



2.11.2016

**Arviomuistio
sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta**

Sisällysluettelo

| | |
|---|----|
| Tiivistelmä | 1 |
| 1 Johdanto | 2 |
| 2 Sijoitusrahastolain muutostarpeet | 6 |
| 2.1 Rahastomarkkinoiden keskittyneisyyden vähentäminen ja kilpailukyvyn edistäminen..... | 6 |
| 2.2 Säästösten sujuvoittaminen ja norminpurku | 7 |
| 2.3 Digitalisoinnin mahdollisuuksien hyödyntäminen..... | 8 |
| 2.3.1 Erityisesti rahastoliiketoiminnan edistämiseen tähtäviä sääntelyn kehittämistarpeita..... | 8 |
| 2.3.2 Rahastosijoittajan aseman turvaavan sääntelyn kehittäminen | 9 |
| 2.4 Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, FIN-SICAV ja lakirakenne..... | 9 |
| 2.5 Verosääntely..... | 10 |
| 2.6 Kansainvälinen kehitys sekä ulkomainen lainsäädäntö | 11 |
| 3 Sijoitusrahastolain arviointia..... | 18 |
| 3.1 Yhteinen sijoitustoiminta | 19 |
| 3.2 Yhteissijoitusyritys..... | 19 |
| 3.3 Sijoitusrahastolain soveltamisala | 20 |
| 3.4 Sijoitusrahastolain keskeiset käsitteet | 21 |
| 3.5 Rahasto-osuudenomistajan asema..... | 23 |
| 3.6 Rahasto-osuusrekisteri ja rahasto-osuudenomistajaluettelo..... | 25 |
| 3.7 Osuustodistus | 28 |
| 3.8 Rahasto-osuuden arvonlaskenta ja sen oikeellisuus..... | 29 |
| 3.9 Ulkoistaminen | 30 |
| Liite 1: Sijoitusrahastosääntely (UCITS) | 32 |

Tiivistelmä

Sijoitusrahastolaki (48/1999), jäljempänä *SRL* tai *sijoitusrahastolaki*, on tullut voimaan 1 päivänä helmikuuta 1999. Sen jälkeen lakiin on lisätty runsaasti uutta sääntelyä EU-sääntelyn kehityksen myötä. Ajatus lain kokonaistarkastelusta on esitetty vuosien varrella useaan otteeseen ja erityisesti vuoden 2014 vaihtoehtorahastosäännösten voimaansaattamisen yhteydessä. Suomessa sijoitusrahastolakiin on sisällytetty sekä sijoitusrahastodirektiivin mukaisen rahastosijoittamisen säännökset että muuta sopimusmallilla toimivaa yhteistä sijoittamista koskevat säännökset. Tämä sääntelyn rakenne muuttui vuonna 2014 vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU, jäljempänä *AIFM-direktiivi*, täytäntöönpanoon liittyneen vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014, *AIFML*) myötä. Muutos oli kuitenkin vain osittainen erikoissijoitusrahastojen osalta ja niitä koskevaa sääntelyä on kirjoitettuna nyt sekä sijoitusrahastolakiin että lakiin vaihtoehtorahastojen hoitajista.

Sijoitusrahastolain kokonaistarkastelun perusteet eivät kuitenkaan ensisijaisesti liity pelkästään lakitekniiseen selkiyttämistarpeeseen ja esimerkiksi tarpeeseen sijoittaa erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely asiaankuuluvasti muun vaihtoehtorahastoja koskevan sääntelyn yhteyteen, vaan rahastotoiminnan liiketoimintaympäristön muutokseen, erityisesti finanssiteknologian kehittymiseen ja rajan yli toiminnan aktiivisuudessa odotettavissa olevaan kasvuun. Sijoitusrahastolain uudistamisen tavoitteena on mahdollistaa toimijoiden kilpailukykyisyyden säilyminen. Kilpailukyky liittyy erikokoisten ja erilaisilla toimintaedellytyksillä toimivien rahastoyhtiöiden toiminnan mahdollistamiseen ja uusien toimijoiden alalle tulon mahdollisuuksiin.

Lain uudistamisen yhteydessä tulisi arvioida, millä edellytyksillä voidaan perustaa vaihtuvapääomainen osakeyhtiömuotoinen yhteissijoitusyritys.

Samalla kun rahastoyhtiöiden toiminnan kilpailukykyisyyttä lisättäisiin tarjoamalla sääntelyn puitteissa lisää vaihtoehtoisia toimintamuotoja ja vaihtoehtoja toiminnan järjestämiseen, tulee rahastosuudenomistajan asema turvata riittävällä tavalla.

Tässä arviomuistiossa esitetään edellä kuvattujen tavoitteiden saavuttamisen kannalta pohdintoja sääntelyn kehittämistarpeista, joiden osalta sääntelyn kehittäminen voisi jatkua esimerkiksi työryhmämuotoisena. Tarkoituksena on arvioida arviomuistion perusteella saatujen lausuntojen ja näkemysten pohjalta tarve perustaa työryhmä ja sen toimeksiannon laajuus.

1 Johdanto

Sijoitusrahastotoiminta on ollut enemmän ja vähemmän muutosten kohteena viimeisen 15 vuoden aikana eri syistä. Yhtenä vaikuttajana on ollut halu kehittää eurooppalaista säänneltyä yhteisen sijoittamisen instrumenttia, UCITS-rahastoa, tuotteena kilpailukykyiseksi vastaamaan globaaliin kilpailuun ja sijoittajien kehittyviin tarpeisiin sekä Euroopassa että maailmanlaajuisesti. Vuoden 2008 finanssikriisi jätti jälkensä myös rahastosääntelyyn muun muassa tiukentuneina sijoittajansuojan ja riskienhallinnan vaatimuksina. Viimeisimpänä suurena kehitystä muokkaavana tekijänä ovat nyt nähtävissä finanssiteknologian kehitys ja sen mukanaan tuomat uudet mahdollisuudet.

Rahastotoiminta on kehittynyt voimakkaasti 2000-luvulle tultaessa sekä maailmanlaajuisesti että Euroopassa mukaan lukien Suomessa. EU-sääntelyn rinnalla kehitystä on tapahtunut myös monen jäsenvaltion kansallisessa sääntelyssä, näin erityisesti EU:n keskeisissä rahastomaissa, kuten Luxemburgissa ja Irlannissa. Kansallisella sääntelyllä on varmistettu ja tuettu rahastotoiminnan kilpailukykyä muun muassa erilaisilla yhtiömuodoilla ja joustavalla toiminnan järjestämisestä koskevalla sääntelyllä, jos kyse ei ole direktiivin alaan kuuluvasta sääntelystä. Euroopassa onkin havaittavissa vahvaa keskittymistä rahastoalalla juuri niihin maihin, joissa on panostettu erilaisiin toiminnan järjestämismahdollisuuksiin, kuten eri yhtiömuotojen valikoimaan ja mahdollisimman joustavaan kansalliseen sääntelyyn direktiivin ulkopuolelle jäävien osa-alueiden kohdalla, unohtamatta tässä kuitenkin verotuksellisten ratkaisujen vaikutusta.

Sijoitusrahastolakia on sen antamisen jälkeen muutettu useita kertoja. Viimeisimmät keskeiset muutokset ovat johtuneet uuden EU-sääntelyn voimaansaattamisesta. Siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY (sijoitusrahastodirektiivin uudelleenlaadittu toisinto), jäljempänä *sijoitusrahastodirektiivi* tai *direktiivi*, on pantu täytäntöön sijoitusrahastolain muuttamisesta annetulla lailla (1490/2011). Lisäksi lakia on muutettu AIFM-direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä. Viimeksi mainitun direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä vuonna 2014 säädettiin AIFML. AIFML:sta huolimatta sijoitusrahastolakiin jäi edelleen sopimusmuotoisen vaihtoehtorahaston, erikoissijoitusrahaston, sääntely.

Viimeksi sijoitusrahastolakia on muutettu 21 päivänä maaliskuuta 2016 voimaan tulleella lailla sijoitusrahastolain muuttamisesta (175/2016). Tällä ja Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta annetulla lailla (176/2016) pantiin täytäntöön sijoitusrahastodirektiivin muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan ja seuraamusten osalta annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/91/EU, jäljempänä myös *UCITS V*. Useiden muutosten myötä sijoitusrahastolaki on muuttunut vaikeaselkoiseksi sääntelykokonaisuudeksi.

Sijoitusrahastosääntelyn kokonaiskuvaa mutkistaa muutosten lisäksi sen monikerroksinen rakenne. EU-laajuinen yhtenäinen sääntelykehikko on säädetty sijoitusrahastodirektiivissä. Sijoitusrahastodirektiivin sisällöstä on lisäksi annettu komission kakkostason asetuksia ja direktiivejä. EU-sääntelyä täydentävät Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ESMAn antamat ohjeet ja sääntelytulkinnat (Q&A). Kansallisesti on vielä voimassa lakia alemman asteisia valtiovarainministeriön asetuksia ja Finanssivalvonnan antamia määräyksiä ja ohjeita. Tarkempi listaus sääntelystä on tämän muistion liitteenä (liite 1).

Sijoitusrahastolain uudistamishankkeen tavoitteena on vähentää rahastotoiminnan keskittyneisyyttä Suomessa sekä lisätä rahastoyhtiöiden ja sijoitusrahastojen kilpailukykyä niin kotimaassa kuin kansainvälisesti. Tämä toteutuisi lisäämällä joustavuutta toiminnan järjestämiseen muun muassa finanssiteknologiaa hyödyntämällä ja uusia vaihtoehtoja lisäämällä esimerkiksi yhtiömuotoihin. Uudistusten yhteydessä tulee kuitenkin varmistaa myös, että rahasto-osuudenomistajan asema turvataan riittävällä tavalla.

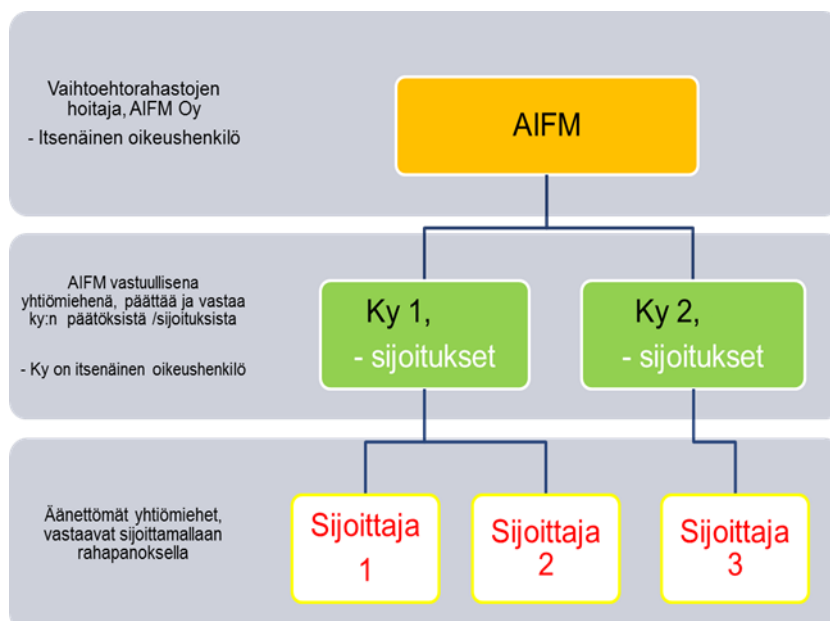
Sijoitusrahastolaissa säädetään nimenomaisesti sopimusoikeudellisten säännösten nojalla toimivasta rahastosijoittamisesta, jäljempänä *sopimusmalli*. Sijoitusrahastolaissa säännellään sijoitusrahas-

todirektiivin mukaisen sijoitusrahaston, jäljempänä myös *UCITS-rahasto*, ohella myös erikoissijoitusrahaston hoitamista ja sijoittamista. AIFML:ssa määritellään vaihtoehtorahasto, jäljempänä myös *AIF-rahasto*, yhteisöksi tai muuksi yhteiseksi sijoitustoiminnaksi, jossa varoja hankitaan useilta sijoittajilta ja sijoitetaan määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien eduksi ja joka ei edellytä sijoitusrahastodirektiivin 5 artiklassa tarkoitettua lupaa. Vaihtoehtorahastosääntelyn myötä myös yhtiömallilla toimiva yhteinen sijoittaminen on tullut sääntelyn piiriin AIFML:ssa. Seuraavissa kuvissa on havainnollistettu juridisten toimintamallien eroja.

Kuva 1. Sopimusmallilla toimiva rahastosijoittaminen (Suomessa sijoitusrahasto tai erikoissijoitusrahasto).

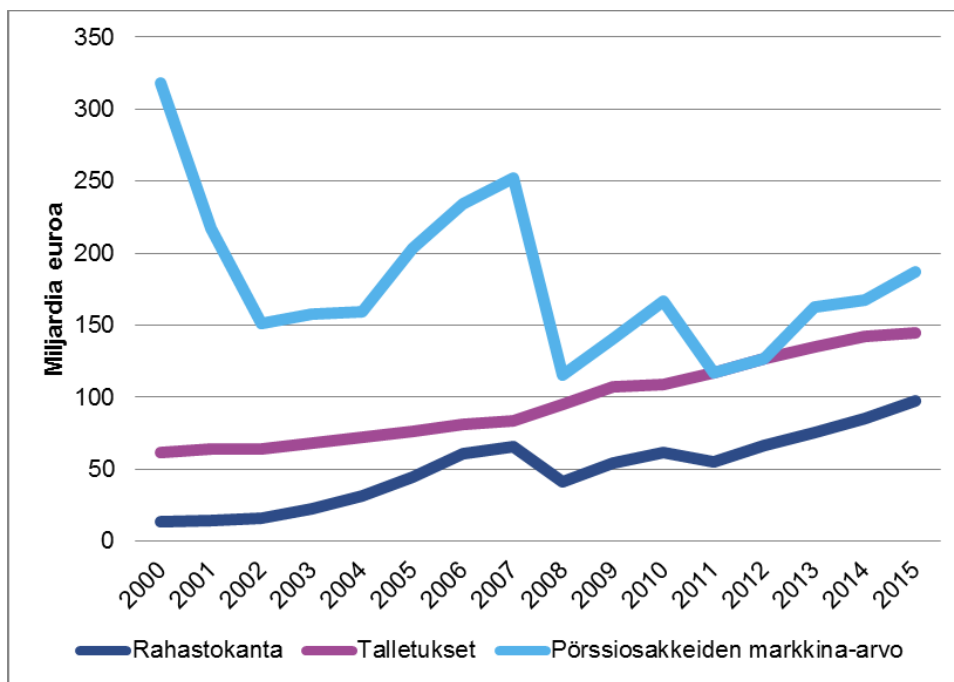


Kuva 2. Yhtiömallilla toimiva vaihtoehtorahasto.



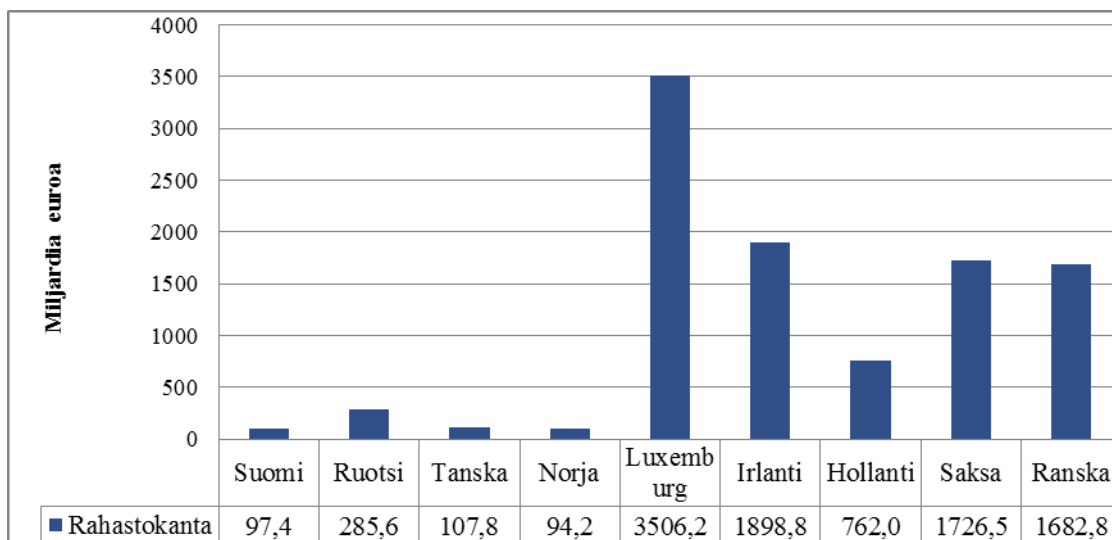
Vuoden 2015 lopussa maailman kaikkien rahastojen pääomien arvo oli noin 37 biljoonaa euroa, joista 18 biljoonan euron arvosta rahastoja sijaitsi Yhdysvalloissa ja 12 biljoonan euron arvosta Euroopassa. Euroopan osalta selvästi suurin rahastokeskus oli Luxemburg, jonka rahastopääomien arvo oli 3,5 biljoonaa euroa. Seuraavaksi suurin rahastokeskus oli Irlanti 1,9 biljoonalla eurolla, mutta melkein heti Irlannin perässä tulivat Saksa ja Ranska, joiden rahastopääomien arvo kummallakin oli noin 1,7 biljoonaa euroa.

Kuvio 1. Suomen rahastokannan kehitys 2000-luvulla suhteutettuna talletusten ja pörssiosakkeiden markkina-arvon kehitykseen Suomessa.



Suomen rahastopääomien arvo oli vuoden 2015 lopussa 97 miljardia euroa, Norjan 94 miljardia ja Tanskan 108 miljardia euroa. Ruotsin rahastopääoma on Pohjoismaista selvästi suurin 286 miljardin euron arvolla, joka on selvästi yli kaksinkertainen verrattuna muihin Pohjoismaihin. Luxemburgin rahastopääomat ovat 36-kertaiset ja Irlannin 20-kertaiset Suomen rahastopääomiin verrattuna.

Taulukko 1. Rahastokannan jakautuminen eri Euroopan maissa 2015.

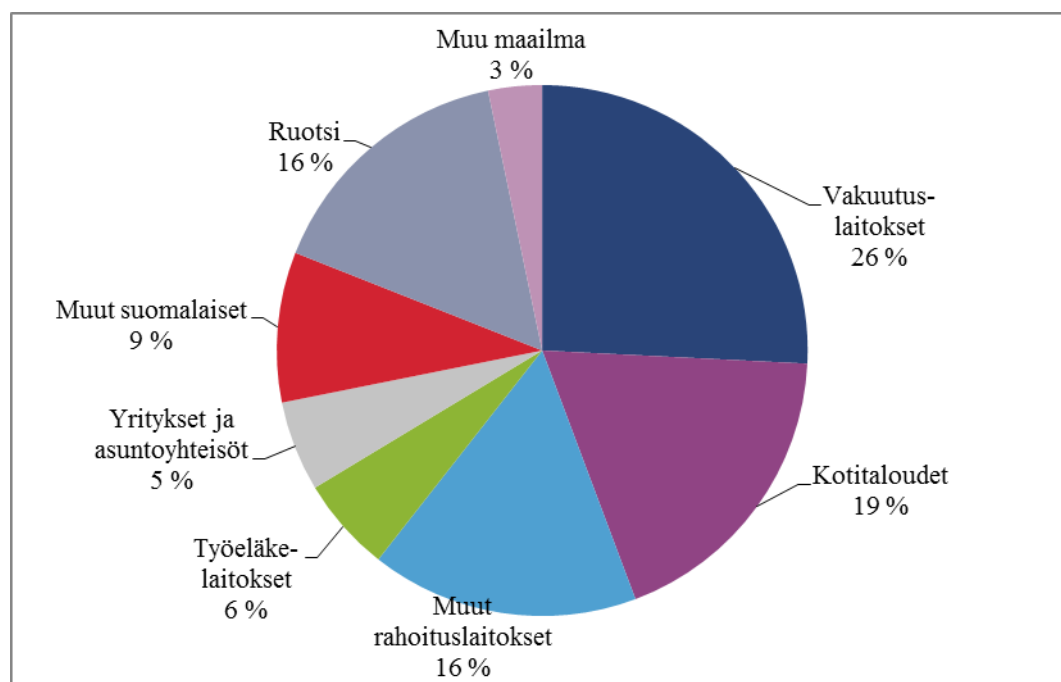


Suomen rahastopääomat ovat kuitenkin kasvaneet tasaisesti lukuun ottamatta kansainvälisten rahoituskriisien vuosia 2008 - 2011. Suomen rahastopääomat ovat satakertaistuneet viimeisessä kahdessakymmenessä vuodessa, sillä vuonna 1995 rahastopääomien arvo oli vain 0,9 miljardia. Inflaation vaikutus huomioon ottaen rahastopääomat ovat kasvaneet lähes 80-kertaiseksi verrattuna vuoteen 1995.

Suomen sijoitusrahastomarkkinoille on leimallista rahastohallinnon keskittyneisyys. Kolme suurinta rahastoyhtiötä hallinnoi yli 70 prosenttia rahastovaroista. Suomeen rekisteröityneitä rahastoyhtiöitä on tätä kirjoitettaessa yhteensä 28, joista useimmilla on oikeus hoitaa UCITS-rahastojen ohella myös AIF-rahastoja (niin sanottu tuplatoimilupa). Kilpailutilanne on haastava myös johtuen rajan yli tapahtuvan rahastomarkkinoinnin aktiivisuudesta, joka määrällisesti ylittää Suomeen rekisteröityjen sijoitusrahastojen määrän (384 kappaletta kesäkuussa 2016) yli kaksinkertaisesti.

Heinäkuussa 2016 Suomen rahastopääomista suurimman osan omistivat suomalaiset vakuutuslaitokset (26 prosenttia). Seuraavaksi suurin osuus (19 prosenttia) kuului suomalaisille kotitalouksille. Vakuutusyhtiöiden sijoitusosuuden yhteydessä on hyvä muistaa, että merkittävä osa niiden sijoituksista liittyy sijoitussidonnaisiin henki- ja eläkevakuutuksiin mukaan lukien kapitalisaatiosopimukset, joiden asiakaskunta muodostuu kotitalouksista. Ulkomaalaisten sijoitusten osuus rahastopääomista oli 19 prosenttia, josta Ruotsin osuus yksistään oli 16 prosenttiyksikköä. Toisin sanoen Suomi näyttyy lukujen perusteella kiinnostavana rahastomaana vain ruotsalaisille. Muut rahoituslaitokset omistivat 16 prosenttia rahastopääomista. Työeläkelaitosten sijoitukset näyttävät ohjautuvan suurelta osin suomalaisten rahastojen ulkopuolelle niiden sijoitusten ollessa vain kuusi prosenttia suomalaisesta rahastopääomasta.

Kuvio 2. Suomalaisen rahastokannan jakautuminen 7/2016.



Suomalaisten rahastojen ulkomaalaisomistuksesta 83 prosenttia on ruotsalaisomistusta. Ainoastaan 17 prosenttia on muiden kansalaisuuksien omistuksessa. Suomi hyötyy mahdollisesti Ruotsin eläkehjelmasta, mutta ilmeisesti myös ruotsinsuomalaisten kautta sijoituksia ohjautuu Suomeen. Ruotsalaisten suomalaisiin rahastoihin kohdistuvan sijoituskiinnostuksen taustalla ovat vaikuttaneet aiemmin verotukselliset erot Suomen ja Ruotsin välillä. Suomeen on perustettu sijoitusrahastoja, joita on erityisesti markkinoitu ruotsalaisille sijoittajille. Suomessa sijoitusrahastot eivät ole olleet luovutusvoittoveron piirissä, vaan sijoittajaa on verotettu vasta heidän luopuessaan rahasto-

osuudesta. Ruotsissa rahastosijoittajilta pidätetään vuosittain verot, myös siinä tapauksessa, että osuudenomistajan omistuksessa ei ole tapahtunut mitään muutoksia.

2 Sijoitusrahastolain muutostarpeet

2.1 Rahastomarkkinoiden keskittyneisyyden vähentäminen ja kilpailukyvyen edistäminen

Suomalaisten rahastoliiketoiminnan harjoittajien kilpailukyvyen varmistaminen toimintaympäristön kehityksen mukana edellyttää myös sijoitusrahastolain päivittämistä. Tällaisia liiketoimintaympäristössä tapahtuvia muutoksia ovat erityisesti finanssiteknologian kehitys ja EU-tason hankkeet rajan yli tarjonnan lisäämiseksi Euroopassa. Mainitut seikat korostavat tarvetta päivittää sijoitusrahastolakia siten, että se vastaa entistä paremmin EU:n muissa jäsenvaltioissa annettua sääntelyä ja mahdollistaa täysivertaisen kilpailun.

Suomessa sijoitusrahastojen hallinnointi sekä säilytysyhteisöpalvelun tarjonta on hyvin keskittynyt. Suomessa uuden sijoitusrahaston on saavutettava ensimmäisenä toimintavuotenaan vähintään 50 osuudenomistajan määrä, mikä saattaa osoittautua haasteelliseksi, vaikka vähimmäispääoma kaksi miljoonaa euroa olisikin saavutettu. Kysymyksessä on vuonna 1996 tehty veropoliittinen linjaus. Osuudenomistajien vähimmäismäärä on Suomessa huomattavan korkea verrattuna useimpiin muihin EU:n jäsenmaihin. Tässä on esimerkki kansallisesta säännösvaatimuksesta, joka voi tarpeettomasti vaikeuttaa uusien sijoitusrahastojen perustamista. Sääntelyn kokonaisarvioinnin yhteydessä tulee arvioida uudelleen puhtaasti kansallisten säännösten tarpeellisuus ja toimivuus.

Suomalaisen rahastotoiminnan pullonkaulaksi on vaarassa muodostua pula säilytysyhteisöpalveluntarjoajista. Ongelma on toki hankalampi vaihtoehtorahastoille kuin perinteistä arvopaperisijoittamista harjoittaville sijoitusrahastoille. Sijoitusrahastolain uudistamisen yhteydessä on syytä selvittää mahdollisuudet, joilla palveluntarjoajien määrää voitaisiin lisätä. Palveluntarjoajien määrällisen lisäämisen ohella sääntelyssä olisi myös syytä miettiä keinoja lisätä säilytyspalvelutarjonnan erikoistumisen mahdollisuuksia siten, että myös säilytysyhteisöpalvelu voisi olla selvästi erikoistunutta ja rajattua, samalla tavoin kuin vaihtoehtorahasto voi keskittyä sijoittamaan vaikka vain asunto-osakkeisiin.

Sijoitusrahaston perustamiseksi Suomessa tulee harkita tarvetta lisätä sijoitusrahastolakiin uusia vaihtoehtoisia yhtiörakenteita, jotta toimijat voivat joustavasti valita kulloinkin toiminta-ajatukseensa parhaiten sopivat rakenteet. Olisi perusteltua pohtia, tulisiko sijoitusrahaston (UCITS-rahaston) juridisen muodon vaihtoehtona tarjota yhtä laajaa valikoimaa sääntelyn puitteissa kuin sijoitusrahastodirektiivin mukaan on mahdollista. Kilpailukyvyen varmistamiseksi Suomen sijoitusrahastosääntelyn tulisi tarjota yhtä laajasti yhtiömuotoja ja toimintamalleja käyttöön kuin muissa EU-jäsenmaissa. Sijoittajien kannalta tuttu yhtiömuoto ja toimintamalli voivat vaikuttaa yhtenä tekijänä etenkin, jos sijoituspäätös joudutaan tekemään ulkomaisen toimijan tarjoaman ja kotimaisen toimijan tarjoaman vaihtoehdon välillä.

Oikeusministeriössä on valmisteilla osakeyhtiölain (OYL, 624/2006) muutostarvetta selvittävä hanke (Oikeusministeriön julkaisu: Mietintöjä ja lausuntoja 20/2016). Kuten tässä arviomuistiossa esitetään pohdittavaksi erilaisten yhtiömuotojen sallimisen lisäämistä suomalaiseen sijoitusrahastojen rakennevalikoimaan, on samanaikaisesti toivottavaa ja tarpeen, että myös osakeyhtiölain uudistamisen yhteydessä pohditaan vaihtuvapääomaisen osakeyhtiön oikeudellisen rakenteen sääntelyä osakeyhtiölaissa muun muassa jatkuvan emission osalta ja että sääntelyn kehittämistarpeita koordinoidaan. Lausuntoyhteen veto OYL:n arviomuistioista ilmestyyne marraskuussa 2016.

Keskeisiä kilpailutekijöitä

Pohdittaessa rahastomarkkinoiden menestystekijöitä ja kilpailukykyä, nousevat esille toistuvasti seuraavat teemat: jakelukanavien saavutettavuus, määrä ja toimintamalli sekä kustannustehokkuus ja suuruuden ekonomia.

Erot sijoitusrahastojen salkunhoidon menestyksellisyydessä näyttävät olevan usein vähäisiä ja jopa satunnaisia, eivätkä ne aina näytä kytkeytyvän salkunhoitajan taitoihin, joten sijoitusrahaston kustannukset nousevat merkittäväksi kilpailutekijäksi. Kustannustehokkuus puolestaan riippuu rahaston varojen määrään kytkeytyvien paljousalennusten lisäksi rahastoyhtiön toiminnan järjestämisen joustoista ja käytettävistä vaihtoehdoista. Kustannustehokkuus ei siten ole yksistään sidottu toiminnan laajuuteen, vaan erilaisten toiminnanjärjestämismuotojen joustavuudella voidaan myös pienimuotoisempi toiminta järjestää kustannustehokkaasti. Sääntelyn kokonaisuudistuksen tavoitteena tulisi olla toiminnan järjestämisen joustojen täysimääräinen mahdollistaminen.

Rahastopassin hyödyntäminen - jäsenvaltioiden kesken tapahtuva rahastomarkkinointi

Luxemburgiin perustettuja rahastoja myydään merkittävässä määrin muissa EU-jäsenvaltioissa. Luxemburgissa on onnistuttu hyödyntämään sijoitusrahastodirektiivin tarjoama passi eli oikeus tarjota rahastoja ja rahastojen hallinnointipalveluja muissa jäsenvaltioissa. Luxemburgiin perustetaan paljon rahastoja ja rahastoyhtiöitä, joiden perustajat tulevat muista jäsenmaista tai EU:n ulkopuolelta. Ottaen huomioon, että Luxemburgiin näin perustettuja rahastoja markkinoidaan usein takaisin perustajien lähtömaahan, voidaan väittää, että luxemburgilaisten rahastojen markkinointi muihin maihin toimii ennemmin kotimarkkinoiden periaatteella kuin että kyse olisi puhtaasti rahaston markkinoinnista ulkomaille. Toki Luxemburg on vuosikymmenten ajan toteutetun kansallisen strategian avulla onnistunut luomaan sijoitusrahastoilleen omaa maan tuoteimagoa, jossa vedot, joustava sijoituspolitiikka ja innovatiiviset toteutusvaihtoehdot houkuttelevat toimijoita osaltaan.

Tilastojen perusteella on vaikea arvioida, kuinka suuri osuus Luxemburgin rahastojen markkinoinnista on tällaista paluusuuntaista rahaston markkinointia ulkomaille.

On hyvä, että rahastojen markkinointia rajan yli pyritään edelleen helpottamaan myös EU-tasoisin toimin, mutta samaan aikaan rahastomarkkinointia voidaan Suomessa myös helpottaa lisäämällä sääntelyn sallimiin toiminnan järjestämisuotoihin lisää vaihtoehtoja ja Euroopassa tutuksi tulleita rahastorakenteita, jolloin myös eurooppalaisen sijoittajan kynnyksellä sijoittaa suomalaisen sijoitusrahastoon voi madaltua.

Todennäköisimmin rahastomarkkinoiden kehittämiseen voidaan vaikuttaa monella eri osa-alueella ja hyvä lopputulos on usean eri tekijän summa, eikä millään yksittäisillä valinnoilla ole käänteentekevää vaikutusta. Muun muassa rahasto-osuuksien eri säilytysmalleista on käyty runsaasti keskustelua Suomessa. Ruotsissa rahasto-osuuksien vaihtoehtoiset säilytysmallit ovat olleet sallittuja jo pitkään, mutta siitä huolimatta ulkomaisten sijoittajien osuus ruotsalaisissa rahastoissa on huomattavasti vähäisempi kuin suomalaisissa rahastoissa (vain noin neljä prosenttia). Sääntelyn kehittämistä on siksi tarpeen arvioida laaja-alaisesti useilla alueilla.

2.2 Säädösten sujuvoittaminen ja norminpurku

Sijoitusrahastolaki on eurooppalaisen sääntelykehityksen myötä paisunut laajaksi kokonaisuudeksi. Suomessa sijoitusrahastolaissa säännellään myös yhtä AIFM-direktiivin mukaista vaihtoehtorahastotyyppiä, erikoissijoitusrahastoa, kuitenkin vain osittain, mikä on omiaan vaikeuttamaan erikoissijoitusrahastojen osalta sääntelykokonaisuuden hahmottamista. Erikoissijoitusrahastojen osalta sääntely jakaantuu sijoitusrahastolain lisäksi AIFML:iin ja rahaston sijoitustoiminnan kohteista johtuen mahdollisesti kiinteistörahastolakiin (1173/1997). Sääntelyn selkeyttäminen onkin tarpeen mahdollisuuksien mukaan siten, että se ohjaa lain käyttäjää asiakokonaisuuksittain ja erottaa selkeästi sijoitusrahastodirektiivin mukaisen sijoitusrahaston vaihtoehtorahastosta. Esimerkiksi AIFML:n voimaantulon jälkeen on ollut mahdollista perustaa rekisteröidyn vaihtoehtorahastojen hoitajan hallinnoima erikoissijoitusrahasto, jonka varat on kuitenkin sääntelyn mukaan tullut säilyttää sijoitusrahastolain mukaisesti käyttäen säilytysyhteisöä, vaikka AIFML vapauttaa rekisteröidyn hoitajan hallinnoiman vaihtoehtorahaston säilytysyhteisövelvollisuudesta.

Voimassaolevassa sijoitusrahastolaissa säädetään myös erikoissijoitusrahaston sijoituspolitiikasta, joskin poikkeaminen on ollut mahdollista. Erikoissijoitusrahaston sijoituspolitiikan sääntelyn säilyttämisestä nykyisellä tasolla tai sijoituspolitiikan sääntelystä luopumisesta AIFML:a vastavalla tavalla on tarpeen käydä lain kokonaistarkastelun yhteydessä perusteellinen keskustelu ja sääntelyn tarve tältä osin tulee arvioida tarkemmin huomioon ottaen omaksutut sääntelylinjaukset muualla Euroopassa.

Suomen rahastokäsitteistö kaipaa myös perustavanlaatuista pohdintaa. Käsitteistön uudistamisen syvyys on olennaisesti yhteydessä myös mahdollisesti toteutettavien uudistusten kanssa. Kaiken kattavan yleistermin rinnalle olisi toivottavaa kehittää selkeät rahaston perustyyppin mukaiset nimikkeet. Käsitteistön selkeyttäminen palvelee toimialaa helpottamalla sääntelyn hahmottamista ja rahastojen markkinointia sekä lisää sijoittajansuojaa, kun sijoittajat hahmottavat entistä paremmin, minkä tyyppiseen rahastoon he ovat sijoittamassa. Tällaisia selkeyttäviä käsitteitä ja nimikkeitä voisivat olla muun muassa yhteissijoitusyhteisö sekä rahaston sijoituspolitiikkaan viittaavat nimikkeet, kuten indeksirahasto.

2.3 Digitalisoinnin mahdollisuuksien hyödyntäminen

2.3.1 Erityisesti rahastoliiketoiminnan edistämiseen tähtäviä sääntelyn kehittämistarpeita

Sääntelyllä on pyrittävä mahdollistamaan kehittyneen finanssiteknologian käyttäminen. Finanssiteknologian täysimääräinen hyödyntäminen muun muassa asiakkaan tunnistamisessa ja tuntemisessa edesauttaa sähköistä markkinointia ja erityisesti etäpalveluna tapahtuvaa asiointia. Sääntely ei tulisi olla esteenä teknologian kehityksen salliessa esimerkiksi osuusrekisterin muodostamisen myös muutoin kuin keskitetyn tietojärjestelmän mallilla. Jos finanssiteknologian avulla tietojen luotettava, kilpailu- ja sääntelyneutraali kirjaaminen sekä vakauriskin torjumista koskevat ja viranomaisjulkisuuden vaatimukset täyttävä raportointi voidaan arvion perusteella perustellusti toteuttaa myös hajautetun tietojärjestelmän avulla, tulisi sääntelyn se mahdollistaa. Arvioinnin järjestelmän luotettavuudesta voisi tehdä esimerkiksi Finanssivalvonta. Finanssivalvonnalle kuuluu viime kädessä päättää esimerkiksi toimiluvan yhteydessä, että yksittäisen toimijan järjestelmät täyttävät niille asetetut vaatimukset. Sen sijaan lainsäädännössä asetettavat yleiset periaatteet, joita finanssiteknologia edellytetään, eivät ulotu kaikkiin konkreettisiin tapauksiin. Muutoinkin Finanssivalvonnan tehtävä on seurata, että järjestelmät toimivat vaatimusten mukaisesti.

Rahaston markkinoinnin kannalta nousevat tärkeään osaan käytettävissä olevat jakelukanavat ja palkkionjakosopimukset myyntikanavissa. Jakelukanavilla on pyrkimys oman liiketoimintansa turvaamiseksi ja myyntitilastojensa seuraamiseksi rajoittaa asiakastietojen vapaata luovutettavuutta. Finanssiteknologian käyttäminen voi palvella myös rahastotoimeksiantojen selvittämisessä nykyistä tehokkaammin ja osuusrekisterimerkintöjen nopeassa päivittämisessä. Finanssiteknologian kehityksellä voi olla heijastusvaikutuksia myös muihin oikeuksien kirjauksiin, kuten panttaukseen. Jos rahastojen rajan yli markkinointi lisääntyy ja omistuskirjauksia on tarpeen tehdä sähköisissä järjestelmissä, on tarpeen varmistaa, että sääntely ei ole tähän esteenä, jos toteutus muutoin täyttää luotettavuuden kriteerit. Voimassaoleva arvo-osuusjärjestelmää koskeva sääntely tarjoaa yhden toteutusmallin sähköisestä omistusjärjestelystä. Finanssiteknologian kehitys voi kuitenkin tarjota myös muita vaihtoehtoisia toteutustapoja, joiden käyttöönotolle ei pitäisi olla pelkästään sääntelyn kirjoitustavasta johtuvia esteitä.

Sijoitusrahastolain kokonaisuudistuksen yhteydessä voidaan toteuttaa myös muita perustelluksi arvioitavia toiminnan järjestämiseen liittyviä muutoksia, jos ne eivät ole ristiriidassa direktiivin asettamien vaatimusten kanssa. Tällaisia uudistustarpeita voisivat olla toiminnan järjestämisen joustavuuteen liittyvät säännökset, kuten ulkoistetun palveluntarjoajan käyttämiseen liittyvät säännökset, sijoitusrahastolain 9 a luvun päivittäminen (finanssiteknologian hyödyntäminen) tai rahaston aukio- ja lunastusvaatimuksiin (gates) liittyvät säännökset.

2.3.2 Rahastosijoittajan aseman turvaavan sääntelyn kehittäminen

Kukoistava rahastotoiminta edellyttää aktiivista ja riittävän laajaa asiakaskuntaa. Rahastosijoittajan on voitava luottaa siihen, että sääntely tarjoaa sellaisen rahastotoiminnan puitteet, jossa myös rahastosijoittajan tarpeet on otettu huomioon. Rahastosijoittajan aseman turva rakentuu useamman tahon toiminnan varaan. Ensisijaisen vastuun suhteessa sijoittajaan kantaa rahastoyhtiö. Finanssi- ja valvonta valvoo rahastoyhtiön toiminnan lainmukaisuutta yleisvalvontaviranomaisena. Kullekin sijoitusrahastolle nimetty säilytysyhteisö säilyttää konkreettisesti rahaston varoja ja valvoo osaltaan toiminnan lain- ja sääntöjenmukaisuutta. Tilintarkastajat tarkastavat rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston tilinpäätökset vuosittain. Tilintarkastajat tarkastavat lisäksi sijoitusrahaston arvonlaskentaa vähintään kuusi kertaa vuodessa.

Tilintarkastajien suorittaman arvonlaskennan oikeellisuustarkastuksen tiheydestä on viimeksi käyty keskustelua keväällä 2016 UCITS V -direktiivin kansallisen täytäntöönpanon yhteydessä. Kyseessä on kansallinen säännös, joka lisää toimintaan kohdistuvia kustannuspaineita, mutta joka osaltaan linkittyy toki sijoittajan aseman ja keskinäisen yhdenvertaisuuden turvaamiseen. Eduskunnan talousvaliokunta edellyttikin mietinnössään ottamaan pohdintaan arvonlaskennan tarkastuksen tiheyden tarpeen.

Rahasto-osuudenomistajat kutsutaan vuosittain rahasto-osuudenomistajien kokoukseen, jossa hyväksytään rahaston tilinpäätös ja valitaan osuudenomistajien edustaja rahastoyhtiön hallitukseen. Rahasto-osuudenomistajat osallistuvat vaihtelevalla mielenkiinnolla rahasto-osuudenomistajien kokouksiin ja myös kokousten järjestämisen tarpeellisuudesta nousee kysymyksiä säännöllisesti. Osuudenomistajien kokous toisaalta varmistaa osuudenomistajien vaikutusmahdollisuudet ja omistajavalvonnan. Käytännön kysymyksenä on noussut esille mahdollisuus järjestää useita osuudenomistajien kokouksia yhdessä samassa tilaisuudessa ja laatia niistä yksi yhteinen pöytäkirja.

Samalla kun rahastoyhtiön ja rahaston toiminnan järjestämisen liikkumavaraa lisätään, on tärkeää punnita rahastosijoittajan asemaa. Rahastosijoittajan mahdollisuudet osallistua rahastoyhtiön toiminnan valvontaan, vaikka vain edustuksellisesti, tulisi määritellä selkeästi ja ottaen huomioon mahdollisesti erilaiset yhtiömuodot, joissa toimintaa harjoitetaan. Vaikka yksittäisen rahasto-osuudenomistajien edustajan läsnäolo rahastoyhtiön hallituksen kokouksessa ei anna suurta vaikutusvaltaa, on se omiaan lisäämään sijoittajien yleistä luottamusta toiminnan järjestämistapaan. Keskustelu rahasto-osuudenomistajien kokouksen tarpeellisuudesta on syytä käydä kattavasti ja etenkin mahdollisten korvaavien järjestelyjen tehokkuus tulisi arvioida huolellisesti. Voidaanko avoimella raportoinnilla esimerkiksi korvata sijoittajien edustuksellinen osallistuminen hallitustyöhön tai miten finanssitekniikan sovelluksia voitaisiin hyödyntää? Tulisiko rahastoyhtiöön perustaa nimitysvaliokunta osuudenomistajien kokousta korvaamaan? Myös tässä on syytä huomata kehityssuunta kohti kansainvälistyvää rahasto-omistajuutta ja sähköisiä omistusjärjestelyjä.

2.4 Vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö, FIN-SICAV ja lakirakenne

Vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön (SICA V, *société d'investissement à capital variable*) mahdollistaminen perustuu sijoitusrahastodirektiiviin, joka mahdollistaa yhtiöjärjestyksen nojalla toimivat yhteissijoitusyritykset (*sijoitusyhtiöt*). Suomi on harvoja poikkeuksia EU:ssa, jossa ei ole mahdollista perustaa sijoitusrahastodirektiivin mukaista sijoitusyhtiötä.

Lakiteknisesti vaihtuvapääomaisen osakeyhtiön sääntely voidaan toteuttaa useallakin eri tavalla. Vaihtuvapääomaiselle osakeyhtiölle olennainen toiminto, jatkuva emissio, ei sellaisenaan ole OYL:n mukaan mahdollinen, mutta aika lähelle päästään, jos päätetään (i) suunnatusta osakeannista silloin tällöin (ii) pitkällä merkintäajalla sekä (iii) määritetään merkintähinta riippuvaiseksi tietyistä yhtälöstä ja määrätään, että (iv) merkintä tapahtuu maksamalla. Tällaiset osakkeet pitää rekisteröidä kaupparekisteriin. Toinen tapa olisi suunnata ensin yhtiölle maksuttomia osakkeita, jotka ovat siten yhtiön hallussa olevia omia osakkeita ja joita voidaan antaa liikkeeseen edellä kerrotulla tavalla. Tällöin ei olisi rekisteröintiä, koska osakkeet ovat jo rekisterissä ja annettavat osakkeet tuottaisivat heti osakeoikeudet. Ongelma olisi varainsiirtovero, joka nykyisin liittyy omien osak-

keiden antamiseen. Tämän jälkeen niin sanottua osakevarastoa voitaisiin hoitaa omien osakkeiden hankinnalla (ostolla) tai tekemällä lisäemissio yhtiölle. Omien osakkeiden liikkeet yhtiön päässä ovat veroneutraaleja, toisin sanoen yhtiön kannalta osakkeiden hankinta on varojen jakoa (OYL 13 luvun 1 § 1 mom.) ja emissio (OYL 9 luvun 1 § 1 mom.) on osakeanti. Sijoittaja tietysti on luovutusvoittoja ja -tappioita koskevan verotuksen piirissä.

Kuvattua sängen monimutkaista ja jopa keinotekoisista menettelyä yksinkertaisempi vaihtoehto olisi säätää jatkuvan emission mahdollisuudesta vaihtuvapääomaisessa sijoitusyhtiössä erikseen. Kansainvälisen kilpailukykyyn kannalta jälkimmäinen vaihtoehto olisi myös selkeästi parempi, kuin etä kehitettäisiin erityinen suomalainen yhtiön toimintamalli, joka herättäisi kysymyksiä ulkomaisissa sijoittajissa.

Uudistettava sijoitusrahastolaki ja siihen liittyen AIFML voivat perustua useaan vaihtoehtoiseen lakirakenteeseen. Yhtäältä sijoitusrahastolaissa voidaan säätää vain rahastoyhtiön hoitamista UCITS-rahastoista ja sijoitusyhtiöistä sekä rahastoyhtiöistä ja ylipäänsä sijoitusrahastodirektiivin mukaisesta toiminnan järjestämisestä ja AIFML:ssa vastaavasti vain vaihtoehtorahastoista (mukaan lukien erikoissijoitusrahastot ja kiinteistörahastolain mukaiset kiinteistörahastot) ja vaihtoehtorahastojen hoitajista.

FIN-SICAV:n oikeudellisesta muodosta voidaan säätää myös erillislaissa, jollaista Ruotsissa on äskettäin ehdotettu. Tällöin yhtiöoikeudellisista seikoista säädetään erillislaissa, mutta esimerkiksi sijoitusrahastodirektiivin mukaisen sijoittamisen sääntelyn osalta viitattaisiin sijoitusrahastolakiin.

Vaihtuvapääomaisen osakeyhtiön suhdetta OYL:iin on tarpeen selvittää. Tällöin on otettava huomioon tavoitteet mahdollistaa jatkuva emissio, kevyt rekisteröinti sekä hallinnon järjestäminen ja toimivallan jako yhtiössä.

2.5 Verosääntely

Tässä arviomuistiossa ei ole tarkoitus ottaa kantaa sijoitusrahastojen ja rahastoyhtiöiden verotuksen järjestämiseen. Pääministeri Juha Sipilän hallitusohjelman kirjauksen mukaan eri sijoitusmuotojen verokohtelusta tullaan tekemään erillinen selvitys, jossa yhtenä tarkastelukohteena ovat sijoitusrahastot.

On kuitenkin todettava, että rahastosääntelyn kehittämisen rinnalla alan kilpailukykyyn vaikuttavat vahvasti verotukselliset valinnat. Valittavissa olevien yhtiömuotojen mahdollisesti lisääntyessä tulisi samanaikaisesti varmistaa, että verotukselliset tekijät eivät tee tyhjäksi valinnan mahdollisuutta.

Pääasiallinen veroeste tulee siitä, että osakeyhtiö ei ole verotuksessa läpivirtausyksikkö. Verovapaus koskee tuloverolain (TVL, 1535/1992) 20 §:n mukaan vain sijoitusrahastoa, joka sisältää vain SRL:n mukaisen rahaston ja EU-oikeuden nojalla vertailukelpoiset vastaavat ulkomaiset rahastot. Siksi ilman verosääntelyä rahaston saamat osakkeiden luovutusvoitot ja myös osingot (jollei kysymyksessä olisi pörssissä listattu vaihtuvapääomainen sijoitusosakeyhtiö, kuten kiinteistörahasto) olisivat veronalaisia.

Sijoittajan kannalta rahastotuottojen ja luovutusvoittojen ja -tappioiden kohtelu on merkittävä ohjaava tekijä sijoituspäätöksiä tehtäessä. Suomalaiset sijoitusrahastot eivät ole verovelvollisia sijoitusten luovutusvoitoista tai -tappioista. Toisaalta toimialan sijoittautumispäätöksiin näyttäisi vaikuttavan myös rahastoyhtiön verotuskohtelu. Rahastosääntelyä kehitettäessä tulee turvata kansallisen verotuksen edellytykset ja viranomaisten verotietojen saanti.

Komissio antoi 30 päivänä syyskuuta 2015 EU:n pääomamarkkinaunionin luomista koskevan toimintasuunnitelman (COM(2015) 468 final). Verotukseen liittyen pääomamarkkinaunionin yhteydessä on laadittavana selvityksiä ja suosituksia verotuksen tarkoituksenmukaiseksi järjestämiseksi.

Komissio on ilmoittanut pääomamarkkinaunionin yhteydessä pyrkivänsä edistämään lähdeverotukseen liittyviä parhaita käytäntöjä ja selvittävänsä sijoitusrahastoihin liittyviä verotusseikkoja.

2.6 Kansainvälinen kehitys sekä ulkomainen lainsäädäntö

Eurooppalaisen kehityksen suunta

Euroopassa on vireillä useita laajoja rahoitusalan kehittämiseen tähtäviä hankkeita.

Rahoitusalan kannalta keskeisellä pääomamarkkinaunionilla pyritään lujittamaan EU:n yhteisiä pääomamarkkinoita. Komissio antoi 18 päivänä helmikuuta 2015 vihreän kirjan pääomamarkkinaunionin muodostamisesta. Edellisen lisäksi komissio antoi 30 päivänä syyskuuta 2015 pääomamarkkinaunionin luomiseen liittyvät ensimmäiset lainsäädäntöehdotukset. Pääomamarkkinaunioniin liittyen komissio julkisti 30 päivänä syyskuuta 2015 myös *Call for Evidence* -kyselyn, jonka vastausaika päättyi 31 päivänä tammikuuta 2016.

Viimeisin pääomamarkkinaunioniin liittyvä julkaisu on tätä kirjoitettaessa 14 päivänä syyskuuta 2016 annettu komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komiteoille. Tiedonannossa komissio kuvaa ensimmäisen vaiheen toimien tilaa ja seuraavan vaiheen käynnistämistä ja uusia prioriteetteja. Yhtenä prioriteettina mainitaan sijoitusrahastojen markkinointi rajojen yli, jonka tavoitteena vähentää rahastojen tarjoajille koituvia kustannuksia ja saada hyötyjä vähittäissijoittajille.

Pääomamarkkinaunionin avulla pyritään parantamaan säästämisen ja kasvun välistä yhteyttä. Pääomamarkkinaunionin tarkoituksena on saada markkinoille monipuolisempia ja parempia sijoituskohteita. Yrityksille pääomamarkkinaunionin pitäisi toteutuessaan tuoda enemmän rahoitusvaihtoehtoja ja parantaa rahoituksen saatavuutta. Pääomamarkkinaunioniin liittyvillä toimenpiteillä ja ehdotuksilla pyritään edistämään pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen, etenkin oman pääoman ehtoisen rahoituksen, saatavuutta sekä alentamaan yhtiöiden listautumiskynnystä ja parantamaan pääoman saatavuutta julkisilta markkinoilta. Pääomamarkkinaunionin ehdotukset pyrkivät kehittämään investointiympäristön sääntelyä sekä pankkien, sijoituspalveluyritysten ja vakuutusyhtiöiden pitkäaikaisia sijoitusmahdollisuuksia muun muassa infrastruktuurisijoitusten tekemiseksi. Komission tavoitteena on luoda kattava, toimiva ja yhdentynyt pääomamarkkinaunioni vuoteen 2019 mennessä.

Pääomamarkkinaunionihankkeeseen liittyy läheisesti myös erityisesti riskipääomasijoituksiin liittyvän sääntelyn edelleen kehittäminen. Tällaisia hankkeita ovat Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 345/2013 eurooppalaisista riskipääomarahastoista (EuVECA) ja Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 346/2013 eurooppalaisista yhteiskunnalliseen yrittäjyyteen erikoistuneista rahastoista (EuSEF) muuttaminen helpottamalla niiden sijoitustoiminnan ehtoja ja rajan yli markkinointia. Erityisesti riskipääomarahastojen sijoitustoiminnalla on nähty olevan merkitystä pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusvaihtoehtona. Ei-ammattimaisten sijoittajien pitkäaikaista sijoitustoimintaa on edistetty Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksella (EU) N:o 2015/760 eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista (ELTIF). Myös rahamarkkina-rahastoista valmistellaan parhaillaan asetusta, jolla tarkemmin säädellään rahamarkkinarahastojen sijoitustoimintaa (MMF). Rahamarkkinarahastot on erityisesti Euroopassa nähty pankkitalletusten vaihtoehtona yritysten talletusvaroilta.

Komissio pyrkii jatkamaan toimenpiteitä poistaakseen yhteismarkkinoiden esteet, jotka erottavat sijoittajien varat sijoittamismahdollisuuksista tai joiden vuoksi yritykset eivät saavuta sijoittajia. Kyseisten varojen kanavoit järjestelmä pyritään tehostamaan mahdollisimman pitkälle sekä kansallisesti että jäsenvaltioiden rajojen yli. Pääomamarkkinaunionilla pystytään monipuolistamaan ja hajauttamaan sijoituksia EU:ssa sekä vahvistamaan yksityisen sektorin riskinjakoa yli kansallisten rajojen.

Komissio käynnisti pääoman vapaan liikkuvuuden esteitä selvittävän niin sanottu *Barriers*-ryhmän työskentelyn vuoden 2015 syksyllä. Ryhmän tehtäväksi annettiin pohtia kansallisesta sääntelystä, EU-sääntelyn toimeenpanon laiminlyönnistä tai kansallisista tiukemmista vaatimuksista tai rajan yli toimintaa hankaloittavista seikoista johtuvia esteitä ja keinoja niiden poistamiseen. Työryhmässä aloitettiin erityisesti rahastomarkkinoiden rajan yli tarjoamisen esteitä pohtiva työ kesäkuussa 2016. Komissio julkisti 2 päivänä kesäkuuta 2016 konsultaation rahastomarkkinoinnin rajan yli toimintaan kohdistuvista esteistä, kyselyn vastausaika päättyi 9 päivänä lokakuuta 2016. Työryhmän on tarkoitus julkistaa raportti esteistä ja toimenpidesuosituksista vielä vuoden 2016 loppuun mennessä. Myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisessa ESM:assa on selvitetty notifiointi-esteitä. ESM:an raportin julkistaminen on viivästynyt ja siirtynyt alkuperäisestä tavoiteaikataulusta, joka oli vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä.

Komissio on selvästi ilmaissut vakaan tahdon edistää aitojen EU-laajuisten markkinoiden syntymistä. Myös suomalaisten rahastojen markkinointi rajan yli muihin jäsenmaihiin on ollut vaatimattomaa. Lähinnä suomalaisia rahastoja on markkinoitu Ruotsiin. Tässäkin kohderyhmässä voidaan suuren osan sijoittajista katsoa omaavan joko kaksoiskansalaisuuden tai muita yhteyksiä Suomeen. Syitä heikkoon rajan yli tarjontaan on etsitty muun muassa suomalaisten sijoitusrahastojen hallintomalleista mukaan lukien osuusrekisterin ylläpito.

Syitä rajat ylittävän markkinoinnin rajoitteisiin on monia. Mahdollisesti jäsenvaltioiden keskitettyjen jakelukanavien vaikutus, kulttuurilliset mieltymykset ja puute kannusteista, jotka innoittaisivat rahaston hoitajia kilpailemaan yli rajojen, pitävät sijoittajien varallisuuden hoidon kotimaassaan. Yksi toistuvasti raportoitu este on sääntely. Pääomamarkkinaunionin ja *Call for Evidence* -hankkeiden yhteydessä esimerkeiksi haitallisesta sääntelystä nousivat muun muassa raskaat rekisteröintiprosessit, kalliit ja moninaiset markkinointivaatimukset, epä johdonmukaiset hallinnolliset järjestelyt sekä verosyrjintä. Perusteettomien esteiden poistaminen kannustaisi rahastonhoitajia markkinoimaan rahastojaan yli rajojen ja vähentäisi sijoittajan kuluja.

Muista EU-tasoisista hankkeista voidaan tässä nostaa esiin digitaalisten sisämarkkinoiden strategia, jolla on tarkoitus muun muassa helpottaa kuluttajien ja yritysten mahdollisuuksia hankkia verkosta tavaroita ja palveluja eri puolilta Eurooppaa poistamalla perusteettomien maarajoitusten (esimerkiksi toimittajan asettamat rajoitteet hankinnoille) muodostamat ongelmat. Strategiassa tarkastellaan myös eri palveluntarjoajien tasapuolisia toimintaedellytyksiä ja hahmotellaan verkkoalustojen kattavaa arviointia, jonka painopiste on tietojen käsittelyssä. Lisäksi digitaalisten sisämarkkinoiden strategialla pyritään parantamaan teknistä yhteensopivuutta tukemalla standardointia. Nämä ovat kaikki tärkeitä toimia myös finanssialan digitalisoimiseksi, mutta ne eivät koske yksinomaan sitä. Rahastomarkkinoiden avaamiseen sähköisillä palvelualueilla voi olla suuri merkitys tulevaisuudessa.

Euroopan komissio on julkaissut 10 päivänä joulukuuta 2015 vihreän kirjan finanssialan vähittäispalveluista. Vihreän kirjan tarkoituksena oli antaa mahdollisuus esittää näkemyksiä siitä, miten Euroopan finanssialan vähittäispalvelujen eli vakuutusien, luottojen, maksujen, käyttö- ja säästötilien ja vähittäissijoitustuotteiden tarjontaa voitaisiin lisätä, säilyttäen kuitenkin riittävä kuluttajan ja sijoittajansuojat. Komission tavoitteena on aitojen eurooppalaisten finanssialan vähittäispalveluiden luominen. Komissio on suunnitellut julkaisevansa kuulemisen perusteella finanssialan vähittäispalveluja koskevan toimintasuunnitelman vuoden 2016 syksyllä. Rahastomarkkinoiden kannalta kyseinen komission aloite on tärkeä aloite rajan yli markkinoinnin edistämiseksi.

Rahastomarkkinoiden kehitysnäkymät

Sekä UCITS- että AIF-rahastot nähdään avaintekijöinä EU-laajuisten rahastomarkkinoiden edistämiseksi. Rahastomarkkinoita halutaan edistää paitsi sijoittajan näkökulmasta, myös erityisesti pienten ja keskisuurten yhtiöiden varainhankinnan näkökulmasta, joiden hankkeiden perusteella voidaan olettaa rahastotoimeliaisuuden lisääntyvän entisestään. Rahastomarkkinoiden kasvaessa ja laajentuessa on todennäköistä, että rahastoyhtiöiden määrä ja rahastotarjonta kasvaa vastaavasti ja että kilpailutilanne rahastoyhtiöiden kesken on enemmän lisääntymässä kuin vähenemässä.

On kaksi erilaista ja jossain määrin vastakkaista näkökulmaa, joista käsin eurooppalaisia rahastomarkkinoita voidaan tarkastella. EU:n voidaan nähdä onnistuneesti edistäneen rajat ylittävää sijoittamista. UCITS-markkinat ovat kasvaneet kahdeksan biljoonaan euroon vuonna 2015 ja UCITS-rahastoista noin 80 prosenttia markkinoidaan myös rajan yli. Tällä hetkellä vaihtoehtorahastoissa hallinnoidaan noin viiden biljoonan euron edestä varoja ja vaihtoehtorahastoista noin 40 prosenttia markkinoidaan yli rajojen.

Tilannetta on mahdollista tarkastella myös toisin. Kolmannes niistä rahastoista, joita markkinoidaan rajan yli, myydään vain yhteen jäsenvaltioon lähtömaan lisäksi. Toinen kolmannes myydään enintään neljään jäsenvaltioon. EU:n UCITS-rahastot ovat lisäksi huomattavasti pienemmät kuin yhdysvaltalaiset rahastot. Euroopassa on yli 30 000 UCITS-rahastoa myynnissä, kun taas Yhdysvalloissa on 7 000. Tästä johtuen eurooppalaisen rahaston arvo on keskimäärin 200 miljoonaa euroa siinä missä yhdysvaltalaisen rahaston arvo on lähes seitsemän kertaa suurempi. Tällä on vaikutusta mittakaavaetuihin, joita nämä rahastot voivat saavuttaa, ja niiden kuluihin.

EU:ssa toki halutaan edelleen edistää mittakaavaetuja ja kasvattaa sekä rahastojen että rahastoyhtiöiden kokoa. Suomen näkökulmasta joudumme kilpailemaan yhä suurempien rahastotalojen kanssa ja kehitys on jo osoittanut, että Suomesta siirtyy rahastotoimintaa keskeisempiin Euroopan rahastomaihin, kuten Luxemburgiin. On siis mahdollista, että Suomeen on kehittymässä tytäryhtiöiden tai sivuliikkeiden kautta toimivien tai jopa suoraan rajan yli toimivien rahastoyhtiöiden hallinnoimien erityisesti vain Suomen markkinoilla toimivien rahastojen reuna-alue.

Toisaalta mahdollisuudet täysimääräisesti hyödyntämällä EU-sääntelyn tarjoamia keinoja ja joustoja meille voi myös kehkeytyä pienten rahastoyhtiöiden hoitamien erityisellä sijoitusstrategialla toimivien kustannustehokkaiden kilpailukykyisten rahastojen alue. Suhteellisen pienet sijoitusrahastot löytävät helpommin sijoituskohteita pienistä kohdeyhtiöistä kuin kooltaan suuret sijoitusrahastot, jotka tarvitsevat ja etsivät suurempia sijoituskohteita saavuttaakseen tuottotavoitteensa. Pienuus ei ole siten pelkästään haitta, kunhan kannattavuuskynnys on saavutettu.

Pienten rahastoyhtiöiden elinkelpoisuuden kannalta on tärkeää pysyä hyvin mukana ja mieluummin etulinjassa sähköisten rahoituspalvelujen tarjoamisessa. Sähköiset palvelut mahdollistavat hyvinkin laajan asiakaskunnan palvelujen tuottamisen pienemmillä resursseilla kuin henkilökohtaiseen palveluun perustuvassa liiketoimintamallissa. Sähköisen palvelumallin hiominen on tärkeää pitäen silmällä Euroopan laajuisten markkinoiden kehitystä. Rahastojen hoitaminen ja markkinointi voidaan tehdä Suomessa ja Suomesta käsin myös EU-laajuisesti.

Rahastotalouden kasvulla voidaan nähdä olevan myönteisiä vaikutuksia Suomen rahoitusmarkkinoihin. Rahastosektorin kannalta kasvu voisi tarkoittaa tehokkuuden ja kannattavuuden paranemista, mutta myös työvoiman tarpeen kasvamista rahastosektorilla. Mittakaavaetuja Suomessa voitaisiin saavuttaa hyödyntämällä erikoistuneita palveluntarjoajia. Rahastovarojen mahdollisesti kasvessa entistä suurempi varallisuus ohjautunee myös tukemaan Suomen taloutta, esimerkiksi lisääntyneinä sijoituksina suomalaisiin yrityksiin.

Sijoittajan näkökulmasta rahastosijoitusvaihtoehdot monipuolistuisivat rahastotalouden kasvaessa Suomessa. Kansallisen sääntelyn kehittäminen voisi lisätä Suomen kiinnostavuutta sijoituskohteena myös kansainvälisten sijoittajien silmissä, kun sääntelyn vaikutusten arviointi todennäköisesti helpottuu.

Rahastomarkkinat ja niiden sääntely eräissä EU:n jäsenmaissa

Seuraavassa jaksossa on lyhyesti esitelty keskeisiä piirteitä rahastomarkkinoista ja rahastosääntelystä joistakin valituista EU:n jäsenmaista.

Ruotsi

Ruotsi on selkeästi Pohjoismaiden suurin rahastomaa, mikä voinee osittain perustua ruotsalaisten yleisesti korkeampaan varallisuusasteeseen verrattuna esimerkiksi suomalaisiin kotitalouksiin.

Merkille pantavaa on myös, että ruotsalaisiin rahastoihin sijoittavatkin selvästi eniten ruotsalaiset rahoituslaitokset. Rahoituslaitosten omistusosuus on 68,2 prosenttia, mutta tästä suurin osa, 45,7 prosenttiyksikköä (eli 67,0 prosenttia), on eläkesäästöjä. Ruotsalaisiin rahastoihin sijoittaneiden ulkomaalaisten osuus on ainoastaan 4,4 prosenttia. Eri valuuttakurssien ja laskutapojen mukaan kyseinen prosenttiluku vastaa 12,5–14,5 miljardia euroa.

Ruotsin ja Suomen rahastosääntelyssä on ollut huomattavan suuria yhtäläisyyksiä. Ruotsissa UCITS-direktiivin mukaisen rahaston toimintaa koskevat säännökset on vuoden 2004 laissa (*lagen om värdepappersfonder* (entinen nimi *lagen om investeringsfonder*)). Rahastolain nimen muutos liittyi vuonna 2013 voimaan tulleeseen vaihtoehtorahastosääntelyyn, jonka vuoksi aiemmin samaan lakiin sijoitettu Ruotsin erikoissijoitusrahastosääntely siirrettiin kokonaisuudessaan uuteen lakiin vaihtoehtorahastojen hoitajista (*lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder*). Ruotsissakin UCITS-direktiivin mukainen yhteissijoitusyritys on tullut perustaa sopimusmallin mukaisena rahastona.

Yhdenkaltaisuudesta huolimatta erojakin sääntelyssä on ollut. Ruotsissa rahasto-osuuksien eri säilytysmuodot ovat mahdollisia toisin kuin Suomessa ja rahastojen selvityksessä on käytössä samantyyppinen selvitysaika kuin osakekaupankäynnissä. Verotuksen suhteen Suomen rahastojen verotus on ollut pitkään edullisempi kuin Ruotsin. Suomessa rahasto ei ole ollut verovelvollinen luovutusvoitoistaan. Tässä suhteessa myös Ruotsin sääntelyä on muutettu. Verotus lykkääntyy siihen saakka kunnes voitto-osuudet siirtyvät rahasto-osuudenomistajalle, joskin erona Suomeen on se, että Ruotsissa tietty osuus sijoitusrahaston varoista (0,4 prosenttia) katsotaan vuosittain osuudenomistajien veronalaiseksi pääomatuloksi. Ruotsissa eläkejärjestelmän erityispiirre, jossa sijoittajat itse valitsevat rahastokohteita, edistää myös rahastosääntämistä.

Ruotsissa perustettiin vuonna 2014 työryhmä pohtimaan, miten parantaa ruotsalaisen rahastotoimialan kilpailukykyä ja modernisoida kansallista rahastolainsäädäntöä. Työryhmän selvitys (*En hållbar, transparent och konkurrenskraftig fondmarknad*, SOU 2016:45) valmistui kesäkuussa 2016. Siinä ehdotetaan muun muassa, että kilpailukyvyyn lisäämiseksi tulisi Ruotsissa sallia yhtiömuotoiset rahastot (*associationsrättsliga fonder*).

Tähän asti sijoitusrahastot eivät ole voineet olla Ruotsin lainsäädännön mukaan itsenäisiä oikeushenkilöitä. Työryhmä ehdottaa, että Ruotsissa säädettäisiin uusi laki sijoitusyhtiöstä. Tällaista vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä voisi hoitaa joko rahastoyhtiön tai vaihtoehtorahastojen hoitajan toimiluvalla. Ruotsin esitys koostuu ehdotuksesta uudeksi laiksi sijoitusyhtiöistä, jossa säädetään vaihtuvapääomaisen sijoitusyhtiön toiminnasta kuten yhtiöjärjestyksestä, osakkeista ja osakerekisteristä, osakkeiden liikkeeseenlaskusta ja lunastuksesta, yhtiökokouksesta, yhtiön johdosta ja toiminnan luvanvaraisuudesta. Yhtiön perustamisen osalta viitataan Ruotsin osakeyhtiölakiin ja sijoitustoiminnan sääntelyn osalta Ruotsin sijoitusrahastolakiin sijoitusrahastodirektiivin mukaisen sijoittamisen osalta ja mahdolliseen Finansinspektionenin antamaan poikkeuslupa sijoitusrajotuksista (erikoissijoitusrahasto). Mietinnössä ehdotetaan vastaavasti muutoksia ja täydennyksiä myös muuhun Ruotsin lainsäädäntöön sikäli kuin niissä on viitattu pelkästään sopimusmallilla toimivaan rahastosijoittamiseen.

Mietinnössä todetaan, että toimeksianto ei käsittänyt verokysymyksiä, joten esitystä tulee täydentää veroehdotuksilla.

Muita selvityksessä esitettyjä säännösehdotuksia ovat rahaston sijoitustoiminnasta annettavan sijoittajainformaation lisääminen, kestävä kehityksen periaatteiden soveltaminen sijoitustoiminnassa sekä sijoitustoiminnan aktiivisuus. Ruotsissa on käyty paljon julkista keskustelua rahastojen salkunhoidon aktiivisuuden tasosta, mikä kytkeytyy rahastoyhtiöiden perimien hallinnointipalkkioiden määrään. Rahastoyhtiöt hinnoittelevat rahaston hallinnointipalkkioita perustellen sitä usein juuri salkunhoidon aktiivisuudella. Vertailutietojen valossa salkunhoidon aktiivisuusaste vaihtelee kuitenkin paljon ja voi joskus lähennellä niin sanotun passiivisesti indeksiä seuraavan rahaston sijoitusaktiivisuutta.

Työryhmä ehdottaa lisäksi rahastoyhtiöille sallittavaksi suomalaisia pitkäaikaissäästötilejä vastaavien *investeringssparkonto*-tilien hoitamisen. Suomessa vastaava mahdollisuus on otettu lakiin sitodusta pitkäaikaissäästämisestä (1183/2009). Ruotsin ehdotus rajaa oikeuden kuitenkin koskemaan vain rahastosijoituksia. Verotuksellinen kohtelu poikkeaa suomalaisesta mallista. *Investeringssparkonto*-tilin verotus seuraa ennalta määrättyä kaavaa eikä perustu todellisiin luovutusta-pahtumiin, eikä sijoittaja myöskään ole velvollinen esittämään niistä yksilöityä selvitystä.

Työryhmä ehdottaa, että ehdotetut lakimuutokset tulisivat voimaan tammikuussa 2018.

Viro

Viro on vielä pieni rahastotalous. Vuoden 2015 lopussa Viron rahastopääomat olivat 3,3 miljardia euroa. Huolimatta rahastopääoman pienuudesta Virossa on suhteessa hoidettaviin rahastovaroihin runsaasti hallinnointiyhtiöitä ja runsaasti ulkomaisten sijoitusrahastojen markkinoinnin aloitusilmoituksia. Myös Virossa eläkeyhtiöt ovat sijoitusrahastojen merkittävä sijoittajaryhmä.

Virossa sijoitusrahastojen toiminnasta säädetään sijoitusrahastolaissa (*Investeerimisfondide seadus*, vuodelta 2004). Virossa samaan lakiin on koottu säännökset sekä sijoitusrahastodirektiivin mukaisen että AIFM-direktiivin mukaisen rahaston toiminnasta olipa kyseessä avoin tai suljettu rahasto ja lisäksi eläkerahastoja koskevaa sääntelyä. Lakiin on koottu sopimusmallilla toimivan ja yhtiömallilla toimivan rahaston sääntely. Virossakaan UCITS-rahastoa ei ole kuitenkaan voinut perustaa yhtiömuotoisena. Virossa pääasiassa vain ammattimaiset sijoittajat voivat sijoittaa vaihtoehtorahastoihin.

Luxemburg

Vaikka Luxemburg on vain yli puolen miljoonan asukkaan valtio, sen sijainti Euroopan keskiössä on mahdollistanut sen kehityksen suureksi toimijaksi Euroopan rahoitusmarkkinoilla. Luxemburgin rahoitustoimiala koostuu kaikenlaisesta rahoitustoiminnasta, mutta kaksi suurinta rahoitusalan sektoria Luxemburgissa ovat yksityispankkiiritoiminta (*private banking*) ja rahastojen hallinnointi (*fund administration*).

Luxemburgin rahastoalan kehitys on ollut nopeaa ja suurta. Viimeisen kahdenkymmenen vuoden aikana rahastopääomat ovat nelinkertaistuneet. Rahastojen suhteen Luxemburg onkin selvästi suurin toimija Euroopassa 3,5 biljoonan euron rahastopääomillaan. Luxemburgin rahastopääomien arvo on noin 30 prosenttia koko Euroopan rahastopääomista.

Kilpaillakseen rahoitusmarkkinatoimijoista markkinoilla Luxemburg on panostanut lainsäädäntöönsä. Luxemburgissa on sekä kehittynyt rahoitusmarkkinalainsäädäntö että vahva yhtiöoikeussääntely, jotka takaavat rahoitusmarkkinatoimijoille kehittyneen ja toimivan kehikon toimia. Toimivan lainsäädännön lisäksi Luxemburg on pyrkinyt tukemaan rahastotoimialaa voimakkaasti verohelpotuksilla. Esimerkiksi Luxemburgissa rahastoyhtiöiden ei tarvitse maksaa tulo-, pääoma-, varallisuusveroa tai verojen ennakonpidätyksiä (*withholding tax*). Rahastojen tarvitsee ainoastaan maksaa merkintävero (*subscription tax*) ja luxemburgilainen minimitulovero, jonka suuruus liikevaihdoltaan yli 350 000 euron rahoitusyritykselle oli 3 210 euroa vuonna 2015.

Luxemburg on pystynyt taitavasti hyödyntämään EU-sääntelyn mahdollistamaa rahastojen rajan yli markkinointia ja hoitamista koskevaa sääntelyä. Luxemburg on saanut houkuteltua myös EU-valtioiden ulkopuolelta toimijoita perustamaan rahastoja Luxemburgiin. Esimerkiksi 20 prosenttia Luxemburgin rahastopääomista on yhdysvaltalaisen toimijoiden (*originators*) rahastoja. Luxemburg tarjoaa näin sijoittautumismaan kolmansien maiden toimijoille ja avaa ovet Euroopan rahastomarkkinoille ja toimii lähtöalustana eurooppalaisille rahastoille, silloin kun niitä halutaan markkinoida kolmansiin maihin. Vastavuoroiset yhteysverkokot auttavat toimijoita liiketoiminnassa kumpaankin suuntaan.

Luxemburgin rahastosääntelyssä on erikseen rahaston sijoittamista koskeva laki vuodelta 2010 ja vaihtoehtorahastojen hoitajaa koskeva laki vuodelta 2013. Luxemburgin sääntely tarjoaa rahaston

perustamiseen vaihtoehtoisesti käyttöön sopimusmallin (*fonds commun de placement, FCP*) ja yhtiömallin vaihtuvapääomaisena (*société d'investissement à capital variable, SICAV*) tai kiinteäpääomaisena (*société d'investissement à capital fixe, SICAF*). Hallinnointiyhtiö on mahdollista perustaa useissa erilaisissa juridisissa muodoissa, kuten julkisen tai yksityisen osakeyhtiön ja osuuskunnan tai yhtiökumppanuuden muodossa. Valinnan mahdollisuuden runsaus kohdistuu erityisesti juuri hallinnointiyhtiön perustamiseen. Lakiin on kirjattu myös verotuksellinen erityisasema niille rahastoille, jotka on perustettu kyseisen sääntelyn mukaisesti. Laissa säädetään myös mahdollisuudesta hoitaa muita kuin säänneltyjä rahastoja, kuten esimerkiksi arvopaperistamiseen liittyviä omaisuuseriä. Sateenvarjorahastomalli houkuttelee rahastosijoittajia erityisesti sijoituskohteen verovapaan vaihtamisen mahdollisuuden vuoksi. Alarahastojen sijoituspolitiikat voivat vaihdella yhtä lailla kuin itsenäisten sijoitusrahastojen, joten sijoittaja voi vapaammin vaihtaa sijoitusstrategiaa ilman veroseuraamuksia. Suomessahan vastaava etu on tarjolla vain vaihdettaessa saman sijoitusrahaston eri osuussarjojen välillä, mutta tällöin sijoittajalle ei tarjoudu mahdollisuutta vaihtaa sijoitusstrategiaa täysin uuteen.

Luxemburgin rahastosääntely rajoittaa hallinnointiyhtiön toimintojen ulkoistamista vain niukasti. Luxemburgin rahastomarkkinat rakentuvatkin vahvasti erikoistuneiden palveluntarjoajien suhteeseen ja niistä rakentuvaan rahastotoimintaan. Suomessa on perinteisesti totuttu ajattelemaan, että rahastoyhtiö järjestää kaikki rahaston hallinnointiin liittyvät toimet itse tai ostaa hyvin rajoitetusti palveluita muilta palvelun tarjoajilta. Luxemburgin sääntely tunnistaa erilliset omistusten hallintaa hoitavat toimijat (*transfer agent*), perustamistoimia kansallisesti hoitavat toimijat (*domiciliation agent*), maksuliikennettä hoitavat toimijat (*paying agent*) ja myyntiä hoitavat toimijat (*distribution agent*). Rahastoyhtiön toiminta voi vielä jakautua varsinaiseen hallinnolliseen toimintaan (*central administration*) ja salkunhoitoon (*portfolio management*).

Erikoistuneiden palveluntarjoajien kokonaisuus voi osaltaan tarjota synergiaetuja, kun toimija voi keskittyä yksittäiseen keskeiseen osa-alueeseen ja siihen liittyvään sääntelyn ja toiminnan järjestämisen hiomiseen huippuunsa. Toisaalta tämä ajatuslogiikka on osittain ristiriitainen sen rahastosääntelyn kantavan ajatuksen kanssa, että rahastoyhtiö vastaa kaikesta hoitamansa rahaston toiminnan lainmukaisuudesta. Mitä useampaan osaan rahaston hoitaminen jakautuu, sen vaikeampi rahastoyhtiön on pitää lankoja käsissään.

Luxemburg on erityisesti profiloitunut eurooppalaisen UCITS-rahaston kotimaaksi. Luxemburgilaisen UCITS-rahaston markkinointi Euroopan ulkopuolelle on jo muodostunut käsitteeksi ja myös Euroopan sisällä UCITS-rahastoja perustetaan nimenomaan Luxemburgiin, kun niitä halutaan markkinoida rajan yli – vaikka vain Euroopassa.

Irlanti

Irlanti on Luxemburgin tapaan onnistunut houkuttelemaan rahastotoimialaa alueelleen. Niin kuin Luxemburgin etuna on sen sijainti ja verotus, näin on myös Irlannin suhteen. Irlannin sijainti Ison-Britannian vieressä ja sitä kautta läheiset suhteet Yhdysvaltoihin ovat mahdollistaneet yrityssektorin kasvun Irlannissa. Irlannissa yhteisöverokanta on 12,5 prosenttia, mikä on toiminut kannustimena sille, että monet EU-alueen ulkopuoliset yritykset ovat valinneet Irlannin pää- tai sivukonttorinsa sijaintipaikaksi. Irlannin 1,9 biljoonan euron rahastopääoma on toiseksi suurin Euroopan alueella. Vaikka Luxemburg on selvästi suurin rahastomaa Euroopassa, Irlantiin on keskittynyt enemmän listattuja rahastoja, ETF:iä, verrattuna esimerkiksi Luxemburgiin. Irlannissa onkin eniten pörssilistattuja rahastoja Euroopassa.

Irlanti on kirinyt viimeisten kymmenen vuoden aikana voimakkaasti Luxemburgin rinnalle rahastomaana. Irlannissa rahastosääntelyä on kehitetty viimeksi vuonna 2015 säädetyn uudentyyppisen rahastoinstrumentin muodossa (*ICAV, Irish collective asset management vehicle*), jonka on tarkoitus vastata nimenomaan yhdysvaltalaisen sijoittajan tarpeisiin, verotus huomioon ottaen. ICAV rinnastuu yhtiömuotoiseen rahastomalliin, mutta sen rekisteröinti ja valvonta on molemmat sijoitettu muun rahastovalvonnan tavoin Irlannin keskuspankin alaisuuteen, mikä nopeuttaa ja virtaviivaistaa rahaston perustamista. Jo ennen viimeisintä kehityshanketta Irlannissa on ollut mahdollista perustaa sekä sopimusmallilla että yhtiömuodossa toimivia rahastoja. Irlannissa UCITS-rahaston

voi perustaa trustimuotoisena (*unit trust*), sopimusmallilla, vaihtuva- tai kiinteäpääomaisena yhtiönä tai nyt myös ICAV-muodossa. Irlannissa on mahdollista perustaa myös sateenvarjorahastoja ja Irlannissa sijoittajien luokittelussa on lisäjaottelua *qualified investor* -muodossa. Irlanti on markkinoinut rahastoalaa nimenomaan veroedun turvin; rahastot eivät ole verovelvollisia luovutusvoitoista eikä ulkomaisten rahastosijoittajien sijoituksista peritä veroa. Lisäksi Irlannilla on laaja kansainvälisten verosopimusten verkosto. Verotuksellisten etujen lisäksi Irlanti markkinoi rahastoalaa säilytysyhteisöpalveluntarjoajilla (15 kappaletta) sekä selkeällä ja käytännöllisellä sääntelymallilla.

Saksa

Saksan rahastomarkkinat ovat hyvin kehittyneet, ja suurin osa kuluttajarahastoista on UCITS-rahastoja. Saksan rahastopääoma oli vuoden 2015 lopulla 1,7 biljoonaa euroa ja samalla Euroopan kolmanneksi suurin.

Saksassa ei-ammattimaisen rahastosijoittajan valittavissa ei ole ollut yhtä laajaa valikoimaa kuin esimerkiksi Luxemburgissa tai Irlannissa. UCITS-rahastoja on voinut perustaa vain sopimusmallilla (*Sondervermögen*). Saksassa sallitaan myös avoimessa muodossa toimivat vaihtoehtoiset sijoitusrahastot. Niin sanotun *Spezialfondin* osuuksia voidaan tarjota lähtökohtaisesti vain institutionaalisille sijoittajille, kuten vakuutusyhtiöille, eläkerahastoille, pankeille tai suurille yhtiöille. Suljettu- ja rahastoja koskevaa sääntelyä harmonisoitiin osaksi kansallista lainsäädäntöä AIFM-direktiivin täytäntöönpanon seurauksena vuonna 2013. Saksassa suljettuja rahastoja voidaan markkinoida sekä yksityisille että ammattimaisille sijoittajille. Saksan pääomasijoituslaissa (*Kapitalanlagegesetzbuch*, KAGB) määritellään ja erotetaan sijoitusrahastot (UCITS) ja vaihtoehtoiset sijoitusrahastot (AIF). KAGB korvasi *Investmentgesetz*-nimisen lain tullessaan voimaan heinäkuussa 2013. Vaihtoehtoisina sijoitusrahastoina pidetään kaikkia suljettuja rahastoja sekä niitä avoimia sijoitusrahastoja, joita säännellään sijoituslainsäädännöllä, mutta jotka eivät kuitenkaan ole määritelmällisesti sijoitusrahastoja (UCITS). Pääasiassa vaihtoehtoiset sijoitusrahastot ovat suunnattavissa ainoastaan ammattimaisille sijoittajille.

Saksassa rahastojen verotus on parhaillaan muutosten kohteena. Kesällä 2016 on annettu esitys rahastojen verotuksen muuttamisesta nykyisestä arviopohjaisesta mallista (*ausschüttungsgleiche Erträge*) kohti sijoittajan todellisten tuottojen ja voittojen verotusta. Lakimuutosten on tarkoitus tulla voimaan vuonna 2018. Esitykseen sisältyisi myös rahastolle osittainen verovelvollisuus. *Spezialfondien* osalta kuitenkin säilytettäisiin entinen arviopohjainen verotus ja veropoikkeukset. Suomalainen erikoissijoitusrahasto, josta otettiin säännökset SRL:iin vuonna 1996, perustuu saksalaiseen *Spezialfond*-malliin.

Ranska

Ranskassa rahoitusmarkkinoita koskeva sääntely mukaan lukien rahastotoimintaa koskeva sääntely on keskitetty suurelta osin kahteen säädöskokonaisuuteen (*Le code de monétaire et financier* ja *code de commerce*)

Ei-ammattimaisille sijoittajille tarjottavat rahastot Ranskassa voivat pääasiassa olla joko sopimusmallilla toimivia (*Fonds Communs de Placement*, FCPs) tai yhtiömuotoisia (*Sociétés d'Investissement à Capital Variable*, SICAVs) UCITS-rahastoja.

Ei-ammattimaisille sijoittajille voidaan tarjota myös seuraavia avoimia vaihtoehtorahastoja: yleisrahastot (FCP tai SICAV, vrt. Suomessa erikoissijoitusrahasto); riskipääomarahastot (*Fonds communs de placement à risque*, FCPRs); innovaatorahastot (*Fonds Communs de Placement dans l'Innovation*, FCPIs); paikallisrahastot (*Fonds d'Investissement de Proximité*, FIPs); eräät kiinteistörahastot (*Organisme de Placement Collectif Immobilier*, OPCIs ja *Sociétés Civiles de Placement Immobilier*, SCPIs); metsärahastot (*Sociétés d'Epargne Forestière*, SEFs); ja suljetut kiinteäpääomaiset rahastot (*Sociétés d'Investissement à Capital Fixe*, SICAFs); sekä rahastojen rahastot.

Ranskalaisten hallinnointiyhtiöiden määrä on lähes kaksinkertaistunut vuodesta 1999 (350) vuoteen 2013 (613) (627 hallinnointiyhtiötä vuonna 2016) Ranskan rahastoyhdistyksen (*Association française de la gestion financière*, AFG) tilastojen mukaan. Hoidossa olevien varojen määrä vuonna 2013 oli 1309 miljardia euroa (1700 miljardia vuonna 2016) ja rahastoja oli yhteensä 11 798 (11 000 vuonna 2016). Näistä neljännes on UCITS-rahastoja ja loput vaihtoehtorahastoja. Myös Ranskan lainsäädäntöön on tehty kilpailukykyisyyttä lisääviä sääntelytoimia AIFM-direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä. Tällaisia sääntelytoimia ovat UCITS-termin käytön rajoittaminen vain direktiivin mukaisiin rahastoihin ja rahastojen nimikkeistön muutokset helpottamaan eurooppalaista vertailua. Esimerkiksi lyhennettä OPCVM (*organisme de placement collectif en valeurs mobilières*), joka on ranskankielinen käännös UCITS-termistä ja jota aiemmin käytettiin viittaamaan sekä UCITS-rahastoihin että muihin kuin UCITS-rahastoihin (vrt. Suomessa sijoitusrahasto ja erikoissijoitusrahasto), voidaan enää käyttää viittaamaan vain UCITS-rahastoon.

Ranskassa verotusta koskevia säännöksiä mutkistavat sijoittajan käytettävissä olevat vähennysmahdollisuudet, mutta yleisellä tasolla voidaan todeta, että sopimusmallinen avoin rahasto ei ole verovelvollinen luovutusvoitoistaan. Rahaston sijoittaja on verovelvollinen saamistaan tuotoista ja luovutusvoitoista. Luovutusvoittoverotukseen on säädetty kuitenkin helpotuksia sijoitusajan pituuden perusteella. Myös yhtiömuotoiselle rahastolle (SICAV) on myönnetty verovapaus. Yhteisöveroosuusprosentti on muutoin Ranskassa 33 prosentin luokkaa.

Alankomaat

Alankomaat on tunnustettu kansainvälisen kaupan keskus ja se on erityisesti halunnut profiloitua sijoittajansuojan kärkimaana, vaikka tämä ei käy ilmi suoraan sääntelyn perusteella. Alankomaiden rahastopääoma on 762 miljardia euroa.

Alankomaissa yhtiöoikeus tarjoaa vaihtoehtoja sijoittajan vastuun rajoittamiseksi julkisen ja yksityisen osakeyhtiön ja tarvittavan yhtiöpääoman suhteen. Alankomaissa myös vaihtuvapääomainen osakeyhtiö (*beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal*, *BMVK*) on mahdollinen ja voidaan perustaa myös sateenvarjorahastona, samoin osuuskunta (*coop*) ja kommandiittiyhtiö (*commanditaire vennootschap*, *CV*). Voidakseen saada alankomaalaisen yhtiön verokohtelun (0 prosentin vero) yhtiön tulee olla joko hollantilainen yksityinen oy (*besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid*, *BV*), julkinen oy (*naamloze vennootschap*, *NV*) tai ei itsenäinen oikeushenkilö, sopimukseen perustuva omaisuusmassa (*fonds voor gemene rekening*, *FGR*).

Yhteenveto

Edellä kuvattujen kansallisten sääntelymallien pohjalta voidaan koota joitakin edistyksellisen rahastotoiminnan sääntelypiirteitä. Tällaisia ovat sääntelykokonaisuuden selkeys. Toimialan ja myös sijoittajien kannalta on kannatettavaa, että sääntely on sijoitettu selkeästi hahmotettavaksi kokonaisuudeksi. Yhtiömuotojen valikoima on selkeästi runsas kaikkein edistyneimmissä rahastomaissa. On tärkeää, että sääntely tarjoaa selkeästi sekä UCITS-rahastojen että vaihtoehtorahastojen käytettävissä olevat oikeudelliset muodot samoin kuin hallinnointiyhtiön käytettävissä olevat oikeudelliset rakenteet. Yhtäläillä kuin valittavissa olevat juridiset rakenteet ovat moninaiset, myös toiminnan järjestämistä koskevat säädökset ovat väljät. Huomiota herättävää on myös veroetuisten tarjoaminen.

3 Sijoitusrahastolain arviointia

Sijoitusrahastolain uudistamisen keskeinen tavoite on selkeyttää lakia siten, että sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston sääntely erotetaan toisistaan. Erikoissijoitusrahastoja koskeva sääntely sisällytettäisiin kokonaisuudessaan AIFML:iin siten, että siihen sisällytetään tarvittavilta osilta säännösviittaukset sijoitusrahastolakiin. Lisäksi tavoitteena on muuttaa sääntelyä siten, että sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitetun yhteisen sijoitustoiminnan harjoittaminen myös yhtiöjärjestyksen nojalla sijoitusyhtiönä olisi mahdollista. Sijoitusrahastodirektiivin mukaisten rahastoyhtiöiden hallinnoimien sijoitusrahastojen ja direktiivin mukaisten sijoitusyhtiöiden sijoitustoiminnan sään-

tely sisällytettäisiin sijoitusrahastolakiin. Näiden tavoitteiden toteuttaminen edellyttää sijoitusrahastolaissa käytettyjen käsitteiden tarkastelua ja muuttamista. Käsitteiden uudelleen arviointi on siten sidoksissa uudistuksen laajuuteen.

3.1 Yhteinen sijoitustoiminta

Sijoitusrahastolaissa, AIFML:ssa ja kiinteistörahastolaissa säädetään yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavista yrityksistä. Lisäksi ovat voimassa EuVECA-, EuSEF- ja ELTIF-asetukset. EU:ssa on valmisteilla Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus rahamarkkinarahastoista.

Sijoitusrahastolaissa säädetään sijoitusrahastodirektiivin vaatimukset täyttävistä rahastoyhtiön hallinnoimista sijoitusrahastoista ja muista kuin sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitetuista erikoissijoitusrahastoista sekä yhteissijoitusyrityksen osuuksien markkinoimisesta yleisölle. Sijoitusrahastoja koskevat myös sijoitusrahastolain 2 a §:ssä mainitut sijoitusrahastodirektiivin nojalla annetut komission avaintietoasetus ja komission notifiointiasetus sekä komission riskienhallintadirektiivi ja komission sulautumisdirektiivi. Viimeksi mainitut kaksi direktiiviä on pantu täytäntöön Finanssi- ja valvonnan määräyksillä.

AIFML:ssa on pantu täytäntöön AIFM-direktiivi. Kyseistä lakia sovelletaan oikeushenkilöihin, joiden säännöllistä liiketoimintaa on vaihtoehtorahastojen hoitaminen, sekä vaihtoehtorahaston osuuksien tarjoamiseen ammattimaiselle asiakkaalle ja vaihtoehtorahaston säilytysyhteisötoimintaan. Vaihtoehtorahastolla tarkoitetaan yhteisöä tai muuta yhteistä sijoittamista, jossa varoja hankitaan useilta sijoittajilta ja sijoitetaan määritellyn sijoituspolitiikan mukaisesti sijoittajien eduksi ja jolta ei edellytetä sijoitusrahastodirektiivin 5 artiklassa tarkoitettua lupaa.

Toiminnasta, jossa yleisölle tarjotaan mahdollisuus osallistua yhteisiin kiinteistösijoituksiin, säädetään kiinteistörahastolaissa. Toimintaa voidaan harjoittaa siten, että yleisö osallistuu sijoittamiseen julkisen osakeyhtiön osakkeita tai kommandiittiyhtiön osuuksia merkitsemällä, ostamalla tai muutoin hankkimalla, ja yhtiö sijoittaa yleisöltä hankkimansa varat edelleen pääasiallisesti kiinteistöihin sekä kiinteistöarvopapereihin muussa kuin rakentamisen tai kiinteistönjalostustoiminnan tarkoituksessa (kiinteistörahastotoiminta). Osakeyhtiömuotoisesta kiinteistörahastosta ja siihen rinnastettavasta kommandiittiyhtiöstä säädetään lisäksi AIFML:ssa.

3.2 Yhteissijoitusyritys

Sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettu yhteissijoitusyritys

Sijoitusrahastodirektiiviä sovelletaan siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin, jäljempänä *yhteissijoitusyritys* (UCITS, *undertakings for collective investment in transferable securities*), jotka ovat sijoittautuneet jäsenvaltioiden alueelle (1 artiklan 1 kohta).

Sijoitusrahastodirektiivissä yhteissijoitusyrityksellä tarkoitetaan yritystä:

- a) jonka ainoana tarkoituksena on yleisöltä hankittujen varojen yhteinen sijoittaminen 50 artiklan 1 kohdassa tarkoitettuihin siirtokelpoisiin arvopapereihin tai muuhun helposti rahaksi muutettavaan rahoitusomaisuuteen ja joka toimii riskin hajauttamisen periaatteella; ja
- b) jonka osuudet on haltijan vaatimuksesta ostettava takaisin tai lunastettava suoraan tai välillisesti tämän yrityksen varoilla. Yhteissijoitusyrityksen toimenpide, jonka tarkoituksena on varmistaa, ettei sen osuuksien pörssi-arvo poikkea merkittävästi niiden nettoarvosta, rinnastetaan takaisinostoon tai lunastukseen.

Jäsenvaltiot voivat sallia, että yhteissijoitusyritys koostuu useasta alarahastosta (*investment compartments, sub-funds*) (1 artiklan 2 kohta).

Sijoitusrahastodirektiivin 1 artiklan 2 kohdassa tarkoitettu yritys voidaan perustaa joko sopimusoikeudellisten säännösten (rahastoyhtiöiden hoidossa olevat sijoitusrahastot), trusteja koskevien säännösten (*unit trust*) tai yhtiöjärjestyksen (sijoitusyhtiöt) nojalla (1 artiklan 3 kohta).

Sijoitusrahastodirektiivissä määritellään rahastoyhtiö (*management company*), jolla tarkoitetaan yhtiötä, jonka tavanomaisena liiketoimintana on sijoitusrahastojen tai sijoitusyhtiöiden muodossa toimivien yhteissijoitusyritysten hoitaminen (yhteissijoitusyrityksen yhteinen salkunhoito).

Yhteissijoitusyrityksen käsite sijoitusrahastolaissa

Sijoitusrahastolaissa yhteissijoitusyrityksen käsite on varattu koskemaan ainoastaan muussa ETA-valtiossa kuin Suomessa toimiluvan saanutta yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavaa yritystä, joka kotivaltionsa lainsäädännön perusteella täyttää sijoitusrahastodirektiivin edellytykset (2 §:n 1 momentin 10 kohta). Tällainen muussa ETA-valtiossa kuin Suomessa toimiluvan saanut yhteissijoitusyritys on voitu perustaa joko sopimusoikeudellisten säännösten (rahastoyhtiöiden hoidossa olevat sijoitusrahastot), trusteja koskevien säännösten (*unit trust*) tai yhtiöjärjestyksen (sijoitusyhtiöt) nojalla. Suomalainen rahastoyhtiön hallinnoima sijoitusrahasto on asiallisesti sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettu yhteissijoitusyritys, vaikka laissa siitä ei tätä nimitystä käytetä.

Sääntelyn arviointi

Sijoitusrahastolaissa olisi nykyistä täsmällisemmin säädettävä yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavan yrityksen oikeudellisesta muodosta ja mahdollisista vaihtoehtoisista muodoista. Yhteissijoitusyritys olisi voitava perustaa nykyiseen tapaan sopimusoikeudellisten säännösten nojalla ja lisäksi myös yhtiöjärjestyksen nojalla. Sijoitusyhtiötä koskevien säännösten sisällyttäminen sijoitusrahastolakiin edellyttää sijoitusyhtiöiden velvoitteita koskevan sijoitusrahastodirektiivin V luvun säännösten täytäntöönpanoa sijoitusrahastolaissa.

On tarpeen arvioida edellytyksiä, joihin perustuen olisi mahdollista perustaa sijoitusrahastodirektiivin mukainen sijoitusyhtiömuotoinen yhteissijoitusyritys, jonka osakkeet/osuudet ovat vaihdantakelpoisia arvopapereita.

3.3 Sijoitusrahastolain soveltamisala

Sijoitusrahastolakia sovelletaan 1 §:n mukaan rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön harjoittamaan toimintaan sekä yhteissijoitusyrityksen osuuksien markkinoimiseen yleisölle.

Pykälää on muutettu AIFM-direktiivin täytäntöönpanon yhteydessä siten, että siinä säädetään rahastoyhtiön oikeudesta hoitaa myös AIFML:ssa tarkoitettua vaihtoehtorahastoa edellyttäen, että sillä on vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupa tätä toimintaa varten tai se on rekisteröitynyt Finanssivalvontaan siten kuin mainitussa laissa säädetään. AIFML:ssa tarkoitettu ulkoisesti hoidettujen vaihtoehtorahastojen hoitaja saa hallinnoida sijoitusrahastoja edellyttäen, että sillä on rahastoyhtiön toimilupa tätä toimintaa varten. Vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla on vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupa tätä toimintaa varten tai joka on rekisteröitynyt Finanssivalvontaan siten kuin AIFML:ssa säädetään, saa hoitaa erikoissijoitusrahastoa siten kuin sijoitusrahastolain 3 a §:ssä säädetään. Pykälässä säädetään vaihtoehtorahastojen hoitajaan sovellettavista muista sijoitusrahastolain säännöksistä.

Pykälässä säädetään lisäksi sijoituspalvelulain (747/2012) soveltamisesta rahastoyhtiöihin ja ulkomaisen ETA-rahastoyhtiön oikeudesta harjoittaa toimintaa Suomessa ja yhteissijoitusyrityksen oikeudesta markkinoida osuuksiaan Suomessa.

Sääntelyn arviointi

Sijoitusrahastolaki koskee keskeisesti rahastoyhtiöitä, jotka hallinnoivat sijoitusrahastodirektiivin vaatimukset täyttäviä sijoitusrahastoja, ja sijoitusrahaston varojen säilyttämistä säilytisyhteisössä.

Laissa säädetään erikoissijoitusrahastoista, joiden sijoitusrahastoista poikkeava sääntely on lisääntynyt huomattavasti viimeisinä vuosina. Erikoissijoitusrahastoista säädetään nykyisin myös AIFML:ssa, jossa säädetään esimerkiksi erikoissijoitusrahaston varojen säilyttämisestä. Erikoissijoitusrahastoa saa hoitaa vain vaihtoehtorahastojen hoitaja, jolla on toimilupa tähän toimintaan tai joka on rekisteröitynyt Finanssivalvontaan.

Lain nimikkeen tulisi riittävällä tavalla yksilöidä säädös ja ilmaista, mitä säädös koskee (Lainlaati-
jan opas 37/2013). Sijoitusrahastolain nimike ei enää vastaa lain nykyistä sisältöä sijoitusrahasto-
jen ja erikoissijoitusrahastojen sääntelyn eriytymisen vuoksi.

Lain nykyiseen soveltamisalaan kuuluu rahastoyhtiön harjoittama toiminta. Rahastoyhtiöllä tarkoi-
tetaan pääsääntöisesti sijoitusrahastotoimintaa harjoittavaa osakeyhtiötä. Sijoitusrahastolain sovel-
tamisalasäännöksestä tulisi nykyistä selkeämmin ilmetä liiketoiminta, johon lakia sovelletaan.
Laissa on pantu täytäntöön sijoitusrahastodirektiivi, joten sen perusteella voidaan katsoa, että lain
tulisi koskea sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettua toimintaa vastaavaa toimintaa. Sijoitusrahastodirektiivissä säädetään siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa har-
joittavista yrityksistä. Tämän vuoksi olisi perusteltua säätää lain soveltamisesta ensisijaisesti sel-
lisiin yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin, jotka sijoittavat yleisöltä hankittuja varoja
kyseisessä laissa tarkoitettuihin arvopapereihin tai muuhun helposti rahaksi muutettavaan rahoit-
usomaisuuteen ja edellyttäen, että tällainen yritys toimii riskin hajauttamisen periaatteella ja sen
osuudet on haltijan vaatimuksesta lunastettava suoraan tai välillisesti tämän yrityksen varoilla.

Lain rakenne ja soveltamisala on selkeytettävä siten, ettei erikoissijoitusrahasto enää sisälly sen
soveltamisalaan.

3.4 Sijoitusrahastolain keskeiset käsitteet

Sijoitusrahastolain 2 §:ssä määritellään laissa käytetyt käsitteet. Keskeisiä ovat sijoitusrahastotoi-
minnan, sijoitusrahaston, erikoissijoitusrahaston, rahastoyhtiön, rahasto-osuudenomistajan ja säily-
tysyhteisön käsitteet. Lain voimassaoloaikana näitä käsitteitä on tarkistettu ja lakiin on lisätty uusia
sijoitusrahastodirektiivin muuttamisesta johtuvia määritelmiä.

Rahastoyhtiöllä tarkoitetaan pääsääntöisesti sijoitusrahastotoimintaa harjoittavaa suomalaista osa-
keyhtiötä. Sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoitta-
mista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin tai kiinteistöihin ja
kiinteistöarvopapereihin tai muihin sijoituskohteisiin sekä sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahast-
on hallintoa ja rahasto-osuuksien markkinointia (2 §:n 1 momentin 1 kohta). Määritelmä laajen-
nettiin koskemaan kiinteistöjä ja kiinteistöarvopapereita sijoitusrahastolain muuttamisesta annetul-
la lailla (351/2007), joka annettiin kiinteistörahastolain muuttamisesta annetun lain (350/2007) yh-
teydessä. Tällä lainmuutoksella on säädetty mahdolliseksi erikoissijoitusrahaston varojen sijoitta-
minen kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin.

Sijoitusrahastotoiminnassa on olennaista varojen hankkiminen yleisöltä. Lain esitöiden mukaan
(HE 202/1998 vp) ”sijoitusrahaston rahasto-osuuksien markkinoiminen kohdistuu ennalta rajoit-
tamattomaan joukkoon potentiaalisia sijoittajia. Sijoitusrahastot ovat avoimia määritelmän laajassa
merkityksessä, mikä tarkoittaa edellisen lisäksi sitä, että sijoitusrahaston pääoma on vaihtuva. Jot-
tei rahastoyhtiö voisi muuttaa sijoitusrahaston luonnetta tosiasiaa suljetuksi rahastoksi, rahasto-
yhtiö ei voi ryhtyä valitsemaan asiakkaitaan, vaan jokainen rahasto-osuudenomistajaksi aikova,
joka on valmis täyttämään rahasto-osuuden merkinnästä johtuvat yleiset velvoitteet, on hyväksyt-
tävä rahasto-osuudenomistajaksi. Rahastoyhtiö edustaa sijoitusrahastoa, käyttää sen varoihin liit-
tyviä oikeuksia ja huolehtii niihin kohdistuvista velvoitteista.”

Sijoitusrahastolaissa sijoitusrahastolla tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä
Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja 11 luvun mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia vel-
voitteita (2 §:n 1 momentin 2 kohta). Lain 11 luvussa säädetään sijoitusrahaston varojen sijoittami-
sesta sijoitusrahastodirektiivin vaatimukset täyttäviin sijoituskohteisiin. Lain mukaan sijoitusrahast-

ton varojen on oltava vähintään kaksi miljoonaa euroa ja sijoitusrahastolla on oltava ainakin 50 rahasto-osuudenomistajaa. Sijoitusrahaston vähimmäispääomaa ja rahasto-osuudenomistajien määrää koskeva säännös on kansallinen. Vaatimukset on asetettu veropoliittisista syistä.

Sijoitusrahastolaissa tarkoitetaan erikoissijoitusrahastolla sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä erikoissijoitusrahaston sääntöjen ja 12 luvun mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita (2 §:n 1 momentin 2 a kohta). Lain pääsäännön mukaan myös erikoissijoitusrahaston varojen on oltava vähintään kaksi miljoonaa euroa ja erikoissijoitusrahastolla on oltava ainakin 50 rahasto-osuudenomistajaa. Tästä pääsäännöstä on erikoissijoitusrahastojen osalta säädetty poikkeuksia. Sijoitusrahastolain 27 §:n mukaan sen estämättä, mitä 2 §:n 1 momentin 1 kohdassa säädetään, pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoittavalla erikoissijoitusrahastolla riittää kuitenkin kymmenen rahasto-osuudenomistajaa, jos sen sääntöjen mukaan kunkin rahasto-osuudenomistajan on merkittävä rahasto-osuuksia vähintään miljoonan euron määrästä. Sen estämättä, mitä 2 §:n 1 momentin 1 kohdassa säädetään, muussa erikoissijoitusrahastossa on oltava kuitenkin vähintään kymmenen rahasto-osuudenomistajaa. Jos tällaisen erikoissijoitusrahaston sääntöjen mukaan kunkin rahasto-osuudenomistajan on merkittävä rahasto-osuuksia vähintään 500 000 euron määrästä, erikoissijoitusrahastossa voi olla alle kymmenen osuudenomistajaa, kuitenkin edellyttäen, että rahaston kokonaispääoma on sääntöjen mukaisesti vähintään 2 miljoonaa euroa. Jos tällaisen erikoissijoitusrahaston sääntöjen mukaan vähintään yhden rahasto-osuudenomistajan on merkittävä rahasto-osuuksia vähintään kahden miljoonan euron määrästä, erikoissijoitusrahastolla riittää kuitenkin yksi rahasto-osuudenomistaja.

Sääntelyn arviointi

Sijoitusrahastotoiminta, rahastoyhtiö, rahasto-osuus, sijoitusrahasto

Sijoitusrahastolaissa oleva sijoitusrahastotoiminnan käsite on kansallinen. Nykyinen käsite kattaa laajasti erilaiset sekä sijoitusrahastolle että erikoissijoitusrahastolle sallitut sijoituskohteet. AIFM-direktiivin voimaansaattamisen myötä erikoissijoitusrahastoja säännellään vaihtoehtorahastoina. Sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen sääntely on jatkuvasti eriytynyt, minkä vuoksi erilaiset sijoituskohteet kattava näille rahastomuodoille yhteinen sijoitusrahastotoiminnan käsite ei ole enää tarkoituksenmukainen.

Sijoitusrahastolaissa oleva rahastoyhtiön käsite pohjautuu sijoitusrahastotoiminnan käsitteeseen, josta edellä ehdotetaan luovuttavaksi. Rahastoyhtiön määritelmä ei vastaa sijoitusrahastodirektiiviä. Määritelmä tulisi korjata vastaamaan sijoitusrahastodirektiivissä määriteltyä rahastoyhtiötä.

Sijoitusrahastolaissa oleva rahasto-osuuden määritelmä on kansallinen ja tarkoittaa osuutta tai vähintään yhtä osuuden murto-osaa sijoitusrahaston tai erikoissijoitusrahaston varoista. Sijoitusrahastodirektiivissä säädetään yhteissijoitusyrityksen osuuksista, jotka haltijan vaatimuksesta on otettava takaisin tai lunastettava suoraan tai välillisesti tämän yrityksen varoilla (1 artiklan 2 kohdan b alakohta). Direktiivin mukaan yhteissijoitusyrityksen osuuksilla tarkoitetaan myös yhteissijoitusyrityksen osakkeita. Nykyistä rahasto-osuuden määritelmää voidaan pitää tarkoituksenmukaisena siltä osin kuin se koskee rahastoyhtiön hoidossa olevan sijoitusrahaston osuuksia. Määritelmä tulisi muuttaa koskemaan yksinomaan sijoitusrahaston osuuksia. Määritelmää olisi täydennettävä, jos sen tulee kattaa sijoitusyhtiömuotoisen yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavan yrityksen osakkeet.

Sijoitusrahastolaissa oleva sijoitusrahaston määritelmä on kansallinen. Sijoitusrahasto ja erikoissijoitusrahasto on määritelty erikseen sijoitusrahastolain muuttamisesta annetulla lailla (1490/2011). Sijoitusrahaston määritelmää voidaan lähtökohtaisesti pitää edelleen tarkoituksenmukaisena ottaen huomioon nykyinen sopimusoikeudellisiin säännöksiin perustuva yhteissijoitusyrityksen oikeudellinen muoto. Määritelmästä olisi poistettava virheellinen viittaus sijoitusrahastotoiminnassa hankittuihin varoihin. Sijoitusrahastolla tulisi tarkoittaa yleisöltä yhteistä sijoittamista varten hankittuja varoja. Lisäksi tulisi harkita sääntelyä, jonka nojalla on mahdollista perustaa sijoitusrahastodirektiivin mukainen yhteissijoitusyritys yhtiöjärjestyksen nojalla. Tässä tapauksessa sijoitusrahaston käsite on tarkistettava. Tällöin olisi säädettävä esimerkiksi, että sijoitusrahaston käsitteellä tar-

koitetaan sijoitusrahastodirektiivin mukaisen rahastoyhtiön hoitamia sijoitusrahastoja ja sijoitusyhtiöitä.

On tarpeen arvioida ja tarkistaa sijoitusrahastolaissa käytettyjä keskeisiä käsitteitä.

Erikoissijoitusrahasto

Erikoissijoitusrahastot poikkeavat sijoitusrahastoista varojen sijoittamista koskevien säännösten perusteella. Erikoissijoitusrahaston varojen sijoittamisessa voidaan poiketa laissa tarkemmin säädettyllä tavalla siitä, mitä sijoitusrahaston sijoitustoiminnasta säädetään. Erikoissijoitusrahasto ei ole sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettu yhteissijoitusyritys. Erikoissijoitusrahastot ovat yhdenlaisia vaihtoehtorahastoja, joiden oikeudellisesta muodosta ja hoitamisesta säädetään sijoitusrahastolaissa ja AIFML:ssä sekä lisäksi kiinteistörahostolaissa. Sijoitusrahastolain 1 §:n 3 momentin mukaan ainoastaan sellainen yritys, jolla on AIFML:n mukainen vaihtoehtorahastojen hoitajan toimilupa tai joka on rekisteröitynyt Finanssivalvontaan siten kuin mainitussa laissa säädetään, saa hoitaa erikoissijoitusrahastoa siten kuin sijoitusrahastolain 3 a §:ssä säädetään.

Sääntelyn arviointi

Erikoissijoitusrahastojen sääntelyä on tarpeen selkeyttää nykyisestä. Säännökset erikoissijoitusrahastoista ovat nykyisellään sääntelyteknisesti hyvin hajanainen ja vaikeasti ymmärrettävä kokonaisuus. Tähän liittyen on tarpeen arvioida erikoissijoitusrahaston käsitteen tarpeellisuutta ja vaihtoehtoa, jossa nykyiset rahastot jaoteltaisiin esimerkiksi yksinomaan sijoitusrahastoihin ja vaihtoehtorahastoihin. AIFML:n säätämisen jälkeen vaihtoehtorahasto-termi on vakiinnuttanut asemansa.

Erikoissijoitusrahasto on vaihtoehtorahasto, jonka sääntely tulisi sisällyttää AIFML:iin siten, että kyseisessä laissa viitattaisiin sijoitusrahastolakiin siltä osin kuin näiden rahastojen hoitamisessa on tarpeen soveltaa sijoitusrahastolaissa säädettyjä toimintatapoja ja menettelyjä. Samassa yhteydessä on arvioitava tarvetta säilyttää erikoissijoitusrahasto-nimike ja mahdollisuutta korvata nimike uudella. Sääntelyssä on riittävällä tavalla otettava huomioon olemassa olevien erikoissijoitusrahastojen oikeustilan jatkuvuuden turvaaminen.

3.5 Rahasto-osuudenomistajan asema

Sijoitusrahastoon varojaan sijoittaneella on oikeus rahasto-osuuteen (SRL 46 § 1 mom.). Rahasto-osuudella tarkoitetaan samansuuruista osuutta tai vähintään yhtä osuuden murto-osaa sijoitusrahaston tai erikoissijoitusrahaston varoista (SRL 2 § 1 mom. 6 kohta). Sijoitusrahastolaissa rahasto-osuudenomistajalla tarkoitetaan henkilöä, yhteisöä tai säätiötä taikka niihin rinnastettavaa ulkomaista yksityis- tai oikeushenkilöä, joka omistaa yhden tai useamman rahasto-osuuden tai sen murto-osan (SRL 2 § 1 mom. 7 kohta).

Sijoitusrahaston varojen (vähimmäispääoma) on oltava vähintään kaksi miljoonaa euroa ja sijoitusrahastolla on oltava ainakin 50 rahasto-osuudenomistajaa (SRL 27 § 1 mom.). Näistä vaatimuksista voidaan erikoissijoitusrahastojen kohdalla poiketa siten kuin 27 §:ssä tarkemmin säädetään.

Sijoitusrahaston varat kuuluvat rahasto-osuudenomistajille. Rahasto-osuudenomistajat eivät vastaa henkilökohtaisesti sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista (25 § 1 mom.). Rahastoyhtiön on pidettävä sijoitusrahaston varat erillään rahastoyhtiön omaisuudesta antamalla ne säilytysyhteisön säilytettäväksi (SRL 25 § 2 mom.). Sijoitusrahastolaissa olevia säilytysyhteisöä ja säilytysyhteisötoimintaa koskevia säännöksiä on viimeksi muutettu lailla sijoitusrahastolain muuttamisesta (175/2016). Sijoitusrahaston varoja ei saa ulosmitata rahastoyhtiön velasta (25 § 2 mom.). Rahastoyhtiö edustaa omissa nimissään sijoitusrahastoa. Sijoitusrahastoa koskevilla oikeustoimilla on mainittava, minkä sijoitusrahaston puolesta rahastoyhtiö toimii (25 § 3 mom.). Rahastoyhtiön on hoidettava sijoitusrahaston varoja lain ja rahaston sääntöjen mukaisesti.

Rahastoyhtiön hallituksessa asiat ratkaistaan yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden mukaisesti. Rahasto-osuudenomistajat valitsevat rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä vähintään kolmanneksen siten kuin rahastoyhtiön yhtiöjärjestyksessä määrätään (SRL 8 § 2 mom.). Rahastoyhtiön yhtiökokouksen on valittava kullekin tilikaudelle rahastoyhtiön ja sen hallinnoitavana olevien sijoitusrahastojen tilintarkastusta varten vähintään yksi tilintarkastaja ja tälle varamies. Edellä mainitun tilintarkastajan lisäksi rahasto-osuudenomistajat valitsevat vähintään yhden tilintarkastajan ja tälle varamiehen (SRL 36 § 1 mom.).

Rahasto-osuudenomistajien päätösvaltaa käytetään rahasto-osuudenomistajien kokouksessa. Rahasto-osuudenomistajien kokous on pidettävä säännöissä määrättyinä aikana (SRL 19 § 1 mom.). Rahasto-osuudenomistaja käyttää oikeuttaan rahasto-osuudenomistajien kokouksessa henkilökohtaisesti tai asiamiehen välityksellä. Sellainen rahasto-osuudenomistaja, jolla on kirjanpitolain (1336/1997) 1 luvun 5 §:ssä tarkoitettulla tavalla määräysvalta rahastoyhtiössä, ei saa itse tai asiamiehen välityksellä äänestää rahastoyhtiön hallinnoiman sijoitusrahaston rahasto-osuudenomistajien kokouksessa.

Sijoitusrahaston säännöissä voidaan määrätä, että rahastoyhtiön hallinnoimien sijoitusrahastojen rahasto-osuudenomistajien kokoukset valitsevat edustajiston, jonka tehtävänä on päättää kysymyksessä olevia sijoitusrahastoja koskevista yhteisistä asioista, kun rahastoyhtiön hallitukseen valittavien rahasto-osuudenomistajien valitsemien jäsenten tai rahastoyhtiön ja sen hallinnoitavana olevien sijoitusrahastojen tilintarkastamista varten valittavien tilintarkastajien määrä alittaa rahastoyhtiön hallinnoitavana olevien sijoitusrahastojen määrän. Säännöissä on tuolloin mainittava edustajiston tehtävät, valintatapa ja vaalikausi (22 § 1 mom.).

Rahastoyhtiön on rahasto-osuudenomistajan vaatimuksesta sijoitusrahaston säännöissä tarkemmin määrättyllä tavalla ja määrättyinä ajankohtina lunastettava hallinnoimansa sijoitusrahaston rahasto-osuus. Rahasto-osuus on lunastettava välittömästi sijoitusrahaston varoista rahasto-osuuden 48 §:n mukaan määräytyvästä lunastuspäivän arvosta. Lunastukset on toteutettava vaatimusten esittämissä järjestyksessä. Lunastuksen edellytyksenä on osuustodistuksen luovuttaminen rahastoyhtiölle, jos sellainen on annettu (SRL 49 § 1 mom.).

Rahasto-osuudenomistajien kokous päättää kaikkia rahasto-osuudenomistajia yhteisesti kohdanneesta vahingosta johtuvan 134–137 §:ssä tarkoitetun korvausvaatimuksen esittämisestä ja kanteen nostamisesta (SRL 139 § 1 mom.).

Sääntelyn arviointi

Laissa on turvattu rahasto-osuudenomistajan asema useilla säännöksillä ja hallinnoimisoikeuksilla. Viimeksi mainittuja ovat oikeus käyttää puhe- ja äänioikeutta rahasto-osuudenomistajien kokouksessa, jossa ratkaistaan rahasto-osuudenomistajien yhteisesti päätettävät asiat sekä oikeus valita rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä vähintään kolmannes sekä oikeus valita rahastoyhtiön ja sen hallinnoitavana olevien sijoitusrahastojen tilintarkastusta varten tilintarkastaja ja tälle varamies.

Sijoitusrahastolain mukaan ulkomainen ETA-rahastoyhtiö voi hallinnoida sijoitusrahastoa Suomessa saatuaan siihen luvan Finanssivalvonnalta (SRL 18 c § 1 mom.). Suomi on tässä tapauksessa sijoitusrahaston kotivaltio. Ulkomaisen ETA-rahastoyhtiön on noudatettava kyseisen sijoitusrahaston perustamisessa ja toiminnassa sijoitusrahastolain säännöksiä. Sijoitusrahastolakia ei sen sijaan sovelleta sijoitusrahastoa hallinnoivan ulkomaisen ETA-rahastoyhtiön organisointiin, joka määräytyy sen kotivaltion säännösten mukaisesti. Rahastoyhtiön organisointiin on katsottava kuuluvan yhtiön hallituksen jäsenten ja tilintarkastajien valinta. Ulkomaisen ETA-rahastoyhtiön kotivaltiossa ei välttämättä ole säännöksiä, jotka vastaavat sijoitusrahastolaissa tarkoitettuja rahasto-osuudenomistajien hallinnoimisoikeuksia. Tämän vuoksi ulkomaisen ETA-rahastoyhtiön Suomessa hallinnoiman sijoitusrahaston rahasto-osuudenomistajat eivät ole suomalaisen rahastoyhtiön hallinnoiman sijoitusrahaston rahasto-osuudenomistajien kanssa yhdenvertaisessa asemassa. Heiltä puuttuvat viimeksi mainituille kuuluvat, rahasto-osuudenomistajien kokouksessa käytettävät hallinnoimisoikeudet.

Sijoittajan aseman tulisi olla yhdenvertainen riippumatta yhteissijoitusyrityksen oikeudellisesta muodosta.

Rahasto-osuudenomistajan asemaa ei ole tarkoitus heikentää nykyisestä. Sitä on tarpeen arvioida, jos otetaan käyttöön sijoitusyhtiömuotoisen yhteissijoitusyrityksen malli. Laissa on tarpeen turvata tällaisen yhteissijoitusyrityksen osakkeisiin sijoittaneiden sijoittajien asema rahasto-osuudenomistajien asemaa vastaavalla tavalla.

3.6 Rahasto-osuusrekisteri ja rahasto-osuudenomistajaluettelo

Sijoitusrahastolain 53 §:n 1 momentissa säädetään rahasto-osuusrekisterin vähimmäisisällöstä. Rahastoyhtiön on pidettävä rahasto-osuuksista rahasto-osuusrekisteriä, johon on merkittävä ainakin

- 1) rahasto-osuudenomistajan nimi ja postiosoite;
- 2) omistettujen rahasto-osuuksien määrä;
- 3) erilajisten ja erisarjaisten rahasto-osuuksien erittely;
- 4) rahasto-osuuden rekisteröintipäivämäärä; sekä
- 5) osuustodistuksen tai rahasto-osuusmerkinnän järjestysnumero.

Rahasto-osuuden omistus sijoitusrahastossa alkaa vasta, kun merkintähinta on maksettu. Lain mukaan rahasto-osuusrekisteriin voidaan tehdä merkintä vasta, kun on varmistettu, että rahasto-osuuden merkintähinta saadaan sijoitusrahastolle markkinoilla normaalisti noudatettavassa määräajassa (SRL 53 § 2 mom.). Pykälässä säädetään tarkemmin rahasto-osuuden merkintähinnan maksamisesta rahassa tai antamalla sijoitusrahastolle merkintähintaa vastaava määrä arvopapereita tai rahamarkkinavälineitä sekä apporttiomaisuuden käyttämisestä pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoittavan erikoissijoitusrahaston rahasto-osuuden merkintähinnan maksamisessa.

Rahasto-osuudenomistajan rahastoyhtiölle ilmoittama saanto, josta on esitetty luotettava selvitys, sekä muu 1 momentissa mainittuun rekisteriin merkittävä seikkaa koskeva rahastoyhtiölle ilmoitettu muutos on viivytyksettä merkittävä rahasto-osuusrekisteriin (SRL 53 § 3 mom.). Pykälän 4 momentin mukaan rahasto-osuusrekisteri ei ole julkinen muutoin kuin rahasto-osuudenomistajien kokouksessa, jossa se on pidettävä nähtävänä. Rahastoyhtiöllä on kuitenkin velvollisuus antaa 1 momentissa tarkoitettuja tietoja syyttäjä- ja esitutkintaviranomaiselle rikoksen selvittämiseksi sekä muulle viranomaiselle, jolla on lain nojalla oikeus saada sellaisia tietoja.

Sääntelyn arviointi

Sijoitusrahastolain 53 §:n 1 momentissa säädetään rahasto-osuusrekisterin vähimmäisisällöstä. Rahasto-osuusrekisteri ei ole julkinen muutoin kuin rahasto-osuudenomistajien kokouksessa.

Rahasto-osuusrekisteri säädettiin alun perin julkiseksi, mutta julkisuudesta on lain säätämisen jälkeen luovuttu 1 päivänä elokuuta 1996 voimaan tulleella lailla sijoitusrahastolain muuttamisesta (583/1996). Lain esitöissä (HE 59/1996 vp) todetaan muun muassa, että rahastoyhtiöiden ylläpitämän sijoitusrahastokohtaisen osuusrekisterin julkisuus on osoittautunut sekä sijoittajien että rahastoyhtiöiden kannalta ongelmalliseksi. Esityksen yleisperustelujen mukaan pääosa rahastosijoituksista tulee kotitalouksilta, jolloin osuusrekisterin tiedot kuvaavat lähinnä yksityishenkilöiden ja -talouksien taloudellista asemaa. Perustelujen mukaan julkisuuden merkitystä on arvioitava nimenomaan mainitun ryhmän näkökulmasta. Lisäksi todetaan, että osuusrekisterin julkisuudesta luopuminen on tarpeen tietosuoja säännösten yhtenäistämiseksi tavallisimpien yksityisen sijoittajan käytössä olevien sijoitusmuotojen osalta. Verrattuna esimerkiksi pankkitalletuksiin, joita koskevat asiakastiedot ovat salassa pidettäviä, eroa on pidetty huomattavana. Perustelujen mukaan rahasto-osuusrekisterin julkisuutta ei voida perustella osakkeiden pakkorekisteröintiin ja julkisiin osakemistuksiin liittyvillä lainsäädännöllisillä tavoitteilla. Kotitaloudet ja muut ei-ammattimaiset sijoittajat ovat myös nykyisin yksi suurimmista kotimaisiin sijoitusrahastoihin sijoittavista sektoreista.

Rahasto-osuusrekisterin julkisuutta koskevia säännöksiä ei ole tarvetta muuttaa nykyisestä

Sijoitusrahastolaissa säädetään rahasto-osuusrekisterin vähimmäissisällöstä. Rekisterin laatiminen ja ajan tasalla pitäminen kuuluvat rahastoyhtiön tehtäviin. Laissa ei säädetä rekisterin pitämiseen liittyvistä teknisistä vaatimuksista tai nimenomaisesta vaatimuksesta pitää rekisteriä luotettavalla tavalla. Sijoitusrahastolain mukaan rahastoyhtiön toiminta on järjestettävä sen harjoittama sijoitusrahastotoiminnan luonne huomioon ottaen luotettavalla tavalla. Rahastoyhtiöllä on oltava toimintansa asianmukaiseen harjoittamiseen tarvittavat voimavarat, hallintomenettelyt ja valvontajärjestelmät (SRL 8 a §). Nämä toiminnan järjestämistä koskevat säännökset koskevat myös rahasto-osuusrekisterin pitämistä.

Finanssivalvonnalla on valtuus antaa sijoitusrahastolain 2 a §:ssä tarkoitetun komission riskienhallintadirektiivin (Komission direktiivi N:o 2010/43/EU) täytäntöön panemiseksi tarvittavat tarkemmat määräykset rahastoyhtiön toiminnan järjestämisestä. Toiminnan järjestämiseen kuuluvat muun muassa merkintä- ja lunastustoimeksiantojen kirjaaminen ja tietojen kirjaamista koskevat vaatimukset. Tietoja merkintä- ja lunastustoimeksiannoista on säilytettävä pääsäännön mukaan vähintään viiden vuoden ajan. Direktiivin mukaan tiedot on säilytettävä välineellä, joka mahdollistaa tietojen säilyttämisen siten, että toimivaltainen viranomainen saa ne käyttöönsä myös vastaisuudessa. Tiedot on säilytettävä sellaisessa muodossa ja sellaisella tavalla, että oikaisu ja muut muutokset sekä säilytettyjen tietojen sisältö ennen tällaisia oikaisuja tai muita muutoksia on voitava selvittää helposti, ja edellyttäen että tietoja ei ole mahdollista muutoin manipuloida eikä muuttaa (16 art.).

Rahastoyhtiön on säilytettävä merkintä- ja lunastustoimeksiantoja koskevia tietoja edellä mainittujen vaatimusten mukaisesti. Rahasto-osuusrekisteriin merkittävät tiedot pohjautuvat näille tiedoille. Rekisteri voi olla manuaalisesti pidetty kortisto tai sitä voidaan pitää automaattisen tietojenkäsittelyn avulla. Teknologian kehittymisestä johtuvat merkintä- ja lunastuskäytäntöjen ja muiden toimintatapojen muutokset voivat vaikuttaa rahasto-osuusrekisterin pitämiseen ja muotoon sekä asettaa rekisterin luotettavuuden varmistamiselle uusia vaatimuksia.

Sijoitusrahastolain 53 §:n yksityiskohtaisissa perusteluissa (HE 202/1998 vp) todetaan, ettei rahasto-osuuksien hallintarekisteröinti ole mahdollista rahasto-osuusrekisterissä.

On tarpeen arvioida rahasto-osuusrekisterin pitämiseen ja sen luotettavuuteen liittyviä vaatimuksia.

Rahasto-osuudenomistajaluettelo

Sijoitusrahastolain mukaan sijoitusrahaston sääntöihin voidaan ottaa määräys siitä, että rahasto-osuudet, osuuslaji tai osuussarja liitetään arvo-osuusjärjestelmään. Rahastoyhtiön päätöksessä on määrättävä aika, jonka kuluessa rahasto-osuuksien liittäminen tapahtuu. Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvasta rahasto-osuudesta ei anneta osuustodistusta. Oikeudesta tällaiseen rahasto-osuuteen sekä rahasto-osuuteen perustuvan suoritusvelvollisuuden täyttämiseen on säädetty arvo-osuustileistä annetussa laissa (827/1991) (SRL 58 § 1 mom.).

Arvo-osuusjärjestelmään kuuluvista rahasto-osuuksista ja niiden omistajista pidetään automaattisen tietojenkäsittelyn avulla rahasto-osuudenomistajaluetteloa siten kuin siitä säädetään arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain (749/2012) 6 luvun 3 §:ssä. Rahasto-osuuden kirjaamiseen arvo-osuustilille ja rahasto-osuudenomistajaluetteloon sovelletaan, mitä SRL 53 §:n 2 momentissa säädetään (SRL 63 § 1 mom.).

Rahasto-osuudenomistajaluetteloon on merkittävä se arvo-osuusrekisteri, jossa pidettävälle arvo-osuustilille rahasto-osuudet on kirjattu sekä ne tiedot, jotka 53 §:n 1 momentin 1–4 kohdan mukaan on merkittävä rahasto-osuusrekisteriin (SRL 63 § 2 mom.).

Hallintarekisteröidyt rahasto-osuudet on erikseen merkittävä rahasto-osuudenomistajaluetteloon siten, että siihen merkitään rahasto-osuuden hoitajasta ne tiedot, jotka edellä on säädetty merkittäviksi rahasto-osuudenomistajasta, sekä maininta hallintarekisteröinnistä (SRL 63 § 3 mom.).

Järjestelmän yhdenmukaisuuden varmistamiseksi 63 §:n 5 momentissa säädetään, ettei rahasto-osuudenomistajaluettelo ole julkinen. Rahasto-osuudenomistajaluettelon ja odotusluettelon julkisuuteen sovelletaan, mitä 53 §:n 4 momentissa säädetään. Rahasto-osuudenomistajaluettelon pitäjällä on kuitenkin velvollisuus luovuttaa rahasto-osuudenomistajaluetteloon merkittyjä tietoja rahastoyhtiölle (SRL 63 § 5 mom.).

Sääntelyn arviointi

Rahasto-osuudenomistajaluettelo on pidettävä siten kuin siitä säädetään arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetun lain 6 luvun 3 §:ssä. Viimeksi mainitun lain 8 luvun 1 § koskee sellaisia tilanteita, joissa 6 luvun 3 §:n mukaisesti pidettyyn luetteloon on omistajan sijasta merkittävä hallintarekisteröinnin hoitaja. Pykälän mukaan luetteloon voidaan omistajan sijasta merkitä hallintarekisteröinnin hoitaja myös silloin, kun arvo-osuuden omistaa ulkomaalainen tai ulkomainen yhteisö tai säätiö. Sijoitusrahastolaissa säädetään hallintarekisteröityjen rahasto-osuuksien merkitsemisestä rahasto-osuudenomistajaluetteloon siten, että luetteloon merkitään rahasto-osuuden hoitajasta ne tiedot, jotka laissa edellä on säädetty merkittäviksi rahasto-osuudenomistajasta, sekä maininta hallintarekisteröinnistä (SRL 63 § 3 mom.). Säännöksiä on tulkittu siten, ettei hallintarekisteröinti arvo-osuusjärjestelmässä ole mahdollista suomalaisille yksityishenkilöille ja yhteisöille (HE 287/2009 vp). Rahasto-osuuksien hallintarekisteröinti arvo-osuusjärjestelmässä on jäänyt merkitykseltään vähäiseksi, koska käytännössä vain muutaman sijoitusrahaston rahasto-osuudet on liitetty arvo-osuusjärjestelmään.

Rahasto-osuusrekisteriin voidaan merkitä ulkomaisen rahasto-osuudenomistajan sijasta sijoitusrahastolain 9 a luvussa tarkoitettu rahasto-osuuden hoitaja, joka toimeksiannon nojalla hallitsee rahasto-osuudenomistajan lukuun rahasto-osuuksia. Säännöksiin on varmistettu, että rahastoyhtiö saa rahasto-osuuden hoitajalta hallinnoimiensa rahastojen rahasto-osuuksien omistajia koskevat 53 §:n mukaiset ja muut tarvitsemansa tiedot. Luvussa säädetään rahasto-osuuden hoitajan velvollisuudesta ilmoittaa Finanssivalvonnalle rahasto-osuuksien omistajan nimi, kotivaltio ja tämän omistamien rahasto-osuuksien määrä sekä velvollisuudesta antaa rahasto-osuudenomistajia koskevat tiedot syyttäjä- ja esitutkintaviranomaisille rikoksen selvittämiseksi ja muulle viranomaiselle, jolla on lain nojalla oikeus saada kyseiset tiedot.

Edellä mainitun sääntelyn merkitys on jäänyt vähäiseksi syistä, jotka mainitaan 9 a lukua koskevan hallituksen esityksen (HE 287/2009 vp) yleisperusteluissa. Kansainvälinen rahasto-osuuksien myynti tapahtuu enimmäkseen siten, että merkinnät ja lunastukset hoitaa sijoittajan pankki tai muu omaisuudenhoitaja. Jos suomalaisella rahastoyhtiöllä ei ole viennin kohteena olevassa maassa omaa myyntiorganisaatiota, jakelu tapahtuu paikallisten pankkien ja sijoituspalveluyritysten kautta. Paikalliselle välittäjälle asiakastiedosto on tärkeää omaisuutta, josta se ei halua usein kilpailusyistä luovuttaa tietoja suomalaiselle rahastoyhtiölle. Välittäjä edellyttää, että se voi esiintyä suhteessa rahastoyhtiöön asiakkaansa omistamien rahasto-osuuksien hoitajana ja tulla merkityksi rahasto-osuusrekisteriin omistajan sijaan. Sijoitusrahastolain 9 a luvun säätämällä pyrittiin edistämään suomalaisten rahasto-osuuksien myyntiä ulkomaisille sijoittajille siten, että rahasto-osuusrekisteriin voidaan merkitä yleisen kansainvälisen käytännön mukaisesti asiakkaan puolesta toimiva omaisuudenhoitaja. Nykyinen sääntely ei ole käytännössä vastannut sille asetettuja tavoitteita, mihin arvion mukaan keskeinen syy on ulkomaisten välittäjien haluttomuus luovuttaa omia asiakastietoja suomalaisille rahastoyhtiöille.

On tarpeen arvioida rahasto-osuuksien säilytysmallien ajanmukaisuutta ja muutostarvetta. Viranomaisten tietojensaantia ei ole tarkoitus heikentää nykyisestä.

3.7 Osuustodistus

Rahastoyhtiö on velvollinen antamaan rahasto-osuusrekisteriin merkitylle rahasto-osuudenomistajalle tämän pyynnöstä osuustodistuksen osuudenomistajan omistamista osuuksista (SRL 54 § 1 mom.). Laissa säädetään osuustodistuksen sisällöstä, joka pääosin vastaa osakeyhtiölain säännöstä osakekirjan sisällöstä (SRL 55 §). Osuustodistusta ei anneta rahasto-osuuden hoitajan nimiin merkityistä rahasto-osuuksista (SRL 57 e §).

Osuustodistus voi koskea useita rahasto-osuuksia tai niiden murto-osia ja se voidaan asettaa vain nimetyille rahasto-osuusrekisteriin merkityille henkilölle, yhteisölle tai säätiölle (SRL 54 §). Lain esitöiden mukaan (HE 202/1998 vp) säännös vastaa vuoden 1987 sijoitusrahastolain 29 §:n 1 ja 2 momenttia, jonka perusteluissa rahasto-osuuden oikeudellinen asema on rinnastettu osakkuuteen osakeyhtiössä eli osuus voidaan luovuttaa toiselle. Perustelujen mukaan rahasto-osuus kuten myös osuustodistus voidaan myydä tai pantata toiselle.

Sijoitusrahastolain mukaan osuustodistuksen luovutukseen ja panttaukseen sovelletaan velkakirjalain (622/1947) 13, 14 ja 22 §:ssä olevia juoksevia velkakirjoja koskevia säännöksiä. Mainittuja säännöksiä sovellettaessa on se, jolla on osuustodistus hallussaan ja joka rahastoyhtiön osuustodistukseen tekemän merkinnän mukaan on rahasto-osuudenomistajana merkitty rahasto-osuusrekisteriin, rinnastettava siihen, jolla velkakirjalain 13 §:n 2 momentin mukaan edellytetään olevan velkakirjan osoittama oikeus (SRL 57 § 1 mom.) Säännös vastaa vuoden 1987 sijoitusrahastolain 32 §:n 1 momenttia, joka sisältää säännöksiä osuustodistuksesta arvopaperina. Perusteluissa todetaan, että näillä säännöksillä pyritään ensisijaisesti turvaamaan osuustodistuksen ostajan tai muun luovutuksensaajan asemaa samalla tavalla kuin velkakirjalaisissa turvataan velkakirjan luovutuksensaajan asemaa (HE 238/1986 vp).

Jos rahasto-osuudesta ei ole annettu osuustodistusta, rahasto-osuusrekisteriin on merkittävä rahastoyhtiölle ilmoitettu rahasto-osuutta vastaava panttioikeus tai muu oikeus (SRL 57 § 4 mom.).

Rahasto-osuudenomistajalla on oikeus saada rahastoyhtiöltä lunastus rahasto-osuudestaan luovuttamalla osuustodistuksensa rahastoyhtiölle (SRL 56 §). Rahasto-osuuden lunastus osuustodistusta vastaan ei edellytä ensin tapahtuvaa rekisteröintiä.

Arvopaperimarkkinalaissa (746/2012) määritellään siinä käytetty arvopaperin käsite. Arvopaperilla tarkoitetaan sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Tällainen paperi voi olla sijoitusrahastolaissa tarkoitettu rahasto-osuus tai muu siihen rinnastettava yhteissijoitusyrityksen osuus (2 luvun 1 §:n 1 momentin 4 kohta). Käsite kattaa sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston rahasto-osuuden. Arvopaperimarkkinalain esitöiden (HE 32/2012 vp) mukaan kommandiittiyhtiön äänettämiä yhtiöosuuksia on Suomessa tarjottu yleisölle kiinteistörahastolain mukaisina arvopapereina. Perusteluissa todetaan, ettei yhtiöosuus ole siviilioikeudellisesti oikeus, jonka luovutuksensaajaa suojataan velkakirjalain 2 luvun juoksevia velkakirjoja koskevien säännösten perusteella. Yhtiöosuuteen voi kuitenkin liittyä taloudellisia oikeuksia ja niitä on voitu saattaa yleiseen liikkeeseen tietyin niiden vaihdettavuuteen liittyvin edellytyksin. Osuuksien yleiseen liikkeeseen laskemiseen on sovellettu voimassa olevaa arvopaperimarkkinalakia. Perustelujen mukaan Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (*rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi*) mukaan yhteissijoitusyritysten osuudet voivat olla myös sellaisia, jotka eivät täytä siirtokelpoisen arvopaperin edellytyksiä eivätkä kuulu arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan. Ne mainitaan sijoituspalvelulain 1 luvun 10 §:n 2 kohdassa.

Sääntelyn arviointi

Sijoitusrahastolaissa tarkoitettu rahasto-osuus tai siihen rinnastettava yhteissijoitusyrityksen osuus on arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu arvopaperi.

Rahasto-osuudenomistajalla on oikeus pyynnöstä saada rahastoyhtiöltä kirjallinen osuustodistus omistamistaan rahasto-osuuksista. Kirjallinen osuustodistus voi olla tarpeen rahasto-osuuksien luovuttamista tai panttausta varten.

Nykyisiä säännöksiä rahasto-osuudenomistajan oikeudesta saada kirjallinen osuustodistus ei ole tarvetta muuttaa. Teknologian kehittymisestä johtuen on tarpeen arvioida, miten rahasto-osuudenomistajan oikeus rahasto-osuuksiin ja pantinsaajan rahasto-osuutta vastaava panttioikeus tai muu oikeus todennetaan luotettavasti sähköisissä järjestelmissä (myös arvo-osuusjärjestelmän ulkopuolella) niissä tilanteissa, joissa kirjallista osuustodistusta ei ole annettu.

3.8 Rahasto-osuuden arvonlaskenta ja sen oikeellisuus

Rahastoyhtiön on vaadittaessa laskettava liikkeeseen hallinnoimansa sijoitusrahaston rahasto-osuuksia (SRL 45 § 1 mom.).

Rahastoyhtiön on kunakin sellaisena päivänä (pankkipäivä), jolloin talletuspankit ovat yleisesti auki, laskettava rahasto-osuuden arvo, lukuun ottamatta pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistö-arvopapereihin varojaan sijoittavaa erikoissijoitusrahastoa, jonka arvo on laskettava ja julkistettava kuukausittain kunkin kuukauden viimeisenä pankkipäivänä (SRL 48 § 1 mom.).

Sijoitusrahastolain mukaan säilytysyhteisön on varmistettava, että sijoitusrahaston rahasto-osuuksien arvo lasketaan sijoitusrahastolain ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten ja sijoitusrahaston sääntöjen mukaisesti (SRL 31 a § 1 mom. 2 kohta).

Sijoitusrahastolain mukaan ainakin yhden 36 §:n 2 momentissa tarkoitetun tilintarkastajan on vähintään kuusi kertaa vuodessa tarkastettava rahasto-osuuden arvon laskennan oikeellisuus siten, että tarkastusten väli on vähintään yksi kuukausi ja enintään kolme kuukautta. Pääasiallisesti kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin varojaan sijoittavalla erikoissijoitusrahastolla riittää kuitenkin, että rahasto-osuuden arvon laskennan oikeellisuus tarkastetaan vuosittain tilintarkastuksen yhteydessä (SRL 38 § 1 mom.). Tilintarkastajan on laadittava kirjallinen tarkastuskertomus ja toimitettava se rahastoyhtiölle (SRL 38 § 2 mom.).

Rahastoyhtiön on rahasto-osuudenomistajan vaatimuksesta sijoitusrahaston säännöissä tarkemmin määrättyllä tavalla ja määrättyinä ajankohtina lunastettava hallinnoimansa sijoitusrahaston rahasto-osuus. Rahasto-osuus on lunastettava välittömästi sijoitusrahaston varoista rahasto-osuuden 48 §:n mukaan määräytyvästä lunastuspäivän arvosta. Lunastukset on toteutettava vaatimusten esittämissä järjestyksessä. Lunastuksen edellytyksenä on osuustodistuksen luovuttaminen rahastoyhtiölle, jos sellainen on annettu (SRL 49 § 1 mom.). Laissa säädetään edellytyksistä, joiden täytyessä edellä mainitusta pääsäännöstä voidaan poiketa.

Sääntelyn arviointi

Rahastoyhtiön velvollisuus on laskea liikkeeseen rahasto-osuuksia ja lunastaa ne vaadittaessa takaisin. Sijoitusrahaston varojen arvonmääritystä sekä sen osuuksien liikkeeseenlaskuhintaa ja lunastushintaa koskevista säännöksistä on sijoitusrahastodirektiivin mukaan säädettävä kansallisesti tai määrättävä rahaston säännöissä tai sijoitusyhtiön perustamisasiakirjoissa (85 artikla).

Sijoitusrahastolain 38 §:n säännöstä tilintarkastajan velvollisuudesta tarkastaa rahaston arvonlaskennan oikeellisuus vähintään kuusi kertaa vuodessa on pidetty tarpeettomana vaatimuksena, joka tulisi kumota. Vaatimuksen on katsottu olevan päällekkäinen säilytysyhteisön valvonnan kanssa, josta säädetään komission delegoidussa asetuksessa (EU) N:o 2016/438 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täydentämisestä säilytysyhteisöjen velvollisuuksien osalta.

Edellä mainitun asetuksen 5 artiklassa säädetään osuuksien arvonmääritystä koskevista säilytysyhteisön tehtävistä. Sen mukaan säilytysyhteisön on otettava käyttöön menettelyjä

- a) todentaakseen jatkuvasti, että yhteissijoitusyrityksen varojen arvon määrittämiseksi otetaan käyttöön ja sovelletaan asianmukaisia ja johdonmukaisia menettelyjä sovellettavan kansallisen lainsäädännön mukaisesti, kuten sijoitusrahastodirektiivin 85 artiklassa säädetään, samoin kuin yhteissijoitusyrityksen sääntöjen tai perustamisasiakirjojen mukaisesti;
- b) varmistaakseen, että arvonmäärittyspolitiikat ja -menettelyt pannaan tehokkaasti täytäntöön ja että niitä tarkastellaan säännöllisesti uudelleen (1 kohta).

Artiklan mukaan säilytysyhteisön on suoritettava 1 kohdassa tarkoitettut varmennukset tiheydellä, joka vastaa sijoitusrahastodirektiivin 85 artiklan mukaisesti annetussa kansallisessa lainsäädännössä sekä yhteissijoitusyrityksen säännöissä tai perustamisasiakirjoissa määriteltyä yhteissijoitusyrityksen varojen arvonmäärittysväliä (2 kohta). Jos säilytysyhteisö katsoo, että yhteissijoitusyrityksen osuuksien arvon laskentaa ei ole suoritettu sovellettavan lainsäädännön tai yhteissijoitusyrityksen sääntöjen tai perustamisasiakirjojen mukaisesti, sen on ilmoitettava asiasta rahastoyhtiölle tai sijoitusyhtiölle sekä varmistettava yhteissijoitusyrityksen sijoittajien parhaan edun mukaisen korjaustoimen oikea-aikainen toteutus (3 kohta).

Edellä mainittua sääntelyä ei ole katsottava päällekkäiseksi sijoitusrahastolain 38 §:n säännösten kanssa, jotka ovat osa sijoitusrahastodirektiivin 85 artiklassa edellytettyä kansallista sääntelyä. Artikla ei korvaa lain 38 §:ää, jonka mukaisessa tarkastuksessa otetaan huomioon tositteiden ja kirjausten yhdenmukaisuus ja laskennan lopputuloksen oikeellisuus ja todennetaan siten ulkopuolisen tilintarkastuksen toimesta, että laskentaprosessia on asianmukaisesti noudatettu.

Eduskunnan talousvaliokunta on mietinnössään TaVM 2/2016 vp muun ohella todennut valiokuntakäsittelyn yhteydessä ehdotetusta sijoitusrahastolain 38 §:n kumoamisesta seuraavan:
”Talousvaliokunta toteaa, että sijoitusrahastodirektiivin mukaisesti (85 artikla) sijoitusrahaston arvonmäärittystä koskevat säännöt ja näin myös kumottavaksi esitetty 38 § kuuluvat kansallisen sääntelyn alaan. Komission asetuksen voi tulkita näin kohdistuvan erityisesti sellaisten asianmukaisten prosessien luomiseen, jotka tukevat kansallisen sääntelyn mukaisesti suoritettua arvonmäärittystä. Valiokunta ei tämän vuoksi pidä perusteltuna kumota ehdotettua säännöstä. Sen sijaan valiokunta pitää aiheellisena jatkoselvittää, onko voimassa oleva sääntely, joka velvoittaa tilintarkastajat tarkastamaan rahasto-osuuden arvon laskennan oikeellisuuden vähintään kuusi kertaa vuodessa, tarkoituksenmukainen sääntelyn tavoitteiden saavuttamiseksi. Sääntelyn jatkokehittämiin liittyviä kysymyksiä ovat esimerkiksi, voitaisiinko tarkastus toteuttaa normaaliolosuhteissa neljännesvuosittain ja markkinaolosuhteiden niin edellyttäessä tätä useammin.”

Edellä esitettyyn viitaten on tarpeen selvittää, kuinka usein sijoitusrahaston arvonlaskennan oikeellisuuden tarkastaminen on tarkoituksenmukaista suorittaa.

3.9 Ulkoistaminen

Sijoitusrahastodirektiivin mukaan jäsenvaltio voi sallia sääntelyn, jonka mukaan rahastoyhtiö saa siirtää liiketoimintansa tehostamiseksi yhden tai useamman omista tehtävistään kolmansille osapuolille edellyttäen, että siirtäminen täyttää direktiivissä säädetyt edellytykset (13 art.). Sijoitusrahastolain 26 a ja 26 b §:ssä säädetään tästä rahastoyhtiön tehtävien siirtämisen mahdollisuudesta.

Sijoitusrahastolaissa ulkoistamisella tarkoitetaan rahastoyhtiön tai säilytysyhteisön toimintaan liittyvää järjestelyä, jonka perusteella muu palvelun tarjoaja tuottaa rahastoyhtiölle tai säilytysyhteisölle toiminnon tai palvelun, jonka rahastoyhtiö tai säilytysyhteisö olisi muuten itse suorittanut (SRL 4 b §).

Sijoitusrahastolain 26 a §:ssä säädetään rahastoyhtiön liiketoiminnan harjoittamisesta asiamiehen välityksellä tai muuten liiketoiminnan kannalta merkittävien tehtävien ulkoistamisesta, jos se ei haittaa rahastoyhtiön riskien hallintaa, sisäistä valvontaa tai muuten merkittävästi rahastoyhtiön liiketoiminnan hoitamista. Lain 26 b §:ssä säädetään rahastoyhtiön asiamiehen käytön edellytyksistä sijoitusrahastotoiminnan hoitamisessa. Asiamiehen käyttämisellä tarkoitetaan ulkopuolisten palvelujen käyttämistä (HE 110/2003 vp).

Säilytisyhteisön tehtävien ulkoistamisen edellytyksistä säädetään sijoitusrahastolain 31 d-31 f §:ssä. Säännökset on lisätty lakiin sijoitusrahastolain muuttamisesta annetulla lailla (175/2016), jolla on pantu täytäntöön sijoitusrahastodirektiivin muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamusten osalta annettu direktiivi 2014/91/EU (UCITS V).

Säätelyn arviointi

Sijoitusrahastolakiin on lisätty ulkoistamisen määritelmä vuonna 2007. Vastaava määritelmä sisältyy voimassa oleviin sijoituspalvelulakiin (17 §) ja luottolaitostoiminnasta annettuun lakiin (610/2014) (1 luvun 18 §). Sijoituspalvelulaissa ei säädetä enää asiamiehen välityksellä harjoitettavasta toiminnasta vaan sijoituspalvelun tai muun merkittävän toiminnon ulkoistamisesta (7 luvun 4 §).

Sijoitusrahastolain 26 a ja 26 b §:ää olisi tarkistettava siten, että niissä käytettäisiin johdonmukaisesti laissa säädettyä ulkoistaminen-termiä. Ulkoistaminen ei ole ristiriidassa alkuperäisen asiamiehen käyttäminen -termin merkityksen kanssa. Ulkoistamisen edellytysten katsotaan asiallisesti vastaavan sijoitusrahastodirektiivissä tehtävien siirtämiselle asetettuja vaatimuksia. On kuitenkin tarpeen arvioida sijoitusrahastolaissa säädettyjen kansallisten ulkoistamista koskevien rajoitusten toimivuutta.

Nykyiset säännökset säilytisyhteisön tehtävien ulkoistamisen edellytyksistä perustuvat sijoitusrahastodirektiivin muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamusten osalta annettuun direktiiviin 2014/91/EU (UCITS V). Uudet säännökset ovat tulleet voimaan 21 päivänä maaliskuuta 2016 eikä niiden soveltamisesta ole vielä kertynyt tietoja. Arvion mukaan säilytisyhteisötehtävien ulkoistamista koskevia säännöksiä ei ole tarpeen asiallisesti muuttaa.

Liite 1: Sijoitusrahastosääntely (UCITS)

EU-sääntely ja ohjeet

- Siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, (sijoitusrahastodirektiivin uudelleenlaadittu toisinto) (*sijoitusrahastodirektiivi*)
- Komission asetus N:o 583/2010, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta sijoittajalle annettavien avaintietojen osalta ja avaintietojen tai tarjousesitteen toimittamisessa muuta pysyvää välinettä kuin paperia käyttäen tai verkkosivuston välityksellä noudatettavien ehtojen osalta (*komission avaintietoasetus*)
- Komission asetus (EU) N:o 584/2010, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta ilmoituskirjeen vakiomallin ja yhteissijoitusyritystä koskevan todistuksen muodon ja sisällön, toimivaltaisten viranomaisten välisessä ilmoittamisessa käytettävän sähköisen viestinnän sekä paikalla tehtävissä tarkastuksissa ja tutkinnoissa ja toimivaltaisten viranomaisten välisessä tietojenvaihdossa noudatettavien menettelyjen osalta (*komission notifointiasetus*)
- Komission direktiivi 2010/43/EU, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta organisaatiovaatimusten, eturistiriitojen, liiketoiminnan harjoittamisen riskienhallinnan sekä säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön välisen sopimuksen sisällön osalta (*komission riskienhallintadirektiivi*)
- Komission direktiivi 2010/42/EU, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta rahastojen sulautumisia, kohderahasto ja syöttörahasto -rakenteita ja ilmoitusmenettelyä koskevien tiettyjen säännösten osalta (*komission sulautumisdirektiivi*)
- Komission direktiivi 2007/16/EY, annettu 19 päivänä maaliskuuta 2007, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun neuvoston direktiivin 85/611/ETY täytäntöönpanosta tiettyjen määritelmien selventämiseksi

Edellä mainittuja EU-säädöksiä täydentävät seuraavat Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) antamat ohjeet ja suositukset sekä ESMAn edeltäjän Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean (CESR) antamat ohjeet ja suositukset, jotka ESMA on päättänyt pitää voimassa sellaisenaan:

- CESR:n ohjeet yhteissijoitusyrityksen riskin mittaamisesta sekä kokonaisriskin ja vastapuoliriskin laskemisesta (CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS) (CESR/10-788)
- ESMAn ohjeet toimivaltaisia viranomaisia ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöitä varten; Ohjeet riskinarvioinnista ja tietyn tyyppisten strukturoitujen yhteissijoitusyritystenkokonaisriskin laskennasta (ESMA Guidelines to competent authorities and UCITS management companies on risk measurement and the calculation of global exposure for certain types of structured UCITS) (ESMA/2012/197)
- CESR:n malliasiakirja sijoittajalle annettavan avaintietoesitteen ulkoasusta ja sen sisältämien tietojen esittämisestä (CESR's template for the Key Investor Information document; CESR/10-1321).

- CESR:n ohje sijoittajalle annettavassa avaintietoesitteessä käytettävästä selkeästä kielestä ja sommittelusta (CESR's guide to clear language and layout for the Key Investor Information document; CESR/10–1320).
- CESR:n ohje strukturoitujen sijoitusrahastojen sijoittajalle annettavassa avaintietoesitteessä esitettävien tulosskenaarioiden valinnasta ja esittämistä (Selection and presentation of performance scenarios in the Key Investor Information document (KII) for structured UCITS; CESR/10–1318).
- CESR:n ohjeet sijoittajan avaintietoesitteessä ilmoitettavan synteettisen riskituotto kuvaajan laskentamenetelmistä (CESR's guidelines on the methodology for the calculation of the synthetic risk and reward indicator in the Key Investor Information Document; CESR/10–673).
- CESR:n ohjeet sijoittajan avaintietoesitteessä ilmoitettavien juoksevien kulujen laskentamenetelmistä (CESR's guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Information Document; CESR/10–674).
- CESR:n ohjeet rahamarkkinarahaston määritelmäksi (CESR's guidelines on a common definition of European money market funds; CESR/10–049) sekä ohjetta muuttanut ESMA:n lausunto (ESMA's opinion Review of the CESR guidelines on a Common Definition of European Money Market Funds; ESMA/2014/1103).
- Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeet ETF:stä ja muista UCITS rahastoihin liittyvistä asioista (ESMA/2014/937 FI) (päivitetty versio ESMA/2015/12).
- Yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin mukaiset moitteetonta palkka- ja palkkiopolitiikkaa koskevat ohjeet 14/10/2016, ESMA/2016/575-FI

Edellä lueteltujen ohjeiden lisäksi ESMA on julkaissut myös sääntelyn tulkintaa (Q&A):

- Application of the UCITS Directive (ESMA/2016/1455, päivitetty viimeksi 12.10.2016)

Kotimainen sääntely

- Sijoitusrahastolaki (48/1999)

Sijoitusrahastolain asetuksen antovaltuuksien perusteella on lisäksi annettu seuraavat valtiovarainministeriön asetukset:

- Valtiovarainministeriön asetus yhteissijoitusyrityksen saatavilla pidettävien tietojen laajuudesta (505/2012)
- Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön, sijoitusrahaston ja vaihtoehtorahaston tilinpäätökseen sisältyvän tuloslaskelman ja taseen kaavasta, tilinpäätökseen liitettävästä toimintakertomuksesta sekä sijoitusrahaston puolivuotiskatsauksesta (231/2014)
- Valtiovarainministeriön asetus sijoitusrahastolain 11 luvussa tarkoitetuista rahoitusvälineistä (235/2014)
- Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön toimilupahakemukseen sekä sivuliikkeen perustamista ulkomaille koskevaan lupahakemukseen liitettävistä selvityksistä (437/2016)
- Valtiovarainministeriön asetus rahastoesitteestä (438/2016)

Edellisten lisäksi on annettu myös:

- Valtioneuvoston asetus omistusosuuden hankkimista ja luovuttamista luottolaitoksessa, sijoituspalveluyrityksessä, rahastoyhtiössä, säilytisyhteisössä, erityisessä säilytisyhteisössä, vakuutusyhtiössä, rahoitus- ja vakuutusryhmittymän omistusyhteisössä ja vaihtoehtorahastojen hoitajassa koskevasta ilmoituksesta (208/2014)
- Finanssivalvonnan Määräykset ja ohjeet 3/2011