

Asia: VM106:00/2020

Lausuntopyyntö luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain, vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain ja Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta

Lausunnonantajan lausunto

Voitte kirjoittaa lausuntonne alla olevaan tekstikenttään

Valtiovarainministeriö on pyytänyt Pääomasijoittajat ry:ltä lausuntoa luonnoksesta hallituksen esitykseksi eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain, vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain ja Finanssivalvonnasta annetun lain muuttamisesta. Esitämme lausuntonamme seuraavan:

Euroopan parlamentti ja neuvosto antoivat 20.6.2019 rahastojen rajat ylittävää markkinointia koskevan sääntelypaketin (cross-border distribution of funds), jonka tarkoituksena on helpottaa sijoitus- ja vaihtoehtorahastojen rajat ylittävää markkinointia ja koordinoida paremmin niitä edellytyksiä, joiden mukaisesti rahastoyhtiöt ja vaihtoehtorahastojen hoitajat toimivat ETA-valtioissa. Nyt lausunnoilla olevassa hallituksen esitysluonnoksessa saatetaan kansallisesti voimaan rahastojen rajat ylittävää markkinointia koskeva direktiivi (EU) 2019/1160 sekä toteutetaan vastaavan asetuksen (EU) 2019/1156 edellyttämät kansalliset lainsäädäntömuutokset.

Sääntelyllä on tarkoitus luoda yhdenmukaiset menettelyt vaihtoehtorahastojen eli muun muassa pääomasijoitusrahastojen ennakkomarkkinointiin sekä mainonnan lopettamiseen toisessa ETA-valtiossa. Sääntelyn tavoitteena on tuoda myös läpinäkyvyyttä kansallisiin markkinointivaatimuksiin sekä yhdenmukaistaa valvovien viranomaisten palkkio- ja maksukäytäntöjä.

EHDOTUKSEN VAIKUTUKSISTA

Komission alkuperäisenä tarkoituksena oli vähentää sääntelyesteitä rahastojen rajat ylittävässä markkinoinnissa sekä pienentää sijoitus- ja vaihtoehtorahastojen hoitajille tällaisesta toiminnasta

syntyviä kuluja. EU-sääntelyä valmisteltaessa Suomen kantana vahvistettiin, että komission ehdotuksen sanamuotoja on täsmennettävä siten, että esityksen tavoite voisi käytännössä toteutua myös ennakkomarkkinointia koskevan ehdotuksen sekä joustavan markkinoinnin lopettamisen osalta sijoittajan tarpeet huomioiden (Valiokunnan lausunto 6.6.2018 TaVL 30/2018 vp - U 20/2018 vp). EU-sääntelyn lopputulos vaikuttaa päätyneen kuitenkin sellaiseksi, että ehdotuksen alkuperäinen tavoite ei toteudu. Uusi sääntely johtaa todennäköisesti vaihtoehtorahastojen kansainvälisen varainkeruun vähenemiseen, mikä tulisi huomioida hallituksen esitysluonnoksen yleisperusteluiden vaikutusarvioinnissa (HE:n esityksen luku 4.1.1).

Ehdotettu sääntely muuttaa rajat ylittävän markkinoinnin nykykäytäntöä käytännössä estämällä ns. reverse solicitation –menettelyn. Näin ollen voidaan arvioida, että osa vaihtoehtorahastojenhoitajista ei tule jatkossa markkinoimaan ollenkaan muihin ETA-maihin eli rajat ylittävä varainkeruu vähenee EU-sääntelyn alkuperäisen tarkoituksen vastaisesti. Näin on erityisesti, jos kohdemaassa on ainoastaan yksittäisiä potentiaalisia sijoittajia ja jos kohdemaan viranomaismaksuista tai markkinointisäännösten noudattamisesta aiheutuu merkittäviä kuluja taikka markkinoinninaloittamiseen liittyvät prosessit ovat hankalia (esimerkiksi mainonnan ennakkotarkastus).

Suomen vaihtoehtorahastojen kansainvälinen varainkeruu on vielä suhteellisen rajoitettua ja useimmissa tapauksissa yksittäiset kansainväliset potentiaaliset rahastosijoittajat tulevat nimenomaisesti eri maista, mikä lisää hallinnollisia kustannuksia. Uusi sääntely johtaa siihen, että jatkossa useimmat vaihtoehtorahastojen hoitajat joutuvat punnitsemaan, kannattaako varainkeruuta kohdistaa maahan, josta tulee vain yksi potentiaalinen rahastosijoittaja. Näin ollen käytännössä uudet vaatimukset todennäköisesti rajoittavat olennaisella tavalla kansainvälistä varainkeruuta, mikä on erityisesti Suomen markkinoiden kannalta erittäin valitettava lopputulos.

Uusi sääntely heikentää erityisesti Suomen verrattaen pienten rahastojen varainkeruumahdollisuuksia (ks. tarkemmat lisätiedot lausunnon lopusta). Toisaalta sääntely tuo kilpailuetua muiden suurempien markkinoiden suuremmille toimijoille, joilla on parempi kyky kantaa hallinnollisia kustannuksia. Sääntelyllä voidaan siten arvioida olevan erityisen kielteisiä suomalaisten rahastojen rajat ylittävään varainkeruuseen. Vertailun vuoksi voidaan todeta, että nykyisin kansainvälisten sijoittajien osuus suomalaisissa buyout-rahastoissa on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin 21 %, kun taas Ruotsissa vastaava luku on yli 90 %. Tavoitteena olisi olla kansainvälisen varainkeruun edistäminen, mutta uusi sääntely tulee aiheuttamaan hankaluuksia tämän tavoitteen toteuttamiseksi.

On selvää, että EU-tason sääntelyyn ei voi enää tässä vaiheessa vaikuttaa, mutta sääntelyn vaikutukset tulisi kirjata avoimesti ja läpinäkyvästi hallituksen esitysluonnokseen.

Olisi huomioitava lisäksi, että keväällä 2021 sekä Sipilän kotimaisen omistajuuden raportissa että Ala-Pietilän kestävän kasvun raportissa todettiin, että kotimaisia pääomarahastomarkkinoita olisi

kehitettävä parantamalla kotimaisen ja ulkomaisen varainkeruun mahdollisuuksia. Nyt ehdotettu uusi sääntely vaikuttaa ja hankaloittaa nimenomaisesti kansainvälistä varainkeruuta, mitä on pidettävä valitettavana. Ehdotus vähentää mahdollisuuksia lisätä osaavaa pääoma startup- ja kasvuyhtiöiden kasvun vauhdittamiseksi Suomessa.

PÄÄOMASIIJOITTAJAT RY:N YKSITYISKOHTAISET KOMMENTIT:

Hallituksen esitysluonnoksesta

- Esityksessä (s. 24-25) on valittu malli, jossa ennakkomarkkinointia koskeva sääntely koskee myös rekisteröitymisvelvollisia AIFM-yhtiöitä sekä markkinointia ei-ammattimaisille asiakkaille. Ratkaisua voidaan pitää perusteltuna, koska muu vaihtoehto tarpeettomasti monimutkaistaisi tilanteita ja erilaistaisi toimintatapoja.
- Kuten edellä on todettu, ennakkomarkkinoinnin seuraus olisi HE-luonnoksen sivun 24 ja esitetyn AIFML 13a:n perusteella se, ettei reverse solicitation voi enää määräaikana soveltua. Sanamuodon mukaan käsittely olisi maakohtaista (tai tässä Suomi-kohtaista), ts. joillekin suomalaisille ennakkomarkkinointi johtaisi reverse solicitationin soveltumattomuuteen ylipäätään Suomessa ("...riippumatta siitä, onko kyseinen sijoittaja ollut ennakkomarkkinoinnin kohteena vai ei"). Direktiivin edellytykset tältä osin eivät ole selviä, mutta lopputulos ei vaikuta johdonmukaiselta. Kun suljettujen AIF-rahastojen markkinointi edelleen suurelta osin tapahtuu suoraan yksittäisin sijoittajakontaktein, on myös hyvin mahdollista, että yhdelle sijoittajalle tehdystä ennakkomarkkinoinnista tietämättä toinen sijoittaja on hoitajaan oma-aloitteisesti yhteydessä. Näin ollen tämän mahdollisuuden poissulkeminen tuntuu tarpeettomalta.
- o Tähän liittyen voidaan todeta, että ns. reverse solicitationin ainoa nimenomainen ilmentymä itse laissa on kolmansiä maita koskevassa 20 luvun 5 §:ssä. Vaikka tämän on vakiintuneesti katsottu koskevan myös EU-maita, asian täsmentäminen itse laissa voisi olla tässä yhteydessä paikallaan. (Sinänsä esitysluonnoksen sivulla 26 onkin todettu, ettei laissa ole kielletty sijoittajia oma-aloitteisesti olemasta yhteydessä hoitajaan riippumatta siitä, onko tämä sijoittautunut ETA-alueelle vai sen ulkopuolelle).
- Luonnoksen s. 23 indikoi, että ennakkomarkkinointi voisi olla markkinointia, jos ennakkomarkkinointia koskevaa sääntelyä ei olisi noudatettu ("Näin ollen esimerkiksi sopimusdokumentaation toimittaminen sijoittajalle vielä perustamattomasta vaihtoehtorahastosta ei suoraan jäisi enää markkinoinnin määritelmän ulkopuolelle, jos sitä toimitettaessa ei ole noudatettu ennakkomarkkinointia koskevaa sääntelyä.") Tämä ei ilmene itse laista ja näin ymmärrettynä tarpeettomasti hämärtäisi edelleen markkinoinnin ja ennakkomarkkinoinnin rajaa. Asia tulisi ennemmin nähdä siten, että tällöin kyseessä ei ole markkinointi (eikä siten se, että rahastoa on markkinoitu ilman lupaa) vaan pelkästään ennakkomarkkinointia koskevien sääntöjen rikkominen.

Muita lain täsmentämistarpeita:

- Hallituksen esitysluonnoksessa voitaisiin samalla täsmentää lain 1:3:ssä, että rekisteröitymisvelvollisia koskee myös 13 luku.
- Voimassa olevan lain 12:1 §:n 4 momenttiin olisi perusteltua tuoda olennaisuuskriteeri (markkinointi-ilmoituksen yhteydessä annettujen tietojen päivittäminen). Tämä vastaa useimpien maiden ja Suomen käytäntöjä. Olennaisuuskriteeri sisältyy myös luvun 3 § ja 4 §:ään.

Asetuksesta

- Ennakkotarkistamista koskevan asetuksen 7 artikla aiheuttaa lisäksi huolia. Olisi eri maiden käytäntöjen selkiyttämiseksi keskeistä, että jostain olisi saatavissa tieto, mitä vaatimuksia kussakin maassa edellytetään.

AIFM-RAHASTOJEN VARAINKERUUSTA MARKKINATietoJA (VENTURE CAPITAL JA BUYOUT - RAHASTOT SUOMESSA)

Venture capital -rahastot

- Venture capital -markkina on kehittynyt Suomessa lyhyessä ajassa merkittävästi ja kotimaisten venture capital -sijoittajien kirjo on monipuolistunut ja kansainvälistynyt. Tämä mahdollistaa sen, että yhä useampi startup-yritys löytää Suomessa rahoitusta innovaatioiden kaupallistamiseksi ja kansainvälisen kasvun toteuttamiseksi.
- Venture capital -rahastoissa suurin rahastosijoittajaryhmä on julkisen sektorin sijoittajat, joiden osuus kaikista rahastosijoituksista on noin 30 % (Lähde: Tesi). Suomessa rahastojen varainkeruussa merkittävässä roolissa ovat olleet Business Finland Venture Capitalin ja Tesin rahastosijoitusohjelmat. Yksityisen sektorin sijoitusten osuus on 70 % kaikista sijoituksista. Ulkomaisten sijoittajien osuus varainkeruusta on 21 %, josta EIF:n osuus on 13 % ja muiden ulkomaisten sijoittajien osuus 8 % (lähde: Tesi).
- Venture capital -rahastojen keskikoko on Suomessa noin 50 miljoona euroa. Euroopassa rahastojen keskikoko on kuitenkin jo yli 100 miljoonaa euroa eli toimet rahastosijoittajien monimuotoisuuden edistämiseksi on jatkettava, mitä esitettiin myös Sipilän kotimaisen omistajuuden raportissa ja Ala-Pietilän kestävän kasvun raportissa.

Buyout-rahastot

- Buyout-rahastoissa sijoittajakunta on VC-rahastoihin verrattuna laajempaa ja yksityisvetoista. Työeläkeyhtiöiden osuus on 32 %, toiseksi suurin sijoittajaryhmän on rahastojen rahastot ja kolmanneksi suurimmaksi rahastosijoittajaryhmäksi on noussut family officet. Julkisen rahan osuus on ollut buyout-rahastoissa viimeisen viiden vuoden aikana keskimäärin 11 %. Pienten buyout- ja growth-rahastojen ja uusien toimijoiden osalta julkisen rahan merkitys on varainkeruussa tärkeä.
- Kansainvälisesti toimiville suuremmille rahastoille on keskeisen tärkeää, että kansainväliselle varainkeruulle ei ole kotimaisia säädösteitä ja että markkinat toimivat Suomessa kilpailukykyisesti.
- Kansainvälisten sijoittajien osuus suomalaisissa buyout-rahastoissa on viimeisen viiden vuoden aikana ollut keskimäärin 21 %, kun taas Ruotsissa vastaava luku on yli 90 %. Tesin tilastojen mukaan buyout-rahastoissa ulkomaisten rahastosijoittajien osuus on 24 %, josta EIF:n osuus on 4 % ja muiden ulkomaisten sijoittajien osuus on 20 %.

Lisätietoja pääomasijoitusmarkkinoista löytyy 15.6.2021 julkaistusta Pääomasijoittajat ry:n uudesta markkinakatsauksesta: <https://paaomasijoittajat.fi/wp-content/uploads/Paaomasijoitusalan-markkinakatsaus.pdf>

LOPUKSI

Uudella sääntelyllä voidaan arvioida olevan kielteisiä vaikutuksia suomalaisten pääomasijoitusrahastojen varainkeruuseen. Esitämme, että sääntelyn vaikutuksia varainkeruutilanteen kehittymiseen seurataan, jotta EU-sääntelyn review-vaiheessa voidaan puuttua sääntelyn mahdollisesti aiheuttamiin ongelmatilanteisiin.

Santavirta Pia
Pääomasijoittajat ry