

29.5.2013

IH

Valtiovarainministeriö
Rahoitusmarkkinaosasto/Ilkka Harju
Snellmaninkatu 1 A

valtiovarainministerio@vm.fi

Työeläkevakuuttajat TELA ry
Lastenodinkuja 1
00180 HELSINKI

Lausuntopyyntö/Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun lain luonnos sekä hallituksen esitys

- Lainvalmistelussa on otettu oikeasuuntaisesti huomioon työeläkelaitosten sijoitustoiminnan sujuvuus sekä vaihtoehtoisten rahastojen merkitys strategisena sijoitusluokkana. Vaihtoehtorahastot ovat erityisen tärkeitä sijoitusinstrumentteja riittävien tuottotasojen saavuttamiseksi rahastoiduille eläkevaroille.
- Sekä Euroopan komissio että OECD ovat julkistaneet kevään 2013 aikana ohjelmansa pitkäaikaisen sijoittamisen tukemiseksi. Lainvalmistelussa tulisikin huomioida, että vaihtoehtoista rahastoista pääoma- ja kiinteistö-pääomarahastot tukevat erityisen hyvin pitkäaikaista sijoittamista ja ovat keskimäärin 5 - 15 vuoden sijoituksia.
- Laissa sallittu mahdollisuus sijoittajille sijoittaa kolmansien maiden alueella sijaitseviin rahastoihin riippumatta muista säännöksistä on em. näkökulmista erityisen kiitettävä ratkaisu.
- Markkinointia koskevilla säännöksillä on todettu erikseen, että 12 luvun markkinointisäännöksiä tulee soveltaa, vaikka sijoittaja ottaisi yhteyttä vaihtoehtoisen rahaston hoitajaan. Koska ammattimaisista sijoittajista etenkin institutionaalisilla sijoittajilla on poikkeuksellisen laajat resurssit käytössä sijoitustoiminnassaan, tulisi markkinoinnin olla vapaata näille sijoittajille eikä veloitetta 12 luvun säännösten soveltamiseen tulisi olla.
- Ammattimaisten sijoittajien kohdalla markkinoinniksi tulisi laskea ainoastaan yksilöidyn ja kirjallisen, osuuskien merkintädokumentin toimittaminen, eikä muuta tiedonvälitystä tai muun sijoitusdokumentaation toimittamista taikka yhteydenottoja, tapaamisia ja muita keskusteluja. Ammattimaisilla sijoittajilla ei ole vastaavaa suojarvetta kuin vähittäissijoittajilla, ja lisäksi markkinointisäännökset vaikeuttavat sijoitustoimintaa.
- AIFM - laki sekä direktiivi 2- ja 3 - tason sääntelyineen tuovat huomattavia lisäresurssien tarpeita kansallisille valvojille. Siksi olisi hyvä, että lain soveltamisessa sekä valmistelussa huomioidaan ratkaisuja, jotka mahdollisuuksien mukaan helpottavat sääntelyvelvoitteiden toteuttamista. Lakiin onkin kirjattu erillinen pykälä itsesääntelystä, joka on hyvä keino toteuttaa sääntelytavoitteita ja samalla jakaa veloitteita toimijoiden ja viranomaisten kesken.

Yleistä

Valtiovarainministeriön ("VM") rahoitusmarkkinaosasto ("RMO") on pyytänyt Työeläkevakuuttajat TELA ry:ltä ("TELA") lausuntoa vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annetun lain luonnoksesta ("AIFM - laki") sekä tähän liittyvistä, yksityiskohtaisista perusteluista. TELA kiittää lausuntopyynnöstä ja esittää seuraavassa pykäläkohtaiset kommentit luonnoslain sekä perusteluiden johdosta. Lopuksi TELA esittää kommentit Euroopan komission asetuksesta C(2012) 8370/19.12.2012 siltä osin, kuin Asetuksen määräyksillä on vaikutusta lain säännöksiin.

29.5.2013

IH

1 luku Yleiset säännökset (4 § Poikkeukset lain soveltamisalasta)

1 luvun 4 § 3 momentissa on listattu tahot, joihin AIFM - lakia ei sovelleta. Luettelossa tulisi kuitenkin selvyyden vuoksi mainita eläkelaitosten osalta erityislaitilla perustetut ja lakisääteistä eläkevakuuttamista harjoittavat toimijat Maatalousyrittäjien eläkelaitos ja Merimieskassa, sekä kunnallinen eläkevakuutuslaitos Keva ja Valtion Eläkerahasto VER.

1 luvun 4 § 2 momentin määräys yhteissijoitusten irrottamisesta lain soveltamisalasta on tarkoituksenmukainen ratkaisu, sillä näitä rakenteita käytetään etenkin ammattimaisten, institutionaalisten sijoittajien toimesta (nk. joint venture-rakenteet) ja näillä rakenteilla on hyvin erilaisia piirteitä kuin vaihtoehtoisilla rahastoilla (mm. varojen keruu ennalta määräämättömältä sijoittajajoukolta).

Lain soveltaminen listaamattomiin osakeyhtiöihin, jotka harjoittavat sellaista liiketoimintaa, joka muistuttaa vaihtoehtorahastotoimintaa, jää lakiluonnoksen sekä perustelujen valossa epäselväksi. Tällaisia toimijoita ovat mm. asunto- tai infrasijoitustoimintaa harjoittavat, listaamattomat osakeyhtiöt. Hallituksen esityksen s. 6 mainitaan listaamattomat kiinteistösijoitusyhtiöt esimerkkinä toiminnasta, jossa sijoittajilla ei ole mahdollisuutta päivittäiseen harkintaan tai valvontaan siitä, mihin varoja sijoitetaan. Ongelma tässä kriteerissä on kuitenkin se, että suurimmassa osassa pääoma- ja kiinteistö pääomarahastoista tekevät sijoituspäätökset rahastojen hoitajat. Siten erottelu sen välillä, onko sijoittajilla mahdollisuutta harkintaan varojen sijoittamisesta, ei ole selventävä. Näistä syistä esityksessä tulisi yksiselitteisemmin todeta, että listaamattomat kiinteistö- ja infrasijoitusyhtiöt jäävät soveltamisalan ulkopuolelle, mikäli eivät muutoin täytä vaihtoehtorahastojen tunnusmerkkejä.

Lisäksi s. 6 perusteluissa todetaan, että pörssilistattu sijoitusyhtiö on lähtökohtaisesti vaihtoehtorahasto, mikäli niillä on varainhankintaa useilta sijoittajilta. Tämän ratkaisun mielekkyyks on kuitenkin kyseenalainen, sillä pörssilistatut yhtiöt ovat erittäin tarkan arvopaperimarkkinasääntelyn alaisia. Pörssiyhtiö raportoi sekä lain että Suomessa vahvistetun itsesääntelyn mukaisesti toiminnastaan eikä ole selvää, onko AIFMD:ssa joidenkin seikkojen osalta ristiriitaisia säännöksiä arvopaperilainsäädännön kanssa. Lisäksi mikäli pörssiyhtiöt tulevat AIFMD:n piiriin, joutuvat nämä raportoimaan sekä arvopaperilakien että AIFMD:n mukaisesti kansalliselle valvojalle ja ESMA:lle. Tällainen sääntely ei tuo valvojalle lisätietoa ja kuormittaa toimijaa huomattavasti, ja siksi tätä linjanvetoa tulisi harkita muutettavaksi. Lisäksi on tärkeä huomioida, että AIFMD sääntelee myös käytännön toiminnan järjestämistä, jota myös arvopaperialan itsesääntely sekä lainsäädäntö sääntelevät, jolloin samasta seikasta (esim. riskienhallinnan järjestäminen) saatetaan säätää toisistaan poikkeavasti kahdessa eri säännöstössä.

1 luku Yleiset säännökset (6 § Suhde muuhun lainsäädäntöön)

AIFM - lain 1 luvun 6 §:n mukaan kiinteistörahastolain (1173/1997) mukaisiin kiinteistörahastoihin tullaan soveltamaan myös AIFM - lakia (toimijoiden tulee rekisteröityä AIFM - lain alla). Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että yhtiön hallinnoinnin kannalta osakeyhtiömuotoista kiinteistörahastoa tullaan sääntelemään kiinteistörahastolaissa, osakeyhtiölaissa (XXX/2006) sekä AIFM - laissa. Tämä voi tarkoittaa lukuisten käytännön toimintojen kannalta sitä, että toimijan on tutkittava, mitä kukin laki määrää. Lisäksi mikäli toimija on eräiden asuntojen vuokraustoimintaa harjoittavien osakeyhtiöiden veronhuojennuksesta (299/2009) annetun lain alla toimiva taho, voi neljä lakia määrätä jostain yksittäistilanteesta. Siksi olisi hyvä arvioida, voidaanko kiinteistörahastolain mukaiset toimijat jättää AIFM - lain ulkopuolelle, tai velvoittaa nämä vain ilmoittamaan/rekisteröimään toimintansa kiinteistörahastolain mukaisina toimijoina Finanssivalvonnalle ("FIVA").

29.5.2013

IH

4 luku Toimilupa (2 § Toimilupapäätös)

Hallituksen esityksen s. 11 on perusteluissa linjattu toimiluvan hakijan kohdalta, että FIVA:n on selvitettävä hakijan tosiasialliset mahdollisuudet harjoittaa toimintaa, johon haetaan toimilupaa. Velvoite vaikuttaa kuitenkin suhteellisen raskaalta viranomaisen kannalta. Olisi hyvä harkita, tulisiko ennemmin FIVA:n todeta/selvittää hakijan esittäneen todennäköistä näyttöä siitä, että toimintaa voidaan harjoittaa aiotussa muodossa. Näin etenkin, kun vaihtoehtoisista rahastoista pääomarahastot voivat elinkaarensa aikana muotoutua huomattavasti laajemmiksi kuin toimintaa käynnistettäessä. Pääpaino tulisi ennemmin olla hakijan ilmoittaman sijoitusstrategian johdonmukaisuuden todentamisessa, sekä että hakijat ovat liiketoimintakelpoisia ym. seikkoja kuin tosiasiallisten mahdollisuuksien selvittämisessä.

6 luku Toimintaedellytykset (1 § Yleiset periaatteet)

AIFM - lain 6 luvun 1 §:n 1 momentin 6-kohdassa on asetettu vaihtoehtorahaston hoitajan velvollisuudeksi kohdella kaikkia sijoittajia tasapuolisesti. Hallituksen esityksen perusteluissa s. 16 - 17 on hyvää analyysiä sopimuskäytännöstä, jossa tavanomaisesti neuvotellaan sijoittajakohtaisia ehtoja rahastoon liittyttäessä (side letter - menettely). Perusteluissa on todettu, että rahaston perustamisdokumentaatioissa tulisikin ilmoittaa, mikäli menettelyä käytetään sekä miten ja milloin menettelystä tiedotetaan muille sijoittajille. Perusteluissa todetaan myös, että tasapuolisen kohtelun vaatimus tulee ymmärtää laajasti huomioiden em. sopimusmenettelyn.

Kuitenkin komission asetuksen art. 23 2 - kohdassa on määrätty, että ketään yksittäistä sijoittajaa ei saisi rahastossa suosia siten, että muut sijoittajat joutuvat materiaalisesti/taloudellisesti selvästi heikompaan asemaan (... *"preferential treatment accorded... to one or more investors shall not result in an overall material disadvantage to other investors"*). TELA kiinnittää alla laajemminkin huomiota komission asetuksen art. 23 sisältöön ja toteaa, että esityksen perusteluosiossa tulisi ottaa asetuksen 23 art. sisältöön kantaa. Asetus on sellaisenaan suoraan sovellettavaa oikeutta. Mikäli AIFM - laki velvoittaa kohtelevaan sijoittajia tasapuolisesti ja perustelutekstissä sallitaan side letter - menettely, jossa erilaisia ehtoja ja etuja voidaan sopia, kieltää taas asetus menettelyn, jossa esim. yhdelle sijoittajalle sallittaisiin selvästi alhaisempi hallinnointipalkkio. Kuitenkin alhaisemmat hallinnointipalkkiot ovat yksi etu, joita tavallisesti rahaston perustamisvaiheessa mukana tuleville sijoittajille myönnetään (*founding/seed limited partner*).

Yksi keino yllä mainitun seikan ratkaisuun voisi olla rahastohoitajan julkaisema hinnasto tai sopimusliite, jossa hallinnointipalkkio määräytyy sijoittajan sijoituksen suuruuden mukaan. Mikäli tällaista menettelyä säädetään alemman asteisessa sääntelyssä tai itsesääntelyssä, voisi se ratkaista osan ongelmista, joita käytännössä aiheutuu tasavertaisen kohtelun vaatimuksesta.

6 luku Toimintaedellytykset (7 § Itsesääntely)

AIFM - lain 6 luvun 7 §:ssä säädetty velvoite toimijoille kuulua alan toimijoita laajasti edustavaan toimielimeen on hyvä säännös ottaen huomioon, että itsesääntelyllä voidaan monesti koota alan eri toimijoiden intressit sekä vahvistaa alan läpinäkyvyyttä ja luotettavuutta. Itsesääntely voi yleisemminkin olla hyvä vaihtoehto sääntelyn laajentuessa ja kumuloituessa rahoitus- ja sijoitusallalla, ja itsesääntelyä tulisi harkita useammille alueille. Viranomaisresursseja voidaan myös kohdentaa itsesääntelyn arviointiin ja keventää muuta hallinnollista taakkaa; tämä voi olla hyödyllistä myös, kun yhä enenevä määrä sääntelyä kohdistaa resurssipaineita viranomaiselle.

29.5.2013

IH

8 luku Riskienhallinta (3 § Riskienhallintatoimenpiteet)

8 luvun 3 § 1 momentissa säädetty, vaihtoehtorahaston hoitajan velvoite toteuttaa riittävä ja säännöllisesti päivitetty due diligence - prosessi sijoittaessaan rahaston varoja on suhteellisen raskas velvoite. Due diligence-prosessin säätäminen lain tasolle on ongelmallinen myös sikäli, että kyse on itse liiketoimintaan vahvasti nivoutuvasta osasta sijoitusprosessia. Lisäksi komission asetuksen art. 18 - 20 sääntelevät due diligence - prosessia erilaisten omaisuusluokkien suhteen. Siksi olisi syytä harkita, tulisiko 3 § 1 momentissa suoraan viitata komission asetuksen mainittuihin artikloihin säätämättä seikkaperäisemmin asiasta erikseen laissa.

8 luku Riskienhallinta (4 § Vivutusriskin hallinta)

AIFM - lain 8 luvun 4 §:n säännökset vivutusriskin määrittämisestä kullekin hoitajan rahastolle 17 luvun (Eriyiset rahastotyypit) säännösten mukaisesti olisi tarkoituksenmukaisempi kirjoittaa siten, että toimijan tulisi kuvata kunkin rahaston vivutustaso sekä vivun käyttö yleisellä tasolla sekä myös kuvata mahdolliset vivun hallintaan liittyvät toimet, joita rahasto säännöllisesti aikoo suorittaa. Pelkkä velkavivun taso sellaisenaan ei anna oikeaa kuvaa siitä, miten hyvin ko. velkamäärä on hallinnassa. Korkea velkavipu ei välttämättä ole niin suuri riski, mikäli se on hyvin hallinnassa esim. takausjärjestelyjen sekä tilipanttausten kautta.

8 luku Riskienhallinta (HE perusteluteksti)

Hallituksen esityksen s. 25 lueteltu rahastotyyppien jaottelu on hyvä jaottelu ajatellen mahdollisia toimialajakoja toimilupaa haettaessa sekä muissa viranomaismenettelyissä (hedge, pääomasijoitus, kiinteistö, rahasto-osuus, hyödyke, osake, infrastruktuuri ja kiinteä tuotto).

10 luku Toiminnan ulkoistaminen (HE perusteluteksti)

Hallituksen esityksessä s. 30 on todettu yleisperiaatteena toimintojen ulkoistamiseen liittyen, että vaihtoehtorahaston hoitaja on ulkoistamistapauksissa edelleen vastuussa siirrettyjen toimintojen asianmukaisesta suorittamisesta sekä lain ja direktiivin noudattamisesta. Vastuun säilyminen on sijoittajansuojan mukaista ja tarkoituksenmukaista etenkin rahastoissa, joihin ei-ammattimaiset sijoittajat sijoittavat. Alan toimijoiden kannalta ulkoistamisvastuun laaja säilyminen yhdistettynä 22 luvun vahingonkorvaussäännöksiin tuo kuitenkin lisäkuormitusta vaihtoehtoisten rahastojen hoitajille ja voi nostaa alalle tulokynnystä.

12 luku Osuuksien tarjoaminen (2 § Hyvä arvopaperimarkkinatapa)

AIFM - lain 12 luvun 2 §:ssä säädetään hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisesta vaihtoehtoisten rahastojen markkinoinnissa. Perusteluteksti linjaa selkeästi markkinoiden yhtenäisyyden ja käytäntöjen tarpeen ja on hyvä ajatus, että toimialajärjestöt voivat edelleen muodostaa omia kannanottojaan ja ohjeitaan. 2 § 2 momentin säännös siitä, että sijoittajankin ottaessa yhteyttä on noudatettava hyvää arvopaperimarkkinatapaa, ei ammattimaisten sijoittajien kohdalla ole välttämätön ottaen huomioon etenkin institutionaalisten, ammattimaisten sijoittajien resurssien laajuuden ja osaamisen tason. Ammattimaisten sijoittajien kohdalla markkinoinniksi tulisi laskea ainoastaan yksilöidyn ja kirjallisen osuuksien merkintädokumentin toimittaminen, eikä muuta tiedonvälitystä tai muun sijoitusdokumentaation toimittamista taikka yhteydenottoja, tapaamisia ja muita keskusteluja. Ammattimaisilla sijoittajilla ei ole vastaavaa suojantarvetta kuin vähittäissijoittajilla, ja lisäksi markkinointisäännökset vaikeuttavat sijoitustoimintaa.

29.5.2013

IH

On tavanomaista, että institutionaaliset sijoittajat käyvät pitkällisiä keskusteluja rahastohoitajan kanssa tämän rahastosta sekä sen soveltuvuudesta sijoituskohteeksi. Keskustelujen osana hoitajat toimittavat materiaalia rahaston tai muun sijoitustuotteen taloudellisesta tilasta, sijoitusstrategiasta, tulevista sijoituskohteista, sopimus- ja yhtiörakenteista sekä verorakenteista. Lisäksi materiaalia tarjotaan tavanomaisesti ns. *data room* - muodossa, joka tarkoittaa joko sähköistä tai fyysistä tilaa, jossa materiaali on sijoittajan tutustuttavana. Tämä *due diligence*-prosessi on kriittisen tärkeä ajatellen sijoittajan huolellista sijoituspäätöstä. Siksi olisi tärkeää, että markkinointi ammattimaisten sijoittajien kohdalla olisi rajattu vain nimenomaisen, yksilöidyn ja kirjallisen osuuskien merkintädokumentin toimittamiseen (*subscription agreement* tms. merkintäsopimus).

Edelleen on tärkeä huomioida, että arvopaperimarkkinain hyvä arvopaperimarkkinatapa on suunniteltu pörssiosakkeita varten. Pörssiosakkeiden ja pääoma-, kiinteistö- ja hedge- ja infrarahastojen välillä on omaisuusluokkana merkittäviä eroavaisuuksia. Pörssiosakkeita kaupataan jatkuvasti, kun taas vaihtoehtorahastosijoitukset tehdään 5 - 15, jopa 20 vuodeksi. Instrumenttien likviditeetissä on fundamentaalinen ero, etenkin kun huomioidaan että vaihtoehtorahasto-osuuskien jälkimarkkinat/*secondary markets* ovat hyvin vähäiset. Siksi näin erilaisiin omaisuusluokkiin ei tulisi soveltaa samoja kriteereitä.

Perusteluissa olisi selvyuden vuoksi hyvä mainita lähde, jossa kuvataan kokonaisuudessaan hyvä arvopaperimarkkinatapa ajatellen tilanteita, joissa ulkomainen toimija etsii kriteeristöä. Mikäli FIVA:n standardi 2.2 toimii tällaisena lähteenä ja voidaan kulloinkin toimittaa ulkomaiselle toimijalle kattavaksi lähteeksi, olisi tämä hyvä vielä erikseen todeta hallituksen esityksen perustelutekstissä.

14 luku Lupa toimia säilytysyhteisönä (3 § Eriytynen säilytysyhteisö)

AIFM - lain 14 luvun 3 §:n säännökset erityisestä säilytysyhteisöstä, jona voi toimia arvopaperikeskus, ovat tarkoituksenmukaisia ja hyvä säännös, koska on paljon vaihtoehtorahastoja, jotka eivät hallinnoi merkittäviä määriä likvidejä varoja (suljetut kiinteistö- ja pääomarahastot). Näille rahastoille olisi tarpeeton velvoite tehdä säilytys sopimus likvidien käteisvarojen hallinnoinnista, koska suljetut rahastot kutsuvat pääomia erikseen.

17 luku Vivutetut vaihtoehtorahastot (1 § Vivutuksen rajat, 2 § Vivutuksen enimmäistason vahvistaminen ja 3 § Tiedonantovelvollisuus merkittävässä määrin vivutusta käytettäessä)

AIFM - lain 17 luvun 1 - 3 §:issä on säännelty vivutukseen liittyviä kysymyksiä. 1 §:n mukaan hoitajan on vahvistettava kullekin rahastolle vivutuksen käytön kohtuulliset rajat. Komission asetuksen art. 111 mukaan vivutus on huomattavalla tasolla (substantial), kun vivun määrä on kolminkertainen suhteessa varojen nettoarvoon. Mikäli vivutuksen raja kuitenkin ilmaistaan vain suurena, jättää asetus huomioimatta sen, että vivun kerrointa merkittävämpi tekijä on velkavivun hallittavuus. Vaikka velkavivun suhde olisi 90/10 eli 90 % velkaa ja 10 % omaa pääomaa, voi tilanne olla hallittavissa, mikäli velan vakuudeksi annetut pantit ovat riittävät vakuudet tai takausjärjestelyt kattavat vastuun. Siksi kerrointa parempi mitta olisi velan hallittavuus.

Lisäksi koska FIVA:lle on AIFM - lain 21 luvun 2 §:ssä säädetty valtuus rajoittaa ilmoituksellaan vivutusta, olisi tärkeää että viranomaisen velvoitetaan arviossaan kiinnittämään huomiota velan määrän ja nettoarvokertoimen lisäksi velan ja rahaston muihin piirteisiin sekä muodostamaan arvio rahaston kyvystä hallita korkeinkin velka-astetta.

20 luku Kolmannet maat (2 § Oikeus markkinoida kolmanteen maahan sijoittautunutta vaihtoehtorahastoa)

29.5.2013

IH

AIFM - lain 20 luvun 2 §:ssä on asetettu kolmannessa maassa sijaitsevalle vaihtoehtorahaston hoitajalle velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa, kuten lain 12 luvussa. Kuitenkin etenkin kolmansien maiden toimijoiden kannalta olisi tärkeää, että perusteluissa erikseen avattaisiin lähde, josta toimijat voivat todeta Suomen markkinoilla noudatettavan hyvän arvopaperimarkkinatavan kriteeristön. Em. FIVA:n standardi 2.2 "Marketing of financial instruments and services" voisi toimia lähteenä, josta toimijat voivat hakea ohjenuoraa.

20 luku Kolmannet maat (2 § Oikeus markkinoida kolmanteen maahan sijoittautunutta vaihtoehtorahastoa, 3 § Kolmannesta maasta markkinointi ja 4 § Säilytysyhteisö)

AIFM - lain 20 luvun 2 §, 3 § ja 4 §:n säännöksissä edellytetään, että vaihtoehtorahaston sijoittautumismaana olevan kolmannen maan ja Suomen välillä on sopimus, joka vastaa OECD:n malliverosopimuksen 26 art. vaatimuksia tehokkaasta tietojenvaihdosta veroasioissa. Vaatimus on kirjattu myös direktiivin tekstiin samassa muodossa. Vaatimus voi kuitenkin muodostua ongelmalliseksi joidenkin vaihtoehtorahastojen hoitajien kannalta, sillä Suomi ei ole tehnyt kaikkien valtioiden kanssa tietojenvaihtoa koskevaa virka-apusopimusta tai varsinaista verosopimusta. Suomi on solminut n. 70 verosopimusta sekä joukon tietojenvaihtoa koskevia virka-apusopimuksia, mutta sopimusten solmimiset voivat kestää pitkään ja vaatia monipuolista harkintaa eri maiden lainsäädännön suhteen.

Toisaalta on tärkeää varmistaa, että verotus voidaan kaikissa olosuhteissa toteuttaa oikeasuhtaisesti. Koska kuitenkin toimijoiden on käytännössä mahdotonta vaikuttaa itse siihen, onko verosopimuksia olemassa ja millä aikavälillä näitä solmitaan, on vaatimus toimijoiden kannalta vaikea ja voimakkaan ohjaava; valtaosa rahastoista todennäköisesti siirretään maihin, joilla on verosopimus tai virka-apusopimus tietojenvaihdosta mahdollisimman monen EU-maan kanssa.

20 luku Kolmannet maat (5 § Rajat ylittävä sijoittaminen vaihtoehtorahastoon)

AIFM - lain 20 luvun 5 § säännös siitä, että luvun säännökset eivät vaikuta sijoittajien oikeuteen sijoittaa valitsemiinsa kotimaisiin tai ulkomaisiin vaihtoehtorahastoihin, on erittäin kiitettävä ja tarkoituksenmukainen säännös ottaen huomioon eläkelaitosten sijoitustoiminnan jatkuvuuden sekä eläkevarojen tuotoille asetettujen tuottotavoitteiden saavuttamisen. Eläkevarojen tuotoilla rahoitetaan sosiaalista, ansioperusteista eläketurvaa suomalaisille eläkkeensaajille. Vaihtoehtorahastoista pääomarahastot ovat olleet 10 - 15 vuoden tarkastelussa yksi korkeinta tuottoa tuottava sijoitusluokka ja sijoitukset ovat pitkäaikaisia.

Sekä Euroopan komissio että OECD ovat julkaisseet keväällä 2013 ohjelmaehdotukset pitkäaikaisen sijoittamisen tukemiseksi ja edistämiseksi. Kuten edellä on todettu, ovat pääoma-, kiinteistö- ja infrarahastot pitkäaikaisia, 5 - 15 vuoden sijoituksia ja soveltuvat hyvin myös rahastoitujen eläkevarojen hajauttamiseen, sillä monet vaihtoehtorahastojen hoitajat toimivat Pohjois-Amerikassa ja Aasiassa. Lisäksi koska ammattimaiset, institutionaaliset sijoittajat omaavat huomattavat sijoitusresurssit sekä osaamisen, ei sijoitustoiminnan rajoittaminen ole samassa mielessä tarkoituksenmukaista kuin esim. vähittäissijoittajien kohdalla.

21 luku Finanssivalvontaa koskevat säännökset (2 § Ilmoitus rajoituksesta vivutukselle)

Hallituksen esityksen perusteluissa on s. 59 - 60 käyty läpi ESMA:n koordinointi- ja välitystehtävää vivutusrajoitusten suhteen. Vivutusrajoituksen asettaminen on 2 §:n säännöksen mukaan mahdollista kansalliselle valvojalle eli FIVA:lle. ESMA:n rooli voi kuitenkin muodostaa riskin sille, että jäsenmaiden hyvin erilaisia markkinoita ja markkinatoimijoita arvioidaan liian yleisillä kriteereillä. Mikäli esim.

29.5.2013

IH

verrataan Iso-Britannian tai Ruotsin markkinoita Suomeen, ovat erot merkittävät. Lisäksi vivutusrajoituksen tekeminen on merkittävä toimenpide ajatellen vaihtoehtorahastojen hoitajien liiketoimintaa.

Hallituksen esityksen perusteluosiossa olisikin tarkoituksenmukaista velvoittaa viranomaisen tekemään arvio siitä, onko vaihtoehtorahastolla keinoja hallita vaihtoehtorahaston vivutusta mm. takauksilla tai muilla keinoilla, ennen kuin viranomaisen ryhtyy ilmoitusmenettelyyn. Mikäli mahdollista, niin tällainen velvoite tulisi kirjata lain tasolle. Lisäksi vivutuksen kestoaikaa tulisi myös arvioida, eli onko kyse väliaikaisesta vai pidempiaikaisesta vipuasteesta.

21 luku Finanssivalvontaa koskevat säännökset (8 § Säilytysyhteisöltä saatavat tiedot)

AIFM - lain 21 luvun 8 §:n mukaan FIVA:lla olisi jatkuva velvoite arvioida säilytysyhteisön tehtävän suorittamisessaan saamia tietoja sekä tarvittaessa pyydettävä nämä käyttöönsä. Voisi kuitenkin olla tarkoituksenmukaisempaa, mikäli tällainen arviointivelvoite olisi vain säännöllisin väliajoin, esim. puolivuositain tai vuosittain. Toimijoille voi olla vaikea ennakoita toimitettavien tietojen sisältöä, mikäli viranomaisen voi milloin tahansa pyytää tarpeellisiksi arvioimiaan tietoja. Tietojen toimittaminen voi nimittäin joissain tilanteissa kuormittaa toimijaa huomattavasti, koska taloudellisia tietoja joudutaan tavallisesti käsittelemään koneellisesti, ennen kuin niitä voidaan toimittaa eteenpäin.

22 luku Seuraamukset ja muutoksenhaku (1 § Rikemaksu, 2 § Seuraamusmaksu ja 5 § Vaihtoehtorahastorikos)

Hallituksen esityksen perusteluissa käsitellään s. 68 - 72 seuraamuksia liittyen AIFM - lain säännösten noudattamatta jättämiseen. Laissa säädetty, erityinen vaihtoehtorahastorikos tuntuu ankaralta, kun luonnoslaissa on säädetty sekä rike- että seuraamusmaksumenettelyt. Lisäksi 22 luvun 8 §:ssä on säädetty laajahko vahingonkorvausvastuu. Rikosnimikkeen sijasta voisikin olla tarkoituksenmukaista harkita laajempaa tai porrastettua seuraamusmaksua rikkeen mukaan, koska rikokset joita voidaan suorittaa rahastojen hoitamisessa ovat useimmiten talous- tai petosrikoksia ja nämä on jo kriminalisoitu rikoslaissa.

Komission asetus C(2012) 8370/19.12.2012

Artikla 4 Occasional breach

Artiklan 4 velvoite seurata vaihtoehtorahaston raja-arvojen ylittymistä olisi järkevintä säätää esim. puolivuositaisena tai vuosittaisena velvoitteena. Jatkuvan seurannan velvoite vaatii selvästi enemmän resursseja sekä hoitajilta että viranomaisilta.

Artikla 6 General provisions on the calculation of leverage

Artiklassa 6 on säädetty velkavivun laskennan yleiset periaatteet. On hyvä, että vaihtoehtorahaston mahdollisesti omistamien, ei-listattujen yritysten velkaa ei lasketa osaksi rahaston velkapositiota. Saman tyyppisiä seikkoja tulisi huomioida myös AIFM - laissa viranomaiselle annettun vivutusrajoituksen kohdalla; onko velka rahaston vai sijoitusten tasolla sekä onko muita keinoja velan hallintaan.

Artikla 12 Professional liability risks

29.5.2013

IH

Artiklassa 12 on säädetty, että vaihtoehtorahastojen hallinnointiin liittyvät ammatilliset vastuuriskit on pyrittävä hallitsemaan joko ammatillisella vastuuvakuutuksella tai omilla lisävaroilla. Velvoitteet ovat sinällään ymmärrettäviä, mutta voivat tuoda lisäkuluja joillekin rahastoille, sillä vakuutusyhtiöt tulevat todennäköisesti hinnoittelemaan pakollisen vastuuvakuutuksen suhteellisen kalliiksi, etenkin kun kyse on sijoitus- ja rahoitusalan toimijoista jotka hallinnoivat rahavaroja.

Artikla 23 Fair treatment of investors in the AIF

Artiklan 23 kohdan 2. säännös siitä, että yhdelle vaihtoehtorahaston sijoittajalle myönnetty etu ei saa asettaa muita sijoittajia taloudellisesti selvästi tai yleisesti (*overall*) heikompaan asemaan, on saman sisältöinen kuin AIFM - lain 6 luvun 1 §:n vaatimus kohdella sijoittajia yhdenvertaisesti.

Asetuksen määräys on kuitenkin sikäli ongelmallinen, että vaikka hallituksen esityksen perusteluissa on järkevällä tavalla huomioitu yksilölliset sopimusmenettelyt ammattimaisten sijoittajien kohdalla, on epäselvää, salliiko komission asetuksen 23 art. näitä. On tavanomaista, että esim. hallinnointipalkkioista sekä jopa voitonjaosta voidaan sopia sijoittajakohtaisesti, mutta mikäli artiklaa tulkitaan sellaisenaan, ei taloudellisten etujen välillä saisi olla selviä eroja.

Artikla 111 Use of leverage on a substantial basis

Artiklan 111 mukaan vaihtoehtorahaston vivutus on huomattavalla (*substantial*) tasolla, mikäli velkavivun määrä on yli kolminkertainen suhteessa vaihtoehtorahaston varojen nettoarvoon. Mikäli velkataso ylittyy, on vaihtoehtorahaston hoitajan raportoitava ko. seikka art. 110 (Reporting to competent authorities) säännösten mukaisesti muiden seikkojen ohella. Raportointisäännökset ovat tiukakkoja ja tulevat todennäköisesti nostamaan toimintakuluja etenkin sellaisilla toimijoilla, joiden hallinnoivat varat koostuvat useista eri instrumenteista, joiden tietoja seurataan ja kerätään eri sovelluksista.

Annex I Methods of increasing the exposure of an AIF

Liitteessä I on kuvattu piirteet, jotka lisäävät vaihtoehtorahaston velkavivun määrää. Olisi kuitenkin tarkoituksenmukaista, että liitteessä olisi kuvattu myös piirteet ja menettelyt, jotka vähentävät velkavivun määrää tai lisäävät sen hallittavuutta. Koska näitä ei ole huomioitu liitteessä, olisi suositeltavaa, että näitä piirteitä voitaisiin kirjata esim. AIFM - lain perusteluihin tai kansallisen valvojan erilliseen ohjeistukseen/standardiin.

TYÖELÄKEVAKUUTTAJAT TELA RY


SUVI-ANNE SIIMES
TOIMITUSJOHTAJA