FIN-FSA
FINANSSIVALVONTA

Pääomamarkkinoiden valvonta

11.11.2025
SP/FIVA-EI RAJOITETTU
Julkinen

FIVA/2025/1783

Eduskunnan talousvaliokunta

Asiantuntijalausunto asiasta HE 139/2025 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain ja sijoitusrahastolain muuttamisesta sekä niihin liittyviksi laeiksi

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt Finanssivalvonnan asiantuntijalausuntoa hallituksen esityksestä eduskunnalle laeiksi vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain ja sijoitusrahastolain muuttamisesta sekä niihin liittyviksi laeiksi (HE 139/2025 vp). Esityksen keskeiset muutosehdotukset liittyvät rahastosijoittamista koskevien direktiivien muutosdirektiivin[1] kansalliseen täytäntöönpanoon.

Finanssivalvonta esittää kunnioittavasti lausuntonaan seuraavaa:

Finanssivalvonta pitää hallituksen esitystä rahastosijoittamista koskevien AIFM- ja sijoitusrahastodirektiivien muutosten täytäntöönpanemiseksi tärkeänä. Muutoksilla muun muassa yhdenmukaistetaan sijoitusrahastojen ja avointen vaihtoehtorahastojen saatavilla olevia maksuvalmiuden hoidon keinoja eri jäsenvaltioiden välillä sekä luodaan yhtenäiset toimintaedellytykset lainanantorahastoille ja lainoja alulle paneville vaihtoehtorahastoille. Sijoitusrahastojen ja vaihtoehtorahastojen rajat ylittävän toiminnan johdosta Finanssivalvonta pitää myös tärkeänä, että direktiivimuutokset implementoidaan Suomessa ajallaan. Finanssivalvonta haluaa kuitenkin kiinnittää talousvaliokunnan huomiota erityisesti jäljempänä kuvattuihin seikkoihin.

Maksuvalmiuden hoidon keinot

Finanssivalvonta lähtökohtaisesti kannattaa sijoitusrahastolakiin 213/2019 (SRL) ja vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin 162/2014 (AIFML) ehdotettuja muutoksia sijoitusrahastojen ja avointen vaihtoehtorahastojen maksuvalmiuden hoidon keinoista ja niiden käyttöedellytyksistä.

[1] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2024/927 direktiivien 2011/61/EU (AIFM-direktiivi) ja 2009/65/EY (sijoitusrahastodirektiivi) muuttamisesta tehtävien siirtämistä koskevien järjestelyjen, maksuvalmiusriskin hallinnan, valvontaan liittyvän raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen suorittaman lainojen alullepanon osalta

Hallituksen esityksessä AIFML 16 a luvun 1 §:ään erikoissijoitusrahastoon ja sen hoitajaan sovellettavista erityisistä säännöksistä ehdotetaan lisättäväksi viittaukset SRL 5 lukuun ehdotettaviin uusiin 4–11 §:iin. Säännöksen perustelujen mukaan erikoissijoitusrahastojen osalta sovellettaisiin SRL:n säännöksiä maksuvalmiuden hoidon keinoista ja niihin liittyvistä toimista. Lisäksi todetaan, että muutosdirektiivin täytäntöönpanon myötä maksuvalmiuden hoidon keinot olisivat samansisältöiset kummassakin laissa. Finanssivalvonta ei kannata valittua sääntelyratkaisua, sillä erikoissijoitusrahastot ovat vaihtoehtorahastoja, joiden osalta tulisi lähtökohtaisesti noudattaa AIFML:n ja AIFM-direktiivin edellytyksiä maksuvalmiuden hoidon keinoista. Tämä olisi linjassa vuoden 2019 sijoitusrahastolainsäädännön kokonaisuudistuksen kanssa, jolloin erikoissijoitusrahastoja koskevat säännökset siirrettiin AIFML:iin.

AIFML 16 a luvun 1 §:ssä luetellaan sellaiset SRL:n säännökset, joita on noudatettava AIFML:n vaatimusten lisäksi erikoissijoitusrahastoa hoidettaessa (”[--] *saa hoitaa erikoissijoitusrahastoa noudattaen lisäksi, mitä sijoitusrahastolain* [--]”). Viittauksen lisääminen SRL 5 lukuun ehdotettaviin uusiin 4–11 §:iin ei siten Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan johda siihen, että AIFML:n säännökset maksuvalmiuden hoidon keinoista eivät soveltuisi erikoissijoitusrahastoihin, vaan erikoissijoitusrahastojen kohdalla tulisivat sovellettavaksi sekä AIFML:n että SRL:n säännökset. Tämä on omiaan aiheuttamaan epäselvyyttä erikoissijoitusrahastoihin sovellettavien vaatimusten osalta, sillä kyseisten lakien säännökset ovat erilaiset soveltamisalaltaan ja sisällöltään. SRL:n säännöksiä maksuvalmiuden hoidon keinoista sovelletaan kaikkiin sijoitusrahastoihin, kun taas AIFML:n säännökset koskevat ainoastaan sellaisia vaihtoehtorahastoja, jotka *eivät ole suljettuja* (AIFML 8 luvun 6 b §:n 4 mom.). Lisäksi käytettävissä olevat maksuvalmiuden hoidon keinot eroavat toisistaan esimerkiksi apporttina tehtävän lunastuksen osalta (vrt. SRL 5 luvun 6 §:n 3 mom. ja AIFML 8 luvun 6 c §:n 3 mom.). Säännöksissä on myös eroavaisuutta muun muassa ETA-valvontaviranomaisten välisen tietojenvaihdon ja yhteistyön osalta. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan AIFML 16 a luvun 1 §:ssä tulisi viitata ainoastaan sellaisiin erikoissijoitusrahastoihin sovellettaviin SRL:n säännöksiin, joita vastaavia vaatimuksia ei ole AIFML:ssa (esim. SRL 5 luvun 7 §:n 2 mom.).

SRL 8 luvun 2 §:n uuden 19 kohdan mukaan sijoitusrahaston säännöissä olisi määrättävä valitut maksuvalmiuden hoidon keinot. Säännöksen perustelujen mukaan keinoja, jotka eivät olisi valinnaisia, vaan olisivat aina sijoitusrahaston käytössä, ei kuitenkaan tarvitsisi ilmoittaa erikseen sijoitusrahaston säännöissä. Perusteluissa mainitaan tällaisina keinoina lunastusten, takaisinostojen ja merkintöjen keskeyttäminen sekä varojen erottelujärjestelyt. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan ehdotus johtaa kuitenkin siihen, että lunastusten keskeyttämisestä olisi määrättävä myös sijoitusrahaston säännöissä, sillä saman pykälän 12 kohdan mukaan säännöissä on määrättävä tilanteet, joissa rahastoyhtiö voi keskeyttää tai on velvollinen keskeyttämään rahasto-osuuksien lunastamisen. Koska Finanssivalvonnan

tehtävänä on vahvistaa sijoitusrahaston säännöt, Finanssivalvonta pitää tärkeänä, että sääntöjen sisältövaatimukset olisivat lain tasolla mahdollisimman selkeät. Finanssivalvonta kannattaa selkeyden vuoksi sitä, että myös laista suoraan tuleva merkintöjen, takaisinostojen ja lunastusten keskeyttäminen kuvattaisiin sijoitusrahaston säännöissä sijoittajien riittävän tiedonsaannin varmistamiseksi. Lunastusten keskeyttämisellä ja muilla maksuvalmiuden hoidon keinoilla on usein varsin merkittäviä vaikutuksia sijoittajiin ja näiden oikeuksiin.

Lainanantorahastot

Finanssivalvonta kannattaa AIFML:n uusia 18 b luvun säännöksiä lainanantorahastoista ja lainojen alullepanosta. Lainanantorahaston suljettu rakenne on pääsääntö, josta voidaan AIFML 18 b luvun 1 §:n 2 momentin nojalla poiketa, jos vaihtoehtorahastojen hoitaja pystyy osoittamaan Finanssivalvonnalle, että lainantorahaston maksuvalmiusriskin hallintajärjestelmä on yhteensopiva kyseisen lainanantorahaston sijoitusstrategian tai lunastuspolitiikan kanssa. Säännöksen perustelujen mukaan momentissa ei säädettäisi erillisestä ilmoitusvelvollisuudesta tai Finanssivalvonnan päätöksestä, vaan avoimen rahaston kyseessä ollen sovellettavaksi tulisi 8 b luvun 6 b §:ssä säädettäväksi esitetty maksuvalmiuden hoidon keinojen valinta ja keinojen sisällyttäminen vaihtoehtorahaston sääntöihin. Finanssivalvonta huomauttaa, että vaihtoehtorahaston markkinoinnin aloittaminen ei ole Finanssivalvonnan päätösasia, vaan AIFML 12 luvun 1 §:n mukainen ilmoitus. Finanssivalvonta ei siten erikseen vahvista vaihtoehtorahastojen sääntöjä. Finanssivalvonta ei pidä AIFM-direktiivin 16 artiklan 2 a kohdan täytäntöönpanon osalta riittävänä sitä, että arvio lainanantorahaston maksuvalmiusriskin hallintajärjestelmän riittävyydestä perustetaan hallituksen esityksessä kuvatulla tavalla ainoastaan AIFML 8 b luvun 6 b §:ssä säädettyyn, vähintään kahden sopivan maksuvalmiuden hoidon keinon valintaan.

AIFM-direktiivin 16 artiklan 2 f kohdan mukaan lainanantorahaston avoimesta rakenteesta tullaan antamaan tekniset sääntelystandardit, joissa määritellään vaatimukset, jotka lainantorahaston on täytettävä säilyttääkseen avoimen rakenteen. Direktiivin mukaan näihin vaatimuksiin sisältyy muun muassa luotettava maksuvalmiuden hoitoa koskeva järjestelmä, likvidien varojen ja stressitestien saatavuus sekä asianmukainen lunastuspolitiikka. Näissä vaatimuksissa on myös otettava huomioon kohde-etuutena olevat lainavastuut, keskimääräinen takaisinmaksuaika ja vaihtoehtorahastojen salkkujen hajauttamisen aste ja koostumus. Avoimen rakenteen edellytyksenä olevassa maksuvalmiusriskin hallintajärjestelmässä ei siten ole kyse pelkästään AIFML 8 b luvun 6 §:ssä säädetystä maksuvalmiuden hoidon keinojen valinnasta.

Vaihtoehtorahastojen hoitajan johtohenkilöt

Finanssivalvonta kannattaa AIFML 6 luvun 5 §:ään ja SRL 3 luvun 2 §:ään ehdotettuja muutoksia johtohenkilöille asetettaviin vaatimuksiin. Finanssivalvonta pitää kuitenkin valitettavana sitä, ettei samassa yhteydessä ole säädetty vaihtoehtorahastojen hoitajan hallituksen jäsenten riippumattomuutta koskevista vaatimuksista. Finanssivalvonnan katsoo, että johtohenkilöiden lukumäärää ja asuinpaikkaa koskevien vaatimusten lisäksi olisi perusteltua säätää tarkemmin myös toimiluvallisen vaihtoehtorahastojen hoitajan hallituksen riippumattomasta jäsenestä. Finanssivalvonnan mukaan myös sellaisen vaihtoehtorahastojen hoitajan, jonka hoitamia vaihtoehtorahastoja markkinoidaan ei-ammattimaisille sijoittajille, hallituksessa tulisi olla riippumaton jäsen. Rahastoyhtiöille vaatimus on jo asetettu SRL 3 luvun 3 §:ssä, jossa edellytetään, että vähintään kolmanneksen rahastoyhtiön hallituksen jäsenistä on oltava riippumattomia. Riippumattoman hallituksen jäsenen määritelmä voitaisiin myös AIFML:ssa johtaa SRL 3 luvun 3 §:n 2 momentin vaatimuksista.

Myös täytäntöönpantavan direktiivin 9. johdantokappale kannustaa nimittämään riippumattoman jäsenen: ”On aiheellista kannustaa vähittäissijoittajille markkinoituja vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja hoitavia vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöitä ja sijoitusyhtiöitä nimittämään hallintoelimensä tai ylimmän hallintoelimensä jäseneksi vähintään yksi riippumaton tai toimivaan johtoon kuulumaton johtaja [--], jotta voidaan suojella vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen ja yhteissijoitusyritysten sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien hoitamien vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sijoittajien sekä yhteissijoitusyritysten sijoittajien etuja.”

Riippumatonta hallituksen jäsentä koskeva vaatimus olisi perusteltua hyvän hallinnon, eturistiriitojen hallinnan ja sijoittajansuojan näkökulmasta. Vaihtoehtorahastojen hoitajan hallitus voi joutua ottamaan kantaa sijoituspäätöksiin, joihin liittyy eturistiriitatilanteita. Eturistiriitatilanne voi syntyä myös tilanteissa, joissa vaihtoehtorahastojen hoitajan tai sen konserniin kuuluvien yhtiöiden edut ovat tai ne voisivat olla ristiriidassa vaihtoehtorahaston sijoittajien etujen kanssa. Riippumaton hallituksen jäsen parantaisi eturistiriitojen hallintaa ja valvontaa erityisesti näissä tilanteissa.

Vaatimus olisi perusteltua myös yhtäläisten toimintaedellytysten näkökulmasta, sillä rahastoyhtiöille vastaava vaatimus on jo säädetty. Vaihtoehtorahastoja ja sijoitusrahastoja hoitavat usein samat yhtiöt, ne voivat olla piirteiltään hyvin samanlaisia ja niitä voidaan usein tarjota samalle sijoittajakohderyhmälle. Tästä syystä Finanssivalvonta pitää tärkeänä, että myös niitä hoitavien toimijoiden toimintaedellytykset olisivat mahdollisimman yhtenevät erityisesti markkinoitaessa ei-ammattimaisille sijoittajille.

Avoimet kiinteistörahastot

Hallituksen esityksessä ehdotettu uusi sääntely avointen vaihtoehtorahastojen maksuvalmiuden hoidon keinoista on tervetullut uudistus ja omiaan edistämään vaihtoehtorahastojen maksuvalmiusriskin hallintaa. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan uudistus ei kuitenkaan yksinään riitä korjaamaan nykyiseen markkinatilanteeseen liittyviä haasteita erityisesti avointen kiinteistörahastojen osalta.

Nykyinen lainsäädäntö sallii avointen (erikoissijoitusrahastomuotoisten) kiinteistörahastojen markkinoinnin ei-ammattimaisille sijoittajille, joiden lukumäärä on kohtuullisen merkittävä. Huomioiden ei-ammattimaisten sijoittajien lukumäärä ja avointen kiinteistörahastojen haasteet lunastusten hoitamisessa vuoden 2023 jälkeen Finanssivalvonta katsoo, että tällaisille rahastoille tulisi asettaa sijoittajansuojan kannalta välttämättömiä reunaehtoja muun muassa maksuvalmiusriskin hallinnan osalta. Valtaosassa EU:n jäsenvaltiota ei-ammattimaisille sijoittajille markkinoitavat avoimet kiinteistörahastot eivät ole mahdollisia tai vaihtoehtoisesti niissä on tiettyjä likviditeettivaatimuksia (20–30 prosenttia rahaston kokonaisvaroista) tai ne ovat auki lunastuksille harvemmin kuten kerran vuodessa.

Vuonna 2022 alkanut korkojen nopea nousu on vaikuttanut avoimiin kiinteistörahastoihin monella tavalla. Sijoittajille korkojen nousu on näkynyt ennen kaikkea siten, että lunastukset kiinteistörahastoissa ovat ylittäneet merkinnät ja rahastot ovat joutuneet myymään sijoituskohteitaan kattaakseen sijoittajien lunastukset. Ennen tätä avoimien kiinteistörahastojen nettomerkinnät olivat pitkään kokonaisuutena katsottuna positiiviset, toisin sanoen kiinteistörahastoihin tuli kokonaisuutena katsottuna enemmän merkintöjä kuin lunastuksia. Tämä tarkoitti myös sitä, että käytännössä avoimiin kiinteistörahastoihin kohdistuneet lunastukset voitiin maksaa uusilla merkinnöillä, eikä rahastojen omistamia kiinteistökohteita ollut tarvetta myydä lunastusten kattamiseksi.

Korkojen noususta aiheutuvia vaikutuksia ei voida pitää ennakoimattomina ja on mahdollista, että nykymuodossaan avoimien kiinteistörahastojen lunastuksia joudutaan keskeyttämään tai asettamaan muita lunastusrajoituksia myös tulevaisuudessa vastaavissa tilanteissa. Ei myöskään ole ennakoitavissa, kuinka pitkään nykyinen tilanne kestää. Tällä hetkellä pisimpään suljettuna olleet kiinteistörahastot ovat olleet suljettuna jo kaksi vuotta. Tilannetta voidaan pitää kohtuuttomana ei-ammattimaisille sijoittajille, jotka ovat sijoittaneet avoimeen rahastoon.

Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan edellä todettua nykyistä tilannetta voidaan pitää nykymuotoisten avointen kiinteistörahastojen ominaisuutena. Nykyisillä reunaehdoilla toimivat avoimet kiinteistörahastot vaikuttavat siten olevan tuotteita, jotka ovat avoimia normaaleissa mutta suljettuja poikkeuksellisissa markkinaolosuhteissa. Finanssivalvonta katsoo, että

esimerkiksi ELTIF-sääntelyn[2] vaatimuksia noudattamalla voitaisiin mahdollisesti ratkaista joitain avointen kiinteistörahastojen nykyisiä haasteita. ELTIF-sääntely on tarkoitettu vaihtoehtorahastoille, jotka sijoittavat varojaan lähtökohtaisesti epälikvideihin sijoituskohteisiin. ELTIF-rahastot ovat niitä koskevan asetuksen mukaan lähtökohtaisesti suljettuja, mutta ne voivat olla avoimia tietyin erityisin edellytyksin (mm. maksuvalmiusriskin hallintaa ja likvidejä varoja koskevat vaatimukset). Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan useat ELTIF-sääntelyn vaatimukset erityisesti maksuvalmiusriskin hallinnan kannalta olisivat perusteltuja myös avoimille kiinteistörahastoille sijoittajansuojan näkökulmasta.

Sähköisesti allekirjoitettu

FINANSSIVALVONTA

Taipale Armi
91237320B

Armi Taipale
osastopäällikkö

Hovi Marko
91303790J

Marko Hovi
toimistopäällikkö

[2] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2015/760 eurooppalaisista pitkäaikaissijoitusrahastoista