin implementointi sijoitusneuvonnassa* (Pro Gradu). Helsingin Yliopisto, Helsinki.
- Kiviranta, V. (2017, elokuuta 3). Neljälle pankille varoitus ja seuraamusmaksu: Finanssivalvonta selvitti miten vanhuksille myytiin sijoitustuotteita. Noudettu 19. kesäkuuta 2017, osoitteesta <http://yle.fi/uutiset/3-9497136>
- Euroopan komissio. Komission delegoitu direktiivi, 2017/593/EU § (2016).
- Koppell, J. G. (2010). *World Rule: Accountability, Legitimacy, and the Design of Global Governance*. Chicago: University of Chicago Press.
- Korhonen, H. (2017, huhtikuuta). *MiFID 2 keskeinen sisältö*. Sisäinen ohje esitetty tilaisuudessa MiFID 2 koulutus 24.5.2017, Helsinki.
- Lassila, A. (2017, maaliskuuta 8). Nordealle miljoonan euron sakko puutteista ikäihmisten sijoitusneuvonnassa – Fiva aloitti tutkinnan, kun 90-vuotias oli saanut huonoja neuvoja. Noudettu 19. kesäkuuta 2017, osoitteesta <http://www.hs.fi/talous/art-2000005118484.html?share=4830d10d7b9499ddf4d3366718a23d6a>
- Lavikainen, S. (2012, tammikuuta 4). *Luottamusbisnestä: Luottamus ja maine sijoituspalveluyritysten toiminnassa asiantuntijoiden näkökulmasta* (Pro Gradu). Helsingin Yliopisto, Helsinki.
- Levi-Faur, D. (2010). *Regulation & Regulatory Governance*. Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Levi-Faur, D. (2011). *Handbook on the Politics of Regulation*. Northampton: Edward Elgar Publishing.
- Mabillard, V., & Zumofen, R. (2017). The complex relationship between transparency and accountability: A synthesis and contribution to existing frameworks. *Public Policy and Administration*, 32(2), 110-129.
- Majone, G. (1997). From the Positive to the Regulatory State: Causes and Consequences of Changes in the Mode of Governance. *Journal of Public Policy*, 17(2), 139–167.

- McKay, A. (2016). *The Big Short*. Noudettu osoitteesta <http://www.imdb.com/title/tt1596363/>
- Miettinen, J. (2017, syyskuuta). *MiFID 2 and PRIIPS in product governance*. Esitetty tilaisuudessa FINVA seminaari 28.9.2017.
- Euroopan Unioni. Investment services and regulated markets - Markets in financial instruments directive (MiFID). 2014/65/EU § (2018).
- Mulgan, R. (2000). ‘Accountability’: An Ever-Expanding Concept? *Public administration*, 78(3), 555–573.
- Mulgan, R. (2003a). *Holding Power to Account: Accountability in Modern Democracies*. Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Mulgan, R. (2003b). One cheer for hierarchy-accountability in disjointed governance. *Political science*, 55(2), 6–18.
- Murphy, A. (2008). *An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1295344). Rochester, NY: Social Science Research Network. Noudettu osoitteesta <https://papers.ssrn.com/abstract=1295344>
- Mügge, D. (2011). From Pragmatism to Dogmatism: European Union Governance, Policy Paradigms and Financial Meltdown. *New Political Economy*, 16(2), 185–206.
- Naurin, D. (2007). *Deliberation Behind Closed Doors: Transparency and Lobbying in the European Union*. Colchester: ECPR Press.
- OECD. (2013, tammikuuta 31). Accountability, Transparency, Participation: Key elements of good governance. Noudettu 17. syyskuuta 2017, osoitteesta <http://www.oecd.org/governance/regulatory-policy/irrc.htm>
- Oksanen, J. (2009). *MiFID- direktiivin vaikutus käytännön sijoitusneuvontaan, Case Nooa Säästöpankki* (Opinnäytetyö). Laurea- Ammattikorkeakoulu, Espoo.
- Parmanne, S. (2011). *Rahoitusvälineiden markkinat (MiFID) vaikutukset sijoituspalvelun tarjoajan velvollisuuksiin ja sijoittajansuojaan* (Pro Gradu). Lappeenrannan Teknillinen Yliopisto, Lappeenranta.
- Pierre, J., & Peters, G. (2000). *Governance, Politics and the State*. New York: St Martin’s Press.
- Quaglia, L. (2012). The ‘Old’ and ‘New’ Politics of Financial Services Regulation in the European Union. *New Political Economy*, 17(4), 515–535.
- Saari, M. (2007). *MiFID-direktiivin vaikutukset rahoitusmarkkinoihin ja implementointivaatimukset sijoitusneuvontaa tarjoavassa luottolaitoksessa* (Pro Gradu). Lapin Yliopisto, Rovaniemi.

Schedler, A., Diamond, L. J., & Plattner, M. F. (1999). *The Self-restraining State: Power and Accountability in New Democracies*. Lontoo: Lynne Rienner Publishers.

Shefrin, H. (2017, toukokuuta 2). Danger: Financial Deregulation Is A Very Bad Idea. Noudettu 6. kesäkuuta 2017, osoitteesta <http://www.forbes.com/sites/hershshefrin/2017/02/05/danger-financial-deregulation-is-a-very-bad-idea/>

Sijoituspalvelulaki. 747/2012 § (2012).

Smismans, S. (2004). *Law, legitimacy and European governance: functional participation in social regulation*. Oxford: Oxford University Press.

S&P. (2017, kesäkuuta 6). Sovereign Risk Indicators - S&P Global Ratings. Noudettu 6. lokakuuta 2017, osoitteesta <https://www.spratings.com/sri/>

Summa-Pollit, H. (2014). EU: n komission hallinto ja virkamieskulttuuri. Teoksessa J. Mykkänen & K. Paakkunainen (Toim.), *Johdatus Euroopan Unionin politiikkaan*. Vantaa: Hansaprint. Noudettu osoitteesta [https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/135785/euroopan\\_unionin\\_politiikka.pdf?sequence=4#page=82](https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/135785/euroopan_unionin_politiikka.pdf?sequence=4#page=82)

Taloussuomi. (2017). Sijoitus. Noudettu 9. lokakuuta 2017, osoitteesta <http://www.taloussuomi.fi/sijoitus>

Tuomi, J. (2009). *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Jyväskylä: Gummerus kirjapaino Oy.

Turkka, A. (2011). *Finanssikriisi* (Opinnäytetyö). Laurea- Ammattikorkeakoulu, Espoo.

Ulkoasiainministeriö. (2015, heinäkuuta 15). Eurooppatiedotus.fi. Noudettu 5. joulukuuta 2017, osoitteesta <http://www.europainformationen.fi/public/default.aspx?nodeid=46849&contentlan=1&culture=fi-FI>

Underhill, G. R. D. (1997). The Making of the European Financial Area: Global Market Integration and the EU Single Market for Financial Services. Teoksessa G. R. D. Underhill (Toim.), *The New World Order in International Finance* (ss. 101–123). Lontoo: Palgrave Macmillan UK.

Valtiovarainministeriö. (2017). *Lausuntoyhteenveto luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta, laiksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi*. Noudettu osoitteesta [http://www.hare.vn.fi/Uploads/21302/419191/YHTEENVETO\\_20171017063000\\_419191.PDF](http://www.hare.vn.fi/Uploads/21302/419191/YHTEENVETO_20171017063000_419191.PDF)

Wincott, D. (2006). European Political Development, Regulatory Governance, and the European Social Model: the Challenge of Substantive Legitimacy. *European Law Journal*, 12(6), 743–763.