Matti Turtiainen
24.2.2022

Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle U 2/2022

Valtioneuvoston kirjelmä U 2/2022 koskee komission ehdotusta vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun direktiivin (2011/61/EU) ja sijoitusrahastodirektiivin (2009/65/EY) muuttamisesta. Komission ehdotus perustuu laajaan valmisteluaineistoon.

Komission ehdotuksessa edellytetään, että avoimen sijoitusrahaston ja vaihtoehtorahaston hoitajan olisi otettava käyttöön vähintään yksi likviditeetinhallintakeino lunastusten keskeyttämisten lisäksi. Komission ehdotus perustuu Euroopan järjestelmäriskikomitean suosituksiin (EJRK/2017/6) ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ESMA:n raportin (ESMA34-39-1119) johtopäätöksiin. Euroopan järjestelmäriskikomitean suosituksessa suositellaan monenlaisten likviditeetinhallinnan lisävälineiden oikeudellisen saatavuuden mahdollistamista sekä sen tunnustamista, että vastuu niiden aktivoinnista ja käytöstä on ensisijaisesti rahastonhoitajilla. Toisaalta ESMA:n raportin mukaan likviditeetinhallintakeinoja ei ole merkittävässä määrin otettu käyttöön.

Likviditeetinhallintakeinot ovat tarpeellisia esimerkiksi tilanteissa, joissa suuri lunastus voisi jähmettää avoimen rahaston muiden kooltaan tavanomaisten tai jopa pienten lunastusten toteuttamisen. Euroopan järjestelmäriskikomitean mukaan tarvitaan sääntelyä järjestelmäriskin lieventämiseksi. Sen sijaan mikrovakaustasolla nykyisen sääntelykehyksen on katsottu varmistavan sijoitusrahastojen tehokkaan riskienhallinnan.

Sijoittajan näkökulmasta likviditeetinhallintakeinot voivat lisätä sijoittajansuojaa ja sijoittajien välistä yhdenvertaisuutta, jonka pelkkä lunastusten keskeyttämismahdollisuus voi vaarantaa. Toisaalta likviditeetinhallintakeinojen käyttäminen voi tehdä muutoin likvidistä sijoituskohteesta epälikvidin. Tämä korostaa sijoittajille ennen sijoituspäätöstä annettavan tiedon merkitystä. Likviditeetinhallintatyökalujen käyttöön liittyy myös paljon sijoittajien yhdenvertaisuuteen liittyviä kysymyksiä esimerkiksi sen osalta, millaisessa markkinatilanteessa niitä tulisi käyttää, mikä olisi niiden ensisijaisuusjärjestys ja miten ne kohtelevat eri sijoittajaryhmiä.

Sijoitusrahastolain kokonaisuudistuksen (HE 243/2018) yhteydessä sijoitusrahastolakiin lisättiin mahdollisuus käyttää tiettyjä likviditeetinhallintakeinoja sijoitusrahaston säännöissä tarkemmin määrätyllä tavalla. Komission ehdotus yhdestä (lisä)likviditeetin hallintakeinosta on sen sijaan velvoittava.

Tavoite likviditeettihallintakeinojen saatavuuden lisäämisestä sekä likviditeetin hallintakeinojen yhdenmukaistamisesta on sinällään kannatettava. Komission ehdotusta siitä, että avoimen sijoitusrahaston ja vaihtoehtorahaston hoitajan olisi otettava käyttöön vähintään yksi likviditeetin hallintakeino lunastusten keskeyttämisten lisäksi, ei perustella riittävästi eikä eri sääntelyvaihtoehtoja selvitetä riittävästi valmisteluasiakirjoissa. Markkinoilla on erilaisia ja eri kokoisia rahastotyyppejä ja -rakenteita ja sijoitusrahastotoiminnan järjestämisen joustavuuden näkökulmasta likviditeetinhallintakeinot ja niiden käyttämisen tulisi olla rahastonhoitajan harkinnassa. Kaikkia rahastoja koskevan valitun sääntelyratkaisun tarkoituksenmukaisuus jää epäselväksi.

Valmisteluasiakirjoissa selvitetään vain kahta vaihtoehtoa: sijoitusrahaston on otettava käyttöön vähintään yksi likviditeetinhallintakeino tai joukko (set) likviditeetinhallintakeinoja. Käsitellyistä vaihtoehdoista valittu sääntelykeino on sinällään kannatettava. Rahastonhoitajalla tulee olla mahdollisimman laaja harkintavalta valita rahaston sijoitusstrategiaan parhaiten sopiva likviditeetinhallintavälineet. Direktiiviehdotuksen arviointia vaikeuttaa se, että likviditeetinhallintavälineistä tultaisiin sääntelemään tarkemmin alemman asteisessa sääntelyssä. Ehdotusta käsiteltäessä likviditeetinhallintakeinoja tulisi vielä huolellisesti arvioida.

Valtioneuvoston kanta siitä, että ehdotusta käsiteltäessä olisi syytä arvioida huolellisesti ne tilanteet, jolloin toimivaltainen viranomainen voi päättää rahaston likviditeetinhallintakeinoista, ja valtuuden tulisi olla tarkkarajainen, on perusteltu. Lähtökohtana tulisi olla, että tarkoin määriteltyjä

poikkeustilanteita lukuun ottamatta vain rahastonhoitajalla on itsellään mahdollisuus käyttää likviditeetinhallintakeinoja. Sijoittajansuojan näkökulmasta kaikki sijoitusrahaston likviditeettiä heikentävät seikat tulisi käydä ilmi rahaston säännöistä ja esitteistä.

Komission ehdotus sallia poiketa vaihtoehtorahaston säilytysyhteisön sijaintapaikkaa koskevasta vaatimuksesta on lähtökohtaisesti kannatettava. Se voi parantaa säilytysyhteisöpalvelujen saatavuutta pienillä ja keskittyneillä markkinoilla sekä pienentää säilytyspalvelujen kustannuksia. Sijoittajasuojan näkökulmasta on kuitenkin perusteltua, että säilytysyhteisöllä on kotipaikka samalla lainkäyttöalueella kuin vaihtoehtorahastolla. Valtioneuvoston kirjelmän mukaisesti säilytysyhteisön tehtävien hoitaminen edellyttää harmonisoimattoman arvopaperi-maksukyvyttömyys- ja kirjanpitolainsäädännön tuntemusta. Tältä osin valtioneuvoston kantaan voi yhtyä.

Ehdotuksella ehdotetaan harmonisoitavaksi edellytykset lainanantoa harjoittavien vaihtoehtorahastojen hoitamisesta. Yhdenmukaistaminen voi helpottaa yritysten rahoitusten saamista sekä edistää sijoittajansuojaa. Samaan aikaan on tärkeä puuttua vakausriskeihin. Valtioneuvoston kanta on tältäkin osin kannatettava.

Matti Turtiainen

Tutkimusjohtaja, arvopaperimarkkinaoikeus

Itä-Suomen yliopisto

Oikeustieteiden laitos