

9.5.2018

Valtiovarainministeriö
VM111:00/2016

LAUSUNTO - SIOITUSRAHASTOLAIN KOKONAISUUDISTUSTA KOSKEVA TYÖRYHMÄMUISTIO

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Pääomasijoittajat ry:ltä lausuntoa sijoitusrahastolain kokonaisuudistusta käsittelevästä työryhmämuistiosta. Yhdistys ei ole ollut mukana työryhmän kokoonpanossa, mutta yhdistystä on kuultu valmistelun aikana. Yhdistys lausuu kannanottonaan seuraavaa:

- Yhdistys pitää sijoitusrahastolain kokonaisuudistuksen tavoitteita kannatettavina ja ehdotusta tarpeellisenä Suomen markkinoiden kilpailukyvyn parantamiseksi.
- Erikoissijoitusrahastoja koskevan sääntelyn siirtäminen vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin (myöhemmin AIFM-laki) on lähtökohtaisesti kannatettava. Jatkossa on kuitenkin pidettävä huolta siitä, että AIFM-laissa tarkoitettuja erilaisia toimijoita säännellään toiminnan luonteeseen sopivalla tavalla ja kunkin toimialan erityispiirteet huomioiden. Tarpeetonta kansallista lisäsääntelyä on vältettävä.
- Sijoittajansuojan vahvistamiseksi Finanssivalvonnalle ehdotetaan säädettäväksi mahdollisuus antaa markkinoinninaloituseroitusilmoitukseen kielteinen päätös, mikäli se katsoo, etteivät lain edellytykset ei-ammattimaiselle asiakkaalle markkinointiin täytyisi. Toimiluvalliselta vaihtoehtorahastojen hoitajalta edellytettäisiin lisäksi asiakaskohderyhmän sopivuusarviointia ei-ammattimaiselle asiakkaalle tarjottavien vaihtoehtorahastojen osalta. Nämä sijoittajansuojaa edistävät ehdotukset ulottuvat monilta osin ammattimaista sijoitustoimintaa harjoittaviin toimijoihin, jolloin olisi harkittava keinoja mitoittaa sääntelyn soveltaminen oikealle tasolle tarpeettoman hallinnollisen taakan lisäämiseksi. AIFM-lain perustelut vaativatkin vielä tarkennusta oikeusvarmuuden lisäämiseksi ja tarpeettoman hallinnollisen taakan välttämiseksi.
- Kannatamme, että vaihtuvapääomaista sijoitusyhtiötä koskevan sääntelyn valmistelu siirretään jatkovalmisteluun.

Ehdotuksen yleiset tavoitteet ovat kannatettavia

Työryhmä ehdottaa sijoitusrahastolain uudistamista kokonaisuudessaan ja uuden sijoitusrahastolain antamista. Työryhmän esityksen tavoitteena on osaltaan edistää suomalaisen sijoitusrahastotoiminnan kustannustehokkuutta ja kilpailukykyisyyden säilymistä. Yhdistys pitää sijoitusrahastolain kokonaisuudistuksen tavoitteita kannatettavina ja ehdotusta tarpeellisenä Suomen markkinoiden kilpailukyvyn parantamiseksi.

Erikoissijoitusrahastoja koskevan sääntelyn siirtäminen AIFM-lakiin

AIFM-lakiin ehdotetaan lisättäväksi kokonaan uusi luku, jossa säädettäisiin erikoissijoitusrahastoista ja viitattaisiin soveltuviin sijoitusrahastolain säännöksiin rahaston juridiseen muotoon liittyvien erityisten seikkojen, kuten rahasto-osuusrekisterin pitämisen ja rahasto-osuudenomistajien kokouksen, osalta. Yhdistys pitää ehdotusta lähtökohtaisesti kannatettavana.

AIFM-lain haasteena on se, että samassa laissa säännellään hyvin erilaisia toimijoita kuten esimerkiksi listaamattomiin startup- ja kasvuyrityksiin sijoittavien pääomasijoitusrahastojen hoitajien toimintaa sekä hyvin erilaisella strategialla toimivia hedge- ja erikoissijoitusrahastoja. Erilaisten toimijoiden erityispiirteet tulisi voida tunnistaa myös jatkossa ja varmistaa, että lain säännökset ovat toimivat ja sopivat kunkin toimijan erityispiirteet huomioon ottaen. Se, että



erilaisia toimijoita säännellään samalla lailla ei saa johtaa siihen, että kaikille toimijoille annetaan samanlaiset säännökset huomioimatta erilaisia toimintamalleja ja -periaatteita. Tekninen sääntelyrakenne ei saa siten johtaa kansalliseen ylisääntelyyn vaan toimijoiden erityispiirteet ja sääntelyn oikeasuhtaisuus olisi varmistettava myös jatkossa.

Markkinointi ei-ammattimaiselle asiakkaalle ja uudet toimiluvallisia toimijoita koskevat tuotehallinta-vaatimukset

Ehdotuksen mukaan erikoissijoitusrahastoja koskevan sääntelyn siirtämisen yhteydessä esitetään myös muita muutoksia AIFM-lakiin. Yksi tällainen muutos on esimerkiksi AIFM-lain 13:3 §:ään lisättävä uusi 5 momentti, jonka mukaan toimiluvallisilta vaihtoehtorahastojen hoitajilta edellytettäisiin jatkossa asiakaskohderyhmän sopivuusarviointia ei-ammattimaiselle asiakkaalle tarjottavien vaihtoehtorahastojen osalta.

Tältä osin yhdistys pitää perusteltuna esityksen mukaisesti, että ehdotus ei koske rekisteröityviä vaihtoehtorahastojen hoitajia, koska Finanssivalvonta voi jo voimassa olevan sääntelyn puitteissa arvioida osana poikkeusluvan myöntämistä, että vaatimukset tältä osin täyttyvät.

Toimiluvallisten toimijoiden osalta toteamme, että lain perusteluiden viittaukset MiFID II-sääntelyyn ovat harhaanjohtavat. MiFID II-sääntelyä on tulkittu Suomessa siten, että MiFID II -sääntely ulottuu pääomasijoitustoimialalle vain välillisesti, jos pääomasijoitusrahastoa myy tai markkinoi muu taho kuin rahastonhoitaja itse. Tämä toimija tarjoaa tässä tilanteessa toimeksiantojen välitystä, joka edellyttää MiFID toimilupaa. Käytännössä tällaiset tilanteet ovat harvinaisia. Sen sijaan 13:3.5 §:ssä tarkoitettu tuotehallintasäännös on puhtaasti kansallinen säännös. **Tämän vuoksi tuotehallintaa koskevan säännöksen perusteluissa ei tulisi viitata miltään osin MiFID II-sääntelykehikkoon epäselvyyksien välttämiseksi (s. 98).**

Lain vaikutusarvioinnissa olisi lisäksi hyvä huomioida se, että startup- ja kasvuyrityksiin sijoittavien pääomasijoitusrahastojen "asiakkaat" eli rahastosijoittajat ovat tavanomaisesti instituutioita kuten työeläkeyhtiöitä, pankkeja ja vakuutusyhtiöitä. Yksityishenkilöiden osuus rahastosijoittajista on ollut vuosina 2008-2015 vain 2 % kaikista rahastosijoittajista. Käytännössä sijoittajansuojaa koskevat säännökset ulottuvat kuitenkin (EU-sääntelyn kankeasta ja tarpeettoman laveasta "ei-ammattimaisen sijoittajan" käsitteestä johtuen) usein myös tarpeettomasti ammattimaista sijoitustoimintaa harjoittaviin toimijoihin.

Myös talousvaliokunta on katsonut jo aikaisemmin, että (TaVM 1/2017 - HE 79/2016) "sijoittajansuojaa koskevat säännökset sopivat huonosti pääomasijoitusrahastojen luonteeseen erityisesti tilanteissa, joissa ei-ammattimaisen sijoittajan käsite ulottuu käytännössä katsoen ammattimaisiin sijoittajiin kuten säätiöihin tai perheyristysten sijoitusyhtiöihin taikka suuria kertasi-joituksia tekeviin varakkaisiin yksityishenkilöihin (ns. harmaa alue ammattimaisten ja ei-ammattimaisten sijoittajien käsitteistön välissä).

Näin ollen toteamme, että tuotehallintaa koskevat säännökset aiheuttavat käytännössä tarpeetonta hallinnollista taakkaa tilanteissa, joissa "sääntelyllä suojattavat" pääomasijoitusrahaston rahastosijoittajat ovat pääasiassa ammattimaista sijoitustoimintaa harjoittavia sijoittajia. Tällaiset sijoittajat eivät tarvitse tuotehallintasääntelyä suojakseen, koska sijoituksen tekeminen on pitkäaikainen sitoumus ja sijoituksen tekeminen on usein pitkällisen prosessin ja keskustelun tulos. **Lain perusteluissa tulisikin tehdä selväksi, että käytännössä ammattimaisten sijoittajien tapauksessa vaihtoehtorahaston soveltuvuus aiotulle kohderyhmälle tulisi voida todeta tilanteen luonteeseen sopivalla ja kevyellä tavalla tarpeettoman hallinnollisen taakan välttämiseksi.** Tämä on mahdollista, koska kyse on kansallisesta säännöksestä. Tällaista tulkintaa puoltaa myös edellä mainittu talousvaliokunnan näkemys, joka olisi hyvä todeta lain perusteluissa.



Kyseinen säännös onkin hyvä esimerkki siitä, että erilaisten toimijoiden erityispiirteet tulisi voida huomioida sääntelyssä oikeasuhtaisen ja tarkoituksenmukaisen sääntelyn laatimiseksi. Sijoittajansuojaan liittyvät tarpeet ovat hyvin erilaisia riippuen siitä, onko sääntelyllä tarkoitus suojata kuluttajan asemassa olevia yksityishenkilöitä vai onko kyse ammattimaisesti sijoitus-toimintaa harjoittavat tahot. Sääntelykokonaisuuden kattaessa hyvin erilaiset toimijat vastaa-via haastavia sääntelytilanteita saattaa esiintyä yhä useammin jatkossakin.

AIFM-lain markkinointi-ilmoitusta koskevat uudet säännökset vaativat täsmennystä lain perusteluihin oikeusvarmuuden lisäämiseksi

Työryhmä ehdottaa uutta säännöstä, jonka mukaan Finanssivalvonta voi kieltää markkinoinnin aloittamisen ei-ammattimaisille asiakkaille, mikäli se katsoo päätöksessään tarkemmin esitetyin perustein, että vaihtoehtorahasto ei täytä 13 luvussa asetettuja markkinoinnin edellytyksiä (AIFM-lain 21:4.3 §).

Lain perusteluissa viitataan siihen, että kieltö voi seurata siitä, jos vaihtoehtorahaston hoitamisessa tai sen tuotehallintaan liittyvissä järjestelyissä ei ole ”riittävällä tavalla” otettu huomioon ei-ammattimaisen asiakkaan etua. Tältä osin yhdistys katsoo, että Finanssivalvonnan harkintavallan on perustuttava selkeästi lakiin. Ei-ammattimaisille asiakkaille sopivaksi katsotun vaihtoehtorahaston kriteerien on siis löydyttävä laista eikä harkintaa voida perustaa muihin lakiin perustamattomiin tekijöihin.

On hyvä, että lain yleisperusteluissa on pyritty konkretisoimaan uuden säännöksen tarkoitusta ja soveltamistilanteita. Perusteluteksti jättää kuitenkin edelleen Finanssivalvonnalle lain sanamuotojen ylimenevää harkintavaltaa, mikä voi heikentää sääntelyyn liittyvää oikeusvarmuutta. Oikeusvarmuuden lisäämiseksi lain perusteluissa tulisi täsmentää, että harkinta liittyy nimenomaisesti lain vaatimusten täyttämiseen eikä asiassa voida käyttää ylimääräistä lakiin perustumatonta harkintavaltaa.

Lakia on ehdotettu muutettavaksi myös siten, että Finanssivalvonnan on annettava määräajassa kielteinen päätös markkinoinnin aloittamisesta. Ehdotus on hyvä ja oikeusvarmuutta lisäävä ehdotus (AIFM-lain 21:4.2 §).

SUOMEN PÄÄOMASIOITUSYHDISTYS RY

Toimitusjohtaja
Pia Santavirta