



Rahoitusmarkkinaosasto  
Janni Hiltunen  
Irmeli Vuori

25.4.2014

Julkinen

Finanssivalvonta

Finanssivalvonnan lausuntopyyntö 27.3.2014; FIVA6/01.00/2014

### Vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevan sääntelyn tuomia muutoksia Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmaan

Finanssivalvonta on viitekohdassa mainitulla kirjeellään pyytänyt valtiovarainministeriön (VM) lausuntoa Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmaan tehtävien muutosten johdosta. Muutosten taustalla on laki vaihtoehtorahastojen hoitajista (162/2014, jäljempänä AIFML) ja muut lainsäädännön muutokset, jotka perustuvat vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin 2011/61/EU (jäljempänä AIFMD) täytäntöönpanoon. Lausuntopyyntö koskee yhtä uutta Finanssivalvonnan määräystä ja ohjetta sekä muutoksia seitsemään Finanssivalvonnan määräykseen ja ohjeeseen.

Vaihtoehtorahastojen hoitajia koskeva lainsäädäntö on uutta lainsäädäntöä ja sen soveltamisalan piiriin kuuluu monia tahoja, jotka eivät aikaisemmin ole olleet lainkaan tai vain rajatusti rahoitusmarkkinasääntelyn piirissä. Sääntelyn käytännön soveltamisessa viranomaisen antamat määräykset ja ohjeet ovat monelta osin merkityksellisessä asemassa. Lausuntopyynnössään Finanssivalvonta toteaa, että vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevan sääntelyn tuomia muutoksia tullaan myöhemmässä vaiheessa huomioimaan myös muissa Finanssivalvonnan määräyksissä ja ohjeissa. Kyseessä olevan sääntelykokonaisuuden hahmottamiseksi olisi tärkeää, että asiaa koskevat määräykset ja ohjeet saatettaisiin mahdollisimman pian ajan tasalle.

#### *Finanssivalvonnan määräystenantovaltuudet*

AIFML:ssa säädetään Finanssivalvonnan määräystenantovaltuudesta lain 5 luvun 6, 6 luvun 10, 7 luvun 13, 9 luvun 8, 11 luvun 4 ja 12 luvun 9 §:ssä. Lain 6 luvun 10 §:n valtuus velvoittaa Finanssivalvonnan antamaan tarkempia määräyksiä pykälässä mainitusta asiasta. Muiden määräystenantovaltuuksien käyttäminen on Finanssivalvonnan omassa harjoituksessa. Finanssivalvonnan määräystenantovaltuuksien laajuutta kuitenkin rajoittaa komission delegoidulla asetuksella ((EU) N:o 231/2013) annettu sääntely.

Lausuntopyynnön perusteella vaikuttaa siltä, että Finanssivalvonta aikoo tässä vaiheessa antaa tarkempia määräyksiä ainoastaan AIFML 5 luvun 6, 7 luvun 13 ja 11 luvun 4 §:n nojalla. Mainittujen määräystenantovaltuuksien nojalla Finanssivalvonta aikoo antaa tar-



kempia määräyksiä vain osasta sen kyseisiin määräystenantovaltuuksiin kuuluvista kysymyksistä. Lisäksi Finanssivalvonta käyttää sijoituspalvelulakiin (747/2012) sisältyviä valtuuksiaan laajentamalla näiden nojalla annettujen määräysten ja ohjeiden soveltamisalaa sijoituspalveluja tarjoaviin toimilupavelvollisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin. Finanssivalvonta käyttää myös Finanssivalvonnasta annetun lain (878/2008, jäljempänä FivaL) 18 §:n 2 momentin määräystenantovaltuuttaan.

Lausuntopyynnöstä ei ilmene, perustuuko Finanssivalvonnan päätös olla antamatta tässä vaiheessa tarkempia määräyksiä kaikista sen määräystenantovaltuuksiin kuuluvista asioista sen tekemään arvioon, että näistä asioista on säädetty tarpeellisissa määrin komission delegoidussa asetuksessa. Lausuntopyynnöstä ei myöskään ilmene, onko Finanssivalvonta arvioinut AIFML 6 luvun 10 §:n velvoittavan määräystenantovaltuuden käyttämisen olevan tarpeetonta komission delegoidun asetuksen sisältäessä kaiken tarvittavan sääntelyn. VM ei pidä määräyksiä ja ohjeita näiltä olisin riittävän selkeinä.

VM esittää lausuntonaan lausuntopyynnössä yksilöidyistä määräyksistä ja ohjeista seuraavan:

### **1. Vaihtoehtorahastojen hoitajat (Luonnos määräyksiksi ja ohjeiksi x/2014)**

#### *Finanssivalvonnan antamien normien oikeudellinen luonne*

VM kiinnittää huomiota erityisesti määräys- ja ohjekokoelman selkeyteen ja oikeudelliseen luonteeseen. Finanssivalvonnalle on lainsäädännössä annettu toimivalta antaa finanssimarkkinoilla toimivia koskevia sitovia määräyksiä. Lisäksi Finanssivalvonta antaa ohjeita, jotka ilmaisevat Finanssivalvonnan ennakkollisen käsityksen tai kannanoton johonkin sen toimivaltaan kuuluvaan asiaan.

VM katsoo yleisesti, että Finanssivalvonnan ei tulisi julkaista määräys- ja ohjekokoelmassaan ainesta, jonka normiluonne on epäselvä. VM:n näkemyksen mukaan muun kuin normiaineen julkaiseminen määräys- ja ohjekokoelmassa on omiaan hämärtämään koelman ja sen sisältämien normien oikeudellista luonnetta.

VM kiinnittää huomiota siihen, että kyseessä olevien määräysten ja ohjeiden lukija voi kohdan 6.2 (10) perusteella saada vaikutelman, että kohdissa 6.3 (12), 6.3.1 (13), 6.3.1 (14), 6.3.2 (16), 6.3.3 (18), 6.3.3 (19), 6.4 (21) ja 6.6 (25) mainitut velvollisuudet perustuisivat Finanssivalvonnan antamaan määräykseen tai ohjeeseen. Mainitut velvollisuudet johtuvat kuitenkin suoraan lainsäädännöstä. Luvussa yksiselitteisesti ohjeeksi on merkitty ainoastaan kohta 6.2 (11) ja määräykseksi kohdat 6.7 (29) ja (30). Näin ollen muun luvussa mainitun aineksen luonne jää hyvin epäselväksi.

Lisäksi kohdan 6.5 muotoilusta ei yksiselitteisesti selviä, edellyttääkö Finanssivalvonta raportointivelvollisen noudattavan kohdassa mainittuja menettelyjä, vai onko kyse 6.2 (11) kohdan mukaisesta suosituksesta noudattaa Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) raportointiohjeistusta.

VM katsoo, että luvun jäsentelyä tai kirjoitustapaa tulisi selkeyttää näissä suhteissa.

#### *Yleiset huomiot*

Kohdassa 1.1 todetaan määräyksiä ja ohjeita sovellettavan myös tiettyihin kolmanteen maahan sijoittautuneisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin. VM pitää ilmaisua liian laajana ja epätarkkana. Kyseisiin vaihtoehtorahastojen hoitajiin ei sovelleta määräysten ja ohjeiden AIFML 5 luvun 6 §:ään perustuvaa sääntelyä. Myöskään FivaL 18 §:n 2 momentin määräystenantovaltuus ei koske kyseisiä kolmannen maan vaihtoehtorahastojen hoitajia.

Selvyyden vuoksi soveltamisalan kuvauksessa voitaisiin ilmaista jo tässä yhteydessä, että määräyksiä ja ohjeita sovelletaan vain osittain erilaisiin toimijoihin.

Kohdassa 2.4 kuvataan ne AIFML:n säännökset, joiden perusteella Finanssivalvonnalla on oikeus antaa sitovia määräyksiä. VM huomauttaa, että kyseisessä laissa on myös muita säännöksiä, joissa säädetään Finanssivalvonnan määräystenantovaltuudesta. Kohdassa on siten kyse niistä valtuuksista, joita Finanssivalvonta aikoo tässä yhteydessä käyttää, minkä olisi syytä ilmetä kohdasta.

Luku 6 käsittelee AIFMD-raportointia ja sen 6.1 (2) kohdassa luetellaan ne AIFMD:n artiklat, joihin määräysten ja ohjeiden käsittelemä säännöllinen raportointivelvollisuus Finanssivalvonnalle perustuu. AIFMD on saatettu Suomessa voimaan pääosin AIFML:lla ja luvussa 6 viitataan myöhemmin suoraan AIFML:iin AIFMD:n artiklojen sijaan. Koska luku soveltuu myös kolmannen maan vaihtoehtorahastojen hoitajiin, voi hyvin olla perusteltua selvyyden vuoksi ilmaista kansallisen sääntelyn pohjalla oleva direktiivin sääntely. VM kuitenkin katsoo, että luvun otsikointi on harhaanjohtava. Niin Finanssivalvontaa kuin 6.1 (1) kohdassa kuvattuja tahoja koskeva sääntely perustuu pääosin kansalliseen sääntelyyn, jota täydentää luvussa mainittu komission delegeoituun asetukseen sisältyvä sääntely. Toisin kuin direktiivi, asetustasoinen sääntely on kansallisesti suoraan sovellettavaa sääntelyä. Kyse ei siten ole AIFMD:iin perustuvasta raportointivelvollisuudesta vaan velvollisuus perustuu AIFML:iin ja sitä täydentävään sääntelyyn.

Määräyksissä ja ohjeissa on joitain teknisluonteisia korjaustarpeita, joita koskevat huomiot toimitetaan erikseen.

## 2. Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja menettelytavat (Määräykset ja ohjeet 3/2011)

Lausuntopyynnön mukaan määräysten ja ohjeiden soveltamisalaa tarkennetaan koskemaan rahastoyhtiöitä niiden hoitaessa sijoitusrahastodirektiivin (2009/65/EY) mukaisia sijoitusrahastoja. Määräyksiin ja ohjeisiin on lisätty sijoitusrahaston arvonlaskentaa ja arvonlaskentavirheitä koskeva uusi 10 luku. Lausuntopyynnössä todetaan, että uusien määräysten ja ohjeiden antamisen yhteydessä kumotaan Finanssivalvonnan tulkinta rahastoyhtiön menettelytavoista sijoitusrahaston arvonlaskennassa 4/2007 sekä standardin RA 4.2 viides luku, joka koskee ilmoitusta rahasto-osuuden arvon julkistamisessa tapahtuneesta virheestä. Lisäksi kumotaan määräykset ja ohjeet 2/2013 ETF:stä ja muista UCITS-rahastoihin liittyvistä ohjeista, jotka siirretään määräyksiin ja ohjeisiin 3/2011, sekä Rahoitustarkastuksen tulkinta rahastoyhtiöiden rahasto-osuusrekistereistä 3/2006 ja kannanotto sijoitusrahastojen palkkiorakenteiden selkeydestä ja palkkioiden porrastamisesta K/26/99/PMO.

*Määräysten ja ohjeiden 10.1 luku. Arvonlaskenta ja joustava hinnoittelumenetelmä*

Uuteen 10 lukuun sisältyvien määräysten antaminen perustuu sijoitusrahastolain (48/1999, jäljempänä SRL) 48 §:n 5 momentissa olevaan määräystenantovaltuuteen, jonka mukaan Finanssivalvonta antaa tarkempia määräyksiä **rahasto-osuuden arvon laskemisesta**. Lain esitöissä (HE 113/2011 vp) todetaan muun muassa, että ”säännös mahdollistaa markkinakäytännön ohjaamisen” ja, että ”rahastoyhtiöiden on tarpeen tietää, mitä säännöksiä arvonlaskennassa on toimialalla noudatettava.” Esitöissä viitataan Finanssivalvonnan julkistamaan tulkintakannanottoon arvonlaskennasta.

VM:n näkemyksen mukaan määräystenantovaltuus tarkoittaa määräysten antamista rahasto-osuuden arvon laskemisessa noudatettavista laskentaperusteista, -tavoista ja -periaatteista. Säännöksen tarkoitus on varmistaa sijoitusrahaston varojen arvon määrittä-

minen asianmukaisesti ja tarkasti. Valtuuden mukaisina määräyksinä voidaan periaatteessa pitää 10.1.2 kohdassa olevaa vaatimusta, jonka mukaan sijoitusrahaston varojen arvostamiselle on oltava objektiiviset arvostusperiaatteet, ja vaatimusta siitä, että periaatteita on johdonmukaisesti noudatettava. Tällaisina voidaan pitää 10.1.3.10 kohdassa mainittuja vaatimuksia, jotka koskevat joustavan hinnoittelumenetelmän käyttämistä. Periaatteessa tällaisina voitaisiin esimerkiksi pitää kumottavaan tulkintaan 4/2007 sisältyviä periaatteita arvonlaskennassa noudatettavasta dokumentoinnista, suoriteperusteella toimimisesta ja kuluerien käsittelystä.

VM katsoo, että 10 luku sisältää myös sellaisia määräyksiä, jotka eivät kuulu määräystenantovaltuuden piiriin. Tällaisia ovat määräykset, joiden mukaan rahastoyhtiön hallituksen on vahvistettava sijoitusrahaston säännöissä olevia arvonlaskentaa koskevia määräyksiä täydentävät objektiiviset arvostusperiaatteet sijoitusrahaston varojen arvostamiselle, määräykset, joiden mukaan arvostusperiaatteet on julkistettava ja saatettava sijoittajien saataville sekä määräykset, joiden mukaan rahastoyhtiön on ilmoitettava SRL 48 §:n 2 momentissa tarkoitetusta joustavasta hinnoittelumenetelmästä sijoitusrahaston säännöissä, avaintietoesitteessä, rahastoesitteessä ja muussa markkinointimateriaalissa. VM:n näkemyksen mukaan määräystenantovaltuus ei sanamuodon perusteella mahdollista tällaisten muiden kuin laskentaa koskevien menettelyvelvollisuuksien asettamista rahastoyhtiölle, vaikka menettelyjen osalta sinänsä ei olisi huomautettavaa. Edellä mainitut kysymykset määräytyvät sijoitusrahastoa koskevien yleisten lainsäädännösten mukaisesti.

Kohdassa 10.1.2.5 olevan määräyksen mukaan rahastoyhtiön on vahvistettava sijoitusrahaston säännöissä mainittuja laskentaperusteita täydentävät objektiiviset arvostusperiaatteet. VM kiinnittää huomiota siihen, että SRL:n mukaan sijoitusrahaston säännöissä on mainittava tarkemmat perusteet rahasto-osuuden arvon sekä merkintä- ja lunastushinnan laskemiseksi (41 §:n 1 momentin 1 kohta), minkä lisäksi Finanssivalvonta antaa tarkemmat määräykset rahasto-osuuden arvon laskemisesta. VM pitää edellä mainitussa kohdassa olevaa määräystä määräystenantovaltuuden näkökulmasta ongelmallisena. Ehdotettujen määräysten perusteella jää kysymyksenalaiseksi, miksi objektiivisia arvostusperiaatteita ei tulisi sisällyttää sijoitusrahaston sääntöihin taikka miksi Finanssivalvonta ei katso objektiivisten arvostusperiaatteiden määrittämisen kuuluvan määräystenantovaltuuden piiriin. SRL:n mukaan Finanssivalvonta antaa määräykset rahasto-osuuden arvon laskemisesta. Säännöksen nojalla ehdotetaan annettavaksi määräys, jonka perusteella sääntöjen laskentaperusteita täydentävien arvostusperiaatteiden määrittäminen kuuluu rahastoyhtiölle. VM katsoo, että määräyksen perusteella jää epäselväksi, miten varmistetaan toimialalla noudatettavien arvostusperiaatteiden läpinäkyvyys ja yhdenmukaisuus.

Kohdassa 10.1.3.9 määrätään joustavaa hinnoittelumenetelmää koskevista tiedoista, jotka olisi ilmoitettava sijoitusrahaston säännöissä. Edellä esitettyyn viitaten VM katsoo, ettei SRL 48 §:n 5 momentissa olevan määräystenantovaltuuden nojalla voida määrätä rahastoyhtiölle velvollisuutta ilmoittaa hinnoittelumenetelmää koskevista tiedoista sijoitusrahaston säännöissä. Velvollisuus ilmoittaa hinnoittelumenetelmästä sijoitusrahaston säännöissä perustuu SRL 48 §:n 2 momentin säännökseen. VM toteaa, että Finanssivalvonta vahvistaa sijoitusrahaston säännöt, missä yhteydessä on arvioitava hinnoittelumenetelmästä sääntöihin sisällytettäviä laskentaperusteita. SRL:n mukaan hinnoittelumenetelmän tulee edistää rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisuutta ja sen tulee olla läpinäkyvä ja muutoinkin rahasto-osuudenomistajien edun mukainen (48 §:n 2 momentti). Sääntöihin sisällytettäviä laskentaperusteita tulisi arvioida edellä mainittujen säännösten pohjalta.

*Määräysten ja ohjeiden 10.2 luku. Arvonlaskentavirheet*

Luvussa 10.2 on ohjeet arvonlaskentavirheen määrittelystä, virheen olennaisuudesta, virheen korvaamisesta ja virheistä ilmoittamisesta. Lukuun ei sisälly määräyksiä. Luvun alussa todetaan, että SRL:n mukaan rahastoyhtiön on oikaistava viipymättä rahasto-osuuden arvon julkistamisessa tapahtunut olennainen virhe, josta on välittömästi ilmoitettava Finanssivalvonnalle, joka ratkaisee virheen olennaisuuden (SRL 98 §:n 3 momentti).

Arvonlaskentavirheen määrittelyä ehdotetaan annettavaksi ohje (kohta 10.2.1.13), jonka mukaan ”*Finanssivalvonta suosittaa, että rahastoyhtiöt laativat kirjallisen ohjeen toimintaperiaatteista ja menettelytavoista, joiden tarkoituksena on estää arvonlaskentavirheiden syntyminen, varmistaa arvonlaskentavirheiden havaitseminen sekä määritellä toimintatavat ja päätöksentekomenettely arvonlaskentavirheiden korjaamiseen sekä korvaamiseen sijoittajille*”.

VM toteaa, että luvussa 10.2 on omaksuttu tulkinta, jonka mukaan arvonlaskentavirheiden määrittely ja toimintatavat laskentavirheiden korjaamiseksi eivät kuulu sijoitusrahaston säännöissä mainittaviin laskentaperusteisiin eivätkä ne kuulu Finanssivalvonnan määräystenantovaltuuden piiriin. VM pitää tulkintaa ongelmallisena. VM kiinnittää huomiota rahastoyhtiön velvollisuuteen harjoittaa sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti sijoitusrahaston ja sen rahasto-osuudenomistajien etujen mukaisesti. Rahastoyhtiön on toiminnassaan kohdeltava rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti (26 §:n 1 momentti). Lausuttavana olevien määräysten ja ohjeiden 4.7.32 kohdan mukaan, jossa on pantu täytäntöön komission riskienhallintadirektiivin (2010/43/EU) 8 artikla, rahastoyhtiöllä on oltava asianmukaiset menettelyt sen varmistamiseksi, että sijoitusrahaston varojen arvo määritetään asianmukaisesti ja tarkasti noudattamalla SRL:a ja/tai rahaston sääntöjä tai perustamisasiakirjoja. Näiden säännösten ja määräysten valossa VM katsoo, ettei pyrkimystä arvonlaskentavirheiden estämiseksi sekä menettelyjä niiden havaitsemiseksi ja korjaamiseksi tulisi katsoa arvonlaskennasta erilliseksi toiminnaksi. VM:n näkemyksen mukaan sijoitusrahaston varojen arvon määrittämisessä ja rahasto-osuuden arvon laskemisessa on noudatettava laskentaperiaatteita ja menettelyjä, joilla varmistetaan sijoitusrahastotoiminnan yleisten tavoitteiden toteutuminen.

Kohdassa 10.2.2 olevan ohjeen mukaan olennaisen arvonlaskentavirheen rajaa määriteltäessä rahastoyhtiö voi ottaa huomioon sijoitusrahaston sijoitustoiminnan luonteen, jolloin sijoitusrahastot voidaan jakaa neljään eri luokkaan sijoitusrahastolle lasketun vuotuisen volatilitteettiluvun perusteella. Komission avaintietoasetuksen ((EU) N:o 583/2010) mukaan sijoitusrahastolle on määriteltävä synteettinen indikaattori, johon liittyen sijoitusrahasto on luokiteltava johonkin luokkaan asteikolla 1-7 rahaston aiemman volatilitteetin perusteella. VM kiinnittää huomiota siihen, tulisiko avaintietoasetuksessa säädettyä luokitusta hyödyntää myös virheen olennaisuuden määrittelyssä muun muassa kansainvälisen vertailtavuuden huomioon ottaen.

Kohdassa 10.2.3.23 olevan ohjeen mukaan Finanssivalvonta suosittaa, että rahastoyhtiö korvaa ainakin olennaiset arvonlaskentavirheet. VM pitää suositusta ongelmallisena. Kohdassa 10.2.3.24 annetaan ohje tappion korvaamisesta. VM toteaa, että SRL 134 ja 135 §:ssä säädetään sijoitusrahastolle ja rahasto-osuudenomistajalle aiheutuneen vahingon korvaamisesta. Lainvastaisesta menettelystä arvonlaskennassa aiheutunut tappio voi tulla arvioitavaksi näiden säännösten nojalla.

VM pitää muutoin määräysten ja ohjeiden 3/2011 soveltamisalan tarkentamista ja sisältöön tehtyjä tarkennuksia pääasiallisesti hyvinä ja asianmukaisina.

*Valtiovarainministeriö kiinnittää lisäksi huomiota seuraaviin yksittäisiin kohtiin:*

Määräysten ja ohjeiden kohdan 2.3 luettelosta tulisi poistaa viittaus SRL 80 §:n 4 momenttiin, johon ei sisälly määräystenantovaltuutta.

Komission riskienhallintadirektiivin 8 artiklan 3 kohdan mukaan rahastoyhtiöllä on oltava asianmukaiset menettelyt sen varmistamiseksi, että yhteissijoitusyrityksen varojen arvo määritetään asianmukaisesti ja tarkasti noudattamalla sijoitusrahastodirektiivin 85 artiklassa tarkoitettuja sovellettavia sääntöjä. Edellä mainittu direktiivin kohta on pantu täytäntöön Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 3/2011 kohdassa 4.7.32. Ottaen huomioon, että Finanssivalvonta antaa tarkemmat määräykset rahasto-osuuden arvon laske-  
misesta VM esittää, että kohta 4.7.32 tarkistetaan seuraavasti:

*”Rahastoyhtiöllä on oltava asianmukaiset menettelyt sen varmistamiseksi, että sijoitusrahaston varojen arvo määritetään asianmukaisesti ja tarkasti noudattamalla SRL:a ja sen nojalla annettuja määräyksiä sekä sijoitusrahaston sääntöjä.”*

Kohdassa 10.1.3.9 olevaa SRL 48 §:n 2 momentin säännöstä ei tulisi merkitä määräykseksi.

### **3. Lausuntopyynnön kohdissa 3.–8. mainitut Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet**

VM pitää tärkeänä ottaa huomioon se, että lausuntopyynnön kohdissa 3.–6. tarkoitettujen määräysten ja ohjeiden soveltamista sijoituspalveluja tarjoaviin vaihtoehtorahastojen hoitajiin rajoittaa sijoituspalvelulain soveltuminen vaihtoehtorahastojen hoitajiin, mistä on säädetty AIFML:ssa. Siltä osin kuin määräysten ja ohjeiden soveltumisessa on eroavaisuuksia sääntelyn kohteiden välillä, tulisi tämä ilmaista määräyksissä ja ohjeissa selkeästi.

VM:llä ei ole muilta osin lausuttavaa kohdissa mainittuihin Finanssivalvonnan määräyksiin ja ohjeisiin tehtävistä muutoksista.



Osastopäällikkö,  
ylijohtaja

Pentti Pikkarainen

Ylitarkastaja



Janni Hiltunen