HELSINGIN YLIOPISTO
OIKEUSTIETEELLINEN TIEDEKUNTA

OTT, VTK, dosentti Heikki Marjosola
Rahoitusoikeuden apulaisprofessori
Helsingin yliopisto

Helsinki 11.11.2025

Asia: HE 139/2025 vp Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain ja sijoitusrahastolain muuttamisesta sekä niihin liittyviksi laeiksi

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Eduskunnan talousvaliokunta on pyytänyt minulta lausuntoa koskien Hallituksen esitystä HE 139/2025 vp eduskunnalle laeiksi vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain ja sijoitusrahastolain muuttamisesta sekä niihin liittyviksi laeiksi (jäljempänä ”**hallituksen esitys**” tai ”**esitys**”).

Hallituksen esityksellä pannaan täytäntöön Euroopan unionin direktiivin (EU) 2024/927 direktiivien 2011/61/EU ja 2009/65/EY muuttamisesta tehtävien siirtämistä koskevien järjestelyjen, maksuvalmiusriskin hallinnan, valvontaan liittyvän raportoinnin, säilytysyhteisö- ja säilytyspalvelujen tarjoamisen sekä vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen suorittaman lainojen alullepanon osalta (jäljempänä ”**muutosdirektiivi**” tai ”**direktiivi**”).

Totean lausuntonani kunnioittavasti seuraavaa.

Keskeiset muutokset ja niiden hyödyt ja haitat.

Muutosdirektiivi **pyrkii edistämään Eurooppalaisen rahastosektorin kilpailukykyä ja keventämään tietyiltä osin sitä koskevaa sääntelytaakkaa**. Direktiivi esimerkiksi pyrkii tehostamaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien toimintaa laajentamalla niiden mahdollisuuksia tarjota eräitä oheispalveluja, muun muassa liittyen vertailuarvojen hallinnointiin sekä luotonhallinointiin. Direktiivi myös yhdenmukaistaa lainanantorahastojen sääntelyä ja sallii tällaisen toiminnan koko EU:n alueella. Näin direktiivi pyrkii vastaamaan yksityisten luottomarkkinoiden globaalisti kasvaneeseen merkitykseen ja edesauttamaan niiden kehitystä myös Euroopassa. Pankkien ulkopuolisen luoton-

saantimahdollisuuksien edistäminen vastaa pääomamarkkinaunionin keskeistä ja kannatettavaa tavoitetta. Kuten muutosdirektiivin 13 johdantolause toteaa, ”lainoja myöntävät sijoitusrahastot voivat olla vaihtoehtoinen rahoituslähde reaalitaloudelle.” Koska Suomessa muutosdirektiivin tarkoittamat lainanantorahastot ovat jo sallittuja, ei direktiivin dereguloiva vaikutus koske Suomea. Suomalaisten lainanantorahastojen näkökulmasta erityisen olennaista on, että niitä tulevat jatkossa koskemaan muutosdirektiivin sitovat vivutusrajat.

Lisäksi muutosdirektiivi selkeyttää tehtävien ulkoistukseen sovellettavia vaatimuksia, edistää säilytyspalveluntarjoajien yhdenvertaista kohtelua ja parantaa jonkin verran säilytysyhteisöpalvelujen rajat ylittävää saatavuutta. Jatkossa myöskään toiminnan ulkoistamista koskevia säännöksiä ei sovellettaisi, milloin jakelija markkinoi vaihtoehtorahastoja ”omaan lukuunsa”. Uudistus poistaa sääntelyn päällekkäisyyttä, sillä moniin vaihtoehtorahastojen jakelijoihin (pankit ja sijoituspalveluyritykset) sovelletaan jo kattavaa erillissääntelyä.

Muutosdirektiivi myös lisää koherenssia UCITS-rahastojen ja vaihtoehtorahastojen välillä vähentäen sääntelyeroja koskien tehtävien ulkoistamista, säilyttäjien sääntelykohtelua, valvontaan liittyvää raportointia sekä maksuvalmiuden hoidon välineiden saatavuutta ja käyttöä. Kyseinen sääntelykehysten lähentäminen ei tarkoita merkittävää vaihtoehtorahastojen ja niiden hoitajien koskevaa lisäsääntelyä.

Riskien hallinnan näkökulmasta erityisen tärkeää on, että muutosdirektiivi helpottaa **maksuvalmiuden hoidon** välineiden käyttöä. Joustava maksuvalmiussääntely on myös sijoittajansuojan näkökulmasta olennaista, kun rahastojen on säännönmukaisesti valittava myös muita likviditeetinhallintakeinoja, kun lunastusten väliaikainen keskeyttäminen. Joustava sääntely mahdollistaa potentiaalisesti asianmukaisemman ja tehokkaamman reagoinnin likviditeettipaineisiin markkinoiden stressitilanteissa – tai ainakaan ei hankaloita sitä. Vaikka muutoksesta aiheutuu hallinnollisia kuluja, on sen keskeinen etu, että se lisää liikkumavaraa erilaisa markkinoiden stressitilanteissa.[1]

Kuten muutosdirektiivissä todetaan, sisältyy **avoimiin lainanantorahastoihin** erityisiä rahoitusvakausriskejä niihin liittyvän maturiteetti- ja likviditeettitransformaation vuoksi. Direktiivin mukaisesti Finanssivalvonnalle annetaan merkittävää harkintavaltaa tällaisten rahastorakanteiden sallimiseen liittyen. Avoimen lainantorahaston tulee pystyä osoittamaan Finanssivalvonnalle, että sen maksuvalmiusriskin hallintajärjestelmä on yhteensopiva sijoitusstrategian ja lunastuspolitiikan kanssa. Harkintavallan käyttöä tulee kuitenkin rajaamaan Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen laatimat ja Euroopan komission hyväksyttävät tekniset sääntelystandardit, joissa näitä vaatimuksia täsmennetään.

Muutosdirektiivissä kielletään vaihtoehtorahastojen hoitajia hoitamasta sellaisia vaihtoehtorahastoja, jotka harjoittavat lainojen alullepanoa yksinomaan kyseisten lainojen siirtämiseksi eteenpäin kolmansille tahoille (nk. **originate to distribute** -strategiat). Rajoituksen tarkoituksena on välttää lainojen arvopaperistamiseen yleensä liitettyjä haitallisia kannustimia (nk. moraalikato) ja varmistaa asianmukainen riskinhallinta lainanannossa. Käytännössä muutosdirektiivissä tämä pyritään varmistamaan sillä, että rahasto säilyttää itsellään tietyn osan kunkin antamansa lainan nimellisarvosta. Sääntelystrategia on tuttu unionin arvopaperistamista koskevasta sääntelykehyksestä.

Sijoittajansuojan näkökulmasta on niin ikään tervetullutta, että muutosdirektiivi parantaa tiedonkulkua vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajilta vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sijoittajille, etenkin rahaston maksujen ja kulujen osalta. Sijoittajansuojan näkökulmasta on myös tärkeää, että

[1] EH 139/2025vp, s. 34.

muutosdirektiivissä huomioidaan riittävällä tavalla erilaiset eturistiriitatilanteet esimerkiksi ulkoistustilanteissa.

Toisaalta muutosdirektiivi epäilemättä lisää jonkin verran **compliance-kustannuksia** erityisesti tiukentuvan raportointisääntelyn osalta.

Kansalliset valinnat liittyen muutosdirektiivin

Muutosdirektiivin täytäntöönpanossa on melko vähän kansallista liikkumavaraa eikä merkittäviä kansallisia sääntelyoptioita ole. Kansallista harkintavaltaa on jätetty lähinnä yksittäisiin AIFM-direktiivin ja sijoitusrahastodirektiivin kohtiin liittyen. Nämä koskevat rahastoille sallittuja palveluita, kuluttajille myönnettyjä lainoja ja säilytysyhteisöpoikkeuksen soveltamista.

Hallituksen ehdotuksessa kyseisiin optioihin on valittu **salliva ja kilpailukykymyönteinen lähestymistapa**. Ehdotukseen ei sisälly muutosdirektiivin vaatimukset ylittävää kansallista sääntelyä (nk. *gold plating*). Vaihtoehtorahastot voisivat ehdotuksen mukaan myöntää lainoja myös kuluttajille. Lisäksi vaihtoehtorahaston olisi jatkossa mahdollista nimetä myös toisessa ETA-valtiossa sijaitseva säilytysyhteisö silloin, kun edellytykset tälle täyttyisivät. Vaihtoehtorahastot voisivat jatkossa tarjota uusia liitännäis- tai muita palveluja, edellyttäen, että eturistiriitatilanteet hallitaan asianmukaisesti.[2] Erityisesti sallittaisiin muutosdirektiivin mukaisesti EU:n vertailuarvoasetukseen perustuva viitearvojen hallinnoinnin tarjoaminen. Hallituksen esityksen mukaan tällä tavoitellaan ”vaihtoehtorahastojen hoitajien parempaa kilpailukykyä kansainvälisesti sekä skaalaetujen ja uusien tulonlähteiden hankkimista”. Myös UCITS-sijoitusrahastoille sallittaisiin vastaavin periaattein uusien liitännäispalveluiden, kuten toimeksiantojen vastaanottamisen ja välittämisen tai viitearvojen hallinnoinnin, tarjoaminen.

Pidän valittua kilpailukykymyönteistä lähestymistapaa ehdottomasti kannatettavana. Vaihtoehtojen käyttöönottoon liittyvät riskit vaikuttavat kohtuullisilta. Vaihtoehtorahastojen kuluttajalainojen myöntämisessä tulisi noudattaa niin EU-oikeuteen perustuvaa kuin kansallistakin kuluttajaluottosääntelyä. Vaikuttaa epätodennäköiseltä, että kuluttajaluottojen tarjonnan ja kilpailun lisääntyminen vaikuttaisi kuluttajien kannalta negatiivisesti lainojen ehtoihin. Toisen ETA-valtion säilytysyhteisön nimeäminen olisi säännönmukaisesti mahdollista vain, mikäli Suomesta ei löydy sellaista säilytysyhteisöä, joka pystyy tehokkaasti täyttämään kyseisen vaihtoehtorahaston säilytysyhteisöpalvelutarpeen. Finanssivalvonnalla olisi tilanteessa myös tapauskohtaista harkintavaltaa.

Suomen rahastosääntelyn systematiikan kannalta on merkittävää, että hallituksen esityksessä nykyinen kiinteistörahastolaki ehdotetaan kumottavaksi. Laki siirrettäisiin olennaisin osin omaksi luvukseen vaihtoehtorahastojen hoitajista annettuun lakiin. Ehdotus on kannatettava. Muutos lähinnä selventäisi EU-sääntelyssäkin omaksuttua kahtiajakoa sijoitusrahastoihin ja vaihtoehtorahastoihin ja tekisi rahastosääntelystä selkeämmän ja ymmärrettävämmän.

Oikeusvarmuuden kannalta on ongelmallista, että eräät keskeiset lain soveltamisalaa koskevat määritelmät, kuten ”avoin rahasto” ja ”suljettu rahasto” tai toimiminen ”omaan lukuun”, on jätetty direktiivissä määrittelemättä. Lakiehdotukseen annetut lausunnot ovat syystä kiinnittäneet huomiota tähän liittyvään oikeudelliseen epävarmuuteen. Yhdyn kuitenkin hallituksen esityksessä todettuun siitä, että kansallisin toimenpitein ei ole tarkoituksenmukaista ryhtyä ainakaan sitovan lainsäädän-

[2] HE 139/2025vp, s. 31

nön tasolla tällaista lisäsääntelyä antamaan. On todennäköistä, että direktiivin keskeisiä soveltamisalaa koskevia määritelmiä tullaan edelleen kehittämään Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeistuksessa.

Eräitä jatkovalmisteluun liittyvä keskeisiä asioita

Muutosdirektiivissä todetaan nimenomaisesti, että sääntely ei estä tietojen vaihtoa samassa jäsenvaltiossa toimivaltaisten viranomaisten ja veroviranomaisten välillä. Finanssivalvonnan ja veroviranomaisten välisen tietojen vaihdon yksityiskohdat jäävät täysin kansallisen sääntelyn varaan. Hallituksen esityksessä näitä yksityiskohtia ei ratkaista, vaan tietojenvaihtojärjestelmän rakentaminen on tarkoitus toteuttaa myöhemmin osana laajempana kokonaisuutta.[3] Olen lausuntopalautteen kanssa samaa mieltä siitä, että **tietojenvaihtoa koskevan sääntelykehyksen huolellinen jatkoselvittäminen järkevässä aikataulussa on ehdottomasti tarpeen**.

Kotimaisen rahastosääntelyn kehittämisessä olisi syytä kiinnittää huomiota myös erääseen vaihtoehtorahastojen varainhankintaa koskevaan merkittävään oikeudelliseen epävarmuuteen. Voimassaolevan velkakirjalain (622/1947, VKL) 34 §:n 1 momentin mukaan on epäselvää, **voiko lain vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014) mukainen erikoissijoitusrahasto toimia joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijana**. Kyse on lähinnä siitä, voidaanko rahastoa pitää VKL 34 §:n 1 momentin edellyttämällä tavalla kirjanpitovelvollisena. Kysymys liittyy olennaisesti siihen, että Suomen lainsäädäntö ei edelleenkään mahdollista yhteissijoitusyrityksen perustamista vaihtuvapääomaisen yhtiön muodossa. Sijoitusrahastoilla, toisin kuin sijoitusyhtiöillä, ei ole oikeushenkilöllisyyttä. Jo nykyään eräät Suomessa toimivat erikoissijoitusrahastot ovat kasvaneet niin suuriksi, että niiden rahoittaminen pelkän pankkirahoituksen turvin on tullut haastavaksi, ellei mahdottomaksi. Tämä myös keskittää luottoriskiä tarpeettomasti pankkijärjestelmään. Tätä rajoitusta on pidetty yhtenä keskeisimmistä Suomen sijoitusrahastosääntelyn kehittämiskohteista kansainvälistä kilpailukykyä ajatellen.[4] Sääntelyä olisi syytä selventää myös siksi, että muutosdirektiivin täytäntöönpanon myötä Suomessa voisi jatkossa toimia merkittävällä velkavivulla myös avoimia lainanantorahastoja.

Kunnioittavasti,



Heikki Marjosola

[3] HE 139/2025vp, s. 44.

[4] Valtiovarainministeriö, Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta, VM111:00/2016, 2.11.2016, s. 1 ja 9–10.