

# ERIKOISSIJOITUSRAHASTON SIJOITUSTOIMINTA

- sijoitusrahastolain 12 luvun ilmeneminen erikoissijoitusrahastojen säännöissä

Helsingin Yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

OTM-tutkielma

Ohjaajat: Heikki Toiviainen ja

Petra Sund-Norrgård

Laatija: Stefan Bäckström

Kesäkuu 2013

Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty Oikeustieteellinen tiedekunta		Laitos/Institution– Department	
Tekijä/Författare – Author <b>Stefan Bäckström</b>			
Työn nimi / Arbetets titel – Title <b>Erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminta - sijoitusrahastolain 12 luvun ilmeneminen erikoissijoitusrahastojen säännöissä</b>			
Oppiaine /Läroämne – Subject <b>Kauppaoikeus</b>			
Työn laji/Arbetets art – Level <b>OTM-tutkielma</b>	Aika/Datum – Month and year <b>Kesäkuu 2013</b>	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages <b>XXVIII + 79 + vii</b>	
Tiivistelmä/Referat – Abstract <p>Tutkimuksessa tarkastellaan suomalaista sijoitusrahastotoimintaa etenkin erikoissijoitusrahastojen osalta. Tutkimuksen pohjana käytetään suomalaisten erikoissijoitusrahastojen sääntöjä, joiden avulla pyritään havainnollistamaan erikoissijoitusrahastojen toimintaa ja selvittämään kuinka se poikkeaa tavallisten sijoitusrahastodirektiivin mukaisista sijoitusrahastoista.</p> <p>Suomalaisten sijoitusrahastojen sijoitustoiminta perustuu sijoitusrahastolakiin ja etenkin sen 11 lukuun. Erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa säännellään 12 luvussa, jonka mukaan erikoissijoitusrahasto voi säännöissään poiketa lain 11 luvun asettamista vaatimuksista ja rajoituksista sijoitustoiminnalle. Myös erikoissijoitusrahastojen sääntöjen mukaisen sijoitustoiminnan tulee perustua sijoitusrahastolaissa ja laissa Finanssivalvonnasta ilmaistuihin periaatteisiin niin, että erikoissijoitusrahaston toiminta ei ole esimerkiksi omiaan vaarantamaan rahoitusmarkkinoiden vakautta tai yleistä luottamusta rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Sijoitus- ja erikoissijoitusrahastojen säännöille asetetut vaatimukset myös poikkeavat toisistaan hieman. Sijoitusrahastojen säännöille asetetaan selkeysvaatimus kun taas erikoissijoitusrahastojen säännöille ei tällaista vaatimusta ole sijoitusrahastolaissa asetettu.</p> <p>Erikoissijoitusrahaston sääntöjen ja sitä kautta sen sijoitustoiminnan lainmukaisuus riippuu siitä, hyväksyykö Finanssivalvonta ehdotetun erikoissijoitusrahaston säännöt vai ei. Ohjenuoranaan Finanssivalvonnalla on käytössään mm. sijoitusrahastolaista ilmenevät yleiset periaatteet. Finanssivalvonnan tulkintalinjaa voidaan selvittää siten, että tarkastellaan suomalaisten erikoissijoitusrahastojen sääntöjä ja katsotaan minkälaisia poikkeuksia sijoitusrahastolain 11 luvusta Finanssivalvonta on sallinut erikoissijoitusrahastoille.</p> <p>Suomessa on rekisteröity noin 135 erikoissijoitusrahastoa, joista jokaisen säännöissä on omat erityispiirteensä. Lähes kaikki erikoissijoitusrahastot poikkeavat sääntöjensä mukaan sijoitusrahastodirektiivin ja sijoitusrahastolain 11 luvun hajauttamisvaatimuksista. Iso osa suomalaisista erikoissijoitusrahastoista sijoittaa hyödykkeisiin ja hyödykkeisiin oikeuttaviin arvopapereihin, jotka eivät ole sellaisenaan sallittuja eurooppalaisille sijoitusrahastodirektiivin mukaisille rahastoille.</p> <p>Erikoissijoitusrahastojen säännöt sijoitustoiminnan kuvaajana ovat lähes poikkeuksetta hyvin yleisellä tasolla selitettynä. Erikoissijoitusrahastot poikkeavat sääntöjensä mukaan mm. sijoitusrahastodirektiivin hajauttamisvaatimuksista, mutta hajauttamisvaatimuksista poikkeamista ei ole useinkaan selitetty kovin yksityiskohtaisesti.</p> <p>Tutkimuksessa seurataan Suomen lainsäädäntöä 31. toukokuuta 2013 säädöskokoelmaan 380/2013 asti.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords rahastot; sijoitusrahastot; sijoitustoiminta; rahastoyhtiöt			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited Helsingin yliopiston keskustakampuksen kirjasto -oikeustiede			

Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information

Lähteet .....	V
Kirjallisuus ja artikkelit.....	V
Virallislähteet .....	XI
Oikeuskäytäntö ja päätökset.....	XV
Muut .....	XV
Lyhenteet .....	XXIII
1. Johdanto .....	- 1 -
1.1 Tutkimuksen tausta .....	- 1 -
1.2 Tutkimuskysymys .....	- 2 -
1.3 Tutkimusmenetelmä.....	- 6 -
1.4 Tutkimusmateriaali .....	- 8 -
1.5 Tutkimuksen rakenne.....	- 11 -
2. Sijoitustoimintaa ohjaava sääntely .....	- 13 -
2.1 Yleistä sijoitusrahastojen rakenteesta .....	- 13 -
2.2 Sijoitusrahastojen säännöt.....	- 18 -
2.2.1 Sijoitus- ja erikoissijoitusrahastojen sääntöjen rakenne ja vahvistaminen....	- 19 -
2.2.2 Erityiset vaatimukset erikoissijoitusrahaston säännöille.....	- 23 -
2.3 Erikoissijoitusrahastojen sääntöjen lainmukaisuus ja suhde Finanssivalvonnan toimintaan.....	- 27 -
3. Sijoitustoiminta sääntöjen mukaisena toimintana.....	- 32 -
3.1 Yleistä sijoitustoiminnasta.....	- 32 -
3.2 Sijoitusrahastodirektiivin ja SRL 11 luvun asettamat vaatimukset sijoitustoiminnalle .....	- 34 -
3.3 SRL 12 luvun vaatimukset sijoitustoiminnalle.....	- 47 -

4. Erikoissijoitusrahastojen tosiasiallinen sijoitustoiminta .....	- 53 -
4.1 Sijoitustoiminnan kuvaaminen .....	- 54 -
4.2 Toisiin rahastoihin sijoittaminen .....	- 61 -
4.3 Hyödykekaupankäynti .....	- 67 -
5. Lopuksi.....	- 75 -
Liite 1: luettelo tutkimuksessa käytetyistä erikoissijoitusrahastojen säännöistä ja käytettyjen sääntöjen ilmoitetuista vahvistamispäivämääristä.....	i

## Lähteet

### Kirjallisuus ja artikkelit

- Aarnio 1997  
Aarnio, Aulis. Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta. Teoksessa: Minun metodini. Häyhä, Juha. (toim.) Werner Söderström Lakitieto Oy. Porvoo 1997. s. 35-56
- Boivin  
Boivin, George - Segregated Portfolios Companies – The SPhinX Lesson. Ei julkaisutietoja.  
[http://www.caymanhedgefundworld.com/html/article\\_SegregatedPortfolios%20.html](http://www.caymanhedgefundworld.com/html/article_SegregatedPortfolios%20.html)
- Carty 2012  
Carty, Stephen. – Are Alternative Investment Strategies Within the Spirit of UCITS? The Hedge Fund Law Report. Vol. 5, No. 23. June 8, 2012. s.1-5
- Hahto 2008  
Hahto, Vilja. Tuottamus vahingonkorvausoikeudessa. WSOYpro. Helsinki 2008.

- Harju – Syyrilä 2001 Harju, Ilkka - Syyrilä, Jarkko. Sijoitusrahastolainsäädäntö. WSOY Lakitieto. Helsinki 2001.
- Harrington 1987 Harrington, Diana R. Modern Portfolio Theory, The Capital Asset Pricing Model, And Arbitrage Pricing Theory. A User's Guide. Second Edition. Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, New Jersey 1987.
- Hemmo 1994 Hemmo, Mika. Vahingonkorvauksen määräytymisestä sopimussuhteissa. Siviilioikeuden tutkimus. Suomalainen lakimiesyhdistys. Helsinki 1994.
- Hidén DL 2010 Hidén, Paulus. Epäsuoran epälikvidin sijoitustoiminnan sääntelystä. Defensor Legis N:o 4/2010. s. 431-442.
- Hidén – Tähtinen 2005 Hidén, Paulus - Tähtinen, Jyrki. Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta. Talentum. Helsinki 2005.

- Hirvonen 2011  
Hirvonen, Ari. Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki 2011.  
[http://www.helsinki.fi/oikeustiede/tutkimus\\_ja\\_julkaisu/julkaisu/yleinen\\_oikeustiede/hirvonen\\_mitka\\_metodit.pdf](http://www.helsinki.fi/oikeustiede/tutkimus_ja_julkaisu/julkaisu/yleinen_oikeustiede/hirvonen_mitka_metodit.pdf)
- Huttunen 1996  
Huttunen, Allan. Vastuun samaistuksesta konsernissa, osakeyhtiössä ja erityisesti vakuutusosakeyhtiöiden konsernissa. Teoksessa: Vastuun samaistuksesta ja muita kirjoituksia. Saarilehto, Ari. (toim.) Unipaps. Turku 1996. s. 5-76
- Jones 2012  
Jones, Andrew. Segregated Portfolio Companies (SPCs) – What and Why? Woodfield Wire 2012.  
<http://www.woodfieldllc.com/images/June%202012%20Segregated%20Portfolio%20Companies%20%28SPCs%29%20-%20What%20and%20Why%20-%20Reprint.pdf>
- Karjalainen – Laurila - Parkkonen 2005  
Karjalainen, Jarkko – Parkkonen Jarmo. Arvopaperimarkkinalaki. Talentum. Helsinki 2005.



- Lauriala 2008 Lauriala, Jari. Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet. WSOYpro. Helsinki 2008.
- Laven Partners 2011 Laven Partners. The Definitive Guide to UCITS IV Funds - Helping you set up and run UCITS IV Funds.
- Nagy 1998 Nagy, Donna M. Judicial Reliance On Regulatory Interpretations In Sec No-Action Letters: Current Problems And A Proposed Framework. CORNELL LAW REVIEW Vol. [83:921, 1998] s. 923-1013
- Nikkinen – Rothovius - Sahlström 2002 Nikkinen, Jussi - Rothovius, Timo – Sahlström, Petri. Arvopaperisijoittaminen. WSOY. Vantaa 2002.
- Norros 2009 Norros, Olli. Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYpro. Helsinki 2009.

- Paul – Wahlberg 2008 Paul, James – Wahlberg, Katarina. A New Era of World Hunger? - The Global Food Crisis Analyzed. CIGI Core Library. FES Briefing Paper July 2008. Global Policy Forum.
- Puttonen – Kivisaari 1997 Puttonen, Vesa – Kivisaari, Tero. Sijoittaminen ja sijoitusrahastot Suomessa. KY-Palvelu Oy. Helsinki 1997.
- Puttonen – Repo 2011 Puttonen, Vesa – Repo, Eljas. Miten sijoitan rahastoihin. 5. painos. WSOYpro. Helsinki 2011.
- Pylkkönen 2002 Pylkkönen, Petri. Riskirahastot. Suomen Pankin Keskustelualoitteita. Suomen Pankin monistuskeskus. Helsinki 2002.
- Syrjänen 2001 Syrjänen, Jani. Arvopaperimarkkinain mukaisen vahingonkorvausvastuun tuottamusedellytys ja due diligence. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti ja Saarnilehto Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden julkaisusarja A:103. Turku 2001. s. 93-114

Syyrilä DL 2002

Syyrilä, Jarkko. Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. Defensor Legis N:o 2/2002, s. 259-270.

Turtiainen 2004

Turtiainen, Matti. Markkinakuri sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy. Helsinki 2004.

Vandamme 1988

Towards an European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities. Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985.

Zweigert – Kötz 1987

Zweigert, Konrad ja Kötz, Hein. Introduction to Comparative Law. Second Revised Edition. Translated from the German by Tony Weir. Oxford University Press. New York 1994.

## Virallislähteet

2007/16/EY

Komission direktiivi 2007/16/EY, annettu 19 päivänä maaliskuuta 2007, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun neuvoston direktiivin 85/611/ETY täytäntöönpanosta tiettyjen määritelmien selventämiseksi.

AIFM-direktiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta.

2010/43/EU

Komission direktiivi N:o 2010/43/EU annettu 1. päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta organisaatiovaatimusten, eturistiriitojen, liiketoiminnan harjoittamisen, riskienhallinnan sekä säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön välisen sopimuksen sisällöstä.

EU 236/2012	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 236/2012 annettu 14. päivänä maaliskuuta 2012, lyhyeksimyynnistä ja tietyistä luottoriskinvaihtosopimuksiin liittyvistä kysymyksistä
EU MEMO/12/508	Komission asiakirja. MEMO 12/508. Short Selling: Technical Standards – Frequently asked questions. Bryssel 29. kesäkuuta 2012.
HE 238/86	Hallituksen esitys eduskunnalle Sijoitusrahastolaiksi sekä laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
HE 309/92	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
HE 202/98	Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 102/2006	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamisesta.
HE 66/2008	Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi
HE 113/2011	Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoitusrahastolain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi
SEC 2001	Securities Exchange Commission. Final Rule: Investment Company Names. Release No. IC-24828. Effective Date: March 31, 2001.
SEC 2012	Securities Exchange Commission. Division of Investment Management. Dodd-Frank Act Changes to Investment Adviser Registration Requirements. <a href="http://www.sec.gov/divisions/investment/imissues/df-iaregistration.pdf">http://www.sec.gov/divisions/investment/imissues/df-iaregistration.pdf</a>

TaVM 35/98

Talousvaliokunnan mietintö 35/98

UCITS-direktiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (uudelleen laadittu toisinto)

UCITS V -ehdotus

Proposal for a directive of the European Parliament and of the council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions Strasbourg, 3.7.2012 COM(2012) 350 final 2012/0168 (COD)

UCITS VI -konsultaatio

Consultation Document. Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments. European Commission. Brussels 26 July 2012.

## Oikeuskäytäntö ja päätökset

ISDA vs. CFTC  
United States District Court for The District of Columbia.  
International Swaps and Derivatives Association, et al. v.  
United States Commodity Futures Trading Commission.  
Civil Action No. 11-Cv-2146 (Rlw). September 28, 2012.

KKO 2011:5  
Vakuutus sopimus – Vakuutuksenantajan  
tiedonantovelvollisuus – Sijoitussidonnainen  
säästöhenkivakuutus. (tutkimuksessa sivulla 9)

## Muut

AIMA 2012  
Alternative Investment Management Association. AIMA  
Position Paper – UCITS V. September 2012.

APL 128/03  
Arvopaperilautakunnan ratkaisusuositus (APL 128/03)  
Kaupankäynti – Sijoituspolitiikka –  
Vahingonkorvausvaatimus. 22.3.2004



CESR/10-788	CESR's Guidelines on Risk Measurement and the Calculation of Global Exposure and Counterparty Risk for UCITS. Committee of European Securities Regulation. 28 July 2010.
CESR/10-1321	CESR's template for the Key Investor Information Document. Committee of European Securities Regulation. 20 December 2010
CME Rulebook	Chicago Mercantile Exchange. Rulebook. <a href="http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/">http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/</a>
Dillon Eustace 2010	Dillon Eustace. Ucits Alternatives. Ireland. 2010.
Ernst & Young July 2012	Ernst & Young. Financial Services Alert. New guidelines from ESMA: significant impacts for many UCITS July 2012

Ernst & Young September 2012	Ernst & Young. Investment Funds in Luxembourg, A technical guide – September 2012.
ESMA/2012/197	Ohjeet toimivaltaisille viranomaisille ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöitä varten. Ohjeet riskinarvioinnista ja tietyn tyyppisten strukturoitujen yhteissijoitusyritysten kokonaisriskin laskennasta. European Securities and Markets Authority. 23. maaliskuuta 2012.
ESMA/2012/832EN	Guidelines for competent authorities and UCITS management companies. Guidelines on ETFs and other UCITS issues. Date: 18/12/2012.
Finanssialan keskusliitto 2012	Response to the European Commission Consultation on UCITS. Finanssialan keskusliitto 18.10.2012.
Finanssivalvonta CESR/10-788	CESR:n ohjeet yhteissijoitusyritysten riskin mittaamisesta sekä kokonaisriskin ja vastapuoliriskin laskemisesta. Finanssivalvonta. Epävirallinen käänös. 28.7.2010

- Finanssivalvonta – Jalometallit sijoituskohteena  
 Finanssivalvonta. Tulkintarekisteri. Jalometallit sijoituskohteena. Haettu tulkintarekisteristä 16. päivänä helmikuuta 2013.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Tulkinnat/Tulkintarekisteri/Pages/Tulkintarekisteri.aspx>
- Finanssivalvonta – Sijoitusrahaston sääntömuutoksen voimaantulo  
 Finanssivalvonta. Tulkintarekisteri. Sijoitusrahaston sääntömuutoksen voimaantulo. Haettu tulkintarekisteristä 1. päivänä toukokuuta 2013.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Tulkinnat/Tulkintarekisteri/Pages/Tulkintarekisteri.aspx>
- Finanssivalvonta – Valtiot, joihin saa sijoittaa yli 35 %  
 Finanssivalvonta. Tulkintarekisteri. Valtiot, joihin saa sijoittaa yli 35 %. Haettu tulkintarekisteristä 16. päivänä helmikuuta 2013.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Tulkinnat/Tulkintarekisteri/Pages/Tulkintarekisteri.aspx>
- Finanssivalvonta – Varojen käyttö vakuutena  
 Finanssivalvonta. Tulkintarekisteri. Varojen käyttö vakuutena. Haettu tulkintarekisteristä 8. päivänä tammikuuta 2013.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Tulkinnat/Tulkintarekisteri/Pages/Tulkintarekisteri.aspx>

Finanssivalvonta standardi 2.4	Asiakkaan tunteminen – rahanpesun, terrorismin rahoittamisen sekä markkinoiden väärinkäytön estäminen. Standardi 2.4. Finanssivalvonta. Voimassa 1.9.2010 lukien toistaiseksi. Standardiin on tehty tarkistuksia 23.8.2010.
Finanssivalvonta 2010	Sijoitusrahastoja koskevan tiedonantovelvollisuuden seurantatarkastus. 31.5.2010.
Finanssivalvonta 2011	Finanssivalvonnan toimintakertomus 2011
Finanssivalvonta 2011/3	Finanssivalvonta. Määräykset ja ohjeet 2011/3. Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja menettelytavat. Dnro. 6/01.00/2011. 15.12.2011.
Finanssivalvonta 1/2012	Finanssivalvonta. Määräykset ja ohjeet 1/2012. Ulkoistaminen. Dnro. 7/01.00/2011. 23.2.2012.

FT - EU rules will not kill complex Ucits	Financial Times. EU Rules will not kill complex ucits. Toim. Chris Flood. August 26, 2012. <a href="http://www.ft.com/cms/s/0/09725aae-ec74-11e1-8e4a-00144feab49a.html#axzz2NnKPoNUm">http://www.ft.com/cms/s/0/09725aae-ec74-11e1-8e4a-00144feab49a.html#axzz2NnKPoNUm</a>
Graal Total –informationsbroschyr	Graal Total – Informationsbroschyr. Aktie Ansvar AB. 1 Januari 2013.
Graal Total 2xL - fondbestämmelser	Graal Total 2xL – fondbestämmelser. Aktie Ansvar AB. 1 Januari 2013.
No action –letter - Olohana Golf Club, Inc.	Olohana Golf Club, Inc., July 31, 2003 <a href="http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction.shtml">http://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction.shtml</a>
No action –letter - Richard Ellis, Inc.	Richard Ellis, Inc., March 19, 1981 <a href="http://www.sec.gov/divisions/investment/im-noaction.shtml">http://www.sec.gov/divisions/investment/im-noaction.shtml</a>
No action –letter - Uniao de Bancos de Brasileiros S.A.	Uniao de Bancos de Brasileiros S.A., July 28, 1992 <a href="http://www.sec.gov/divisions/investment/im-noaction.shtml">http://www.sec.gov/divisions/investment/im-noaction.shtml</a>

POP Maailma 2012.

Erikoissijoitusrahasto POP Maailma. Vuosikatsaus. Aktia  
Rahastoyhtiö Oy. 31.12.2012

Rahastoraportti 8/2012

Rahastoraportti. Elokuu 2012. Kotitalouksien  
rahoitusvarallisuus osakkeissa, talletuksissa, käteisessä ja  
rahasto-osuuksissa 2002 – 2012. Suomen Sijoitustutkimus  
Oy. Finanssialan keskusliitto Ry.

RIN 3038-AD17

Commodity Futures Trading Commission. Position Limits  
for Futures and Swaps. Final Rule and Interim Final Rule.  
Federal Register / Vol. 76, No. 223 / Friday, November 18,  
2011. s. 71626-71706

Scottish Widows Investment  
Partnership

Scottish Widows Investment Partnership. ICVC  
Sijoitusrahasto. Yksinkertaistettu rahastoesite. Tammikuu  
2008.

Suomen Pankki 19.6.2012

Suomen Pankin neljännesvuosittain julkaisema lista kaikista Suomeen rekisteröidyistä sijoitusrahastoista. Päivitetty 19.6.2012. Lista saatavilla osoitteesta: <http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/sijoitusrahastot/Pages/sijoitusrahastolista.aspx>

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys  
2005

Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. Suositus eräiden tunnuslukujen säännöllisestä raportoinnista. 1.9.2005.

The Perfect UCITS 2012

The Perfect UCITS. KPMG Luxembourg S.à r.l. 2012.

## Lyhenteet

AIMA	Alternative Investment Management Association
AIFM-direktiivi	Alternative Investment Fund Managers Directive, 2011/61/EU
APL	Arvopaperilautakunta
Cayman Islands Companies Law	Cayman Islands Companies Law (2012 Revision) Cap. 22 (Law 3 of 1961) of the 1963 Revised Edition of the Laws consolidated with Laws 12 of 1962, 9 of 1966, 1 of 1971, 7 of 1973, 24 of 1974, 25 of 1975, 19 of 1977, 16 of 1978, 8 of 1980, 21 of 1981, 34 of 1983, 2 of 1984, 22 of 1984, 15 of 1985, 38 of 1985, 24 of 1987, 14 of 1988, 14 of 1989, 10 of 1990, 3 of 1991, 23 of 1991 (part), 11 of 1992, 3 of 1993, 23 of 1993, 33 of 1993, 2 of 1994, 8 of 1994, 14 of 1996, 26 of 1997, 4 of 1998, 6 of 1998, 20 of 1998 (part), 5 of 1999, 7 of 2000 (part), 5 of 2001, 10 of 2001, 29 of 2001, 46 of 2001, 22 of 2002, 26 of 2002, 28 of 2003, 13 of 2006, 15 of 2007, 12 of 2009, 33 of 2009, 37 of 2010, 16 of 2011 and 29 of 2011.
CFR	Code of Federal Regulation, Revised as of April 1, 2011
CFTC	Commodities and Futures Trading Commission



CESR	Committee of European Securities Regulation
CME	Chicago Mercantile Exchange
DL	Defensor Legis
Ennakkoperintäasetus	Ennakkoperintäasetus (20.12.1996/1124)
ESMA	European Securities and Markets Authority. Euroopan Arvopaperimarkkinaviranomainen.
ETF	Exchange Traded Fund, pörssinoteerattu rahasto
ETA	Euroopan talousalue
ICVC	Investment Company with Variable Capital. Vaihtuvapääomainen rahasto. kts. OEIC.
Investment Advisers Act of 1940	Investment Advisers Act of 1940 [As Amended Through P.L. 112-90, Approved January 3, 2012]
Investment Company Act of 1940	Investment Company Act of 1940 [As Amended Through P.L. 112-90, Approved January 3, 2012]
ISDA	International Swaps and Derivatives Association

LIF	Lag (2004:46) om investeringsfonder (Ruotsi)
Luxemburgin erikoissijoitusrahastolaki	Loi du 13 février 2007 sur les Fonds d'Investissement Spécialisés
Luxemburgin sijoitusrahastolaki	Loi du 17 décembre 2010 concernant les organismes de placement collectif
KIID	Key Investor Information Document (avaintietoesite)
KRL	Kiinteistörahastolaki (19.12.1997/1173)
FIVAL	Laki Finanssivalvonnasta 19.12.2008/878
NAV	Net Asset Value. Sijoitusrahaston yhteenlasketut varat
non-UCITS	Sijoitusrahasto, joka ei ole sijoitusrahastodirektiivin mukainen. Suomessa erikoissijoitusrahasto ja muissa jäsenvaltioissa jokaisen jäsenvaltion oman lainsäädännön mukainen sijoitusrahasto tai vastaava.
OEIC	Open Ended Investment Company. Avoin sijoitusrahasto, jonka sijoittajakuntaa ei ole yleensä rajattu >-< Closed End Investment Company. Suljettu sijoitusrahasto

OTC	Over the Counter. Rahoitusjohdannainen, jolla käydään kauppaa pörssilistan ulkopuolella.
OYL	Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624
Protected Cell Companies Ordinance 1997	The Protected Cell Companies Ordinance 1997 (As Amended, 1998). Guernsey.
Securities Act of 1933	33 Act, 48 Stat. 74, enacted 1933-05-27, codified at 15 U.S.C. § 77a et seq.
Sijoitusrahastodirektiivi, UCITS- direktiivi	Neuvoston direktiivi annettu 20 päivänä joulukuuta 1985, arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta. 85/611/ETY ja sen muutokset sekä uudelleenlaadittu toisinto Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta. (engl. (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities))
SRL	Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48

TVL

Tuloverolaki 30.12.1992/1535

UCITS-direktiivi

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009, siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (uudelleen laadittu toisinto)

VaR

Value-at-Risk

# 1. Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen tausta

Sijoitusrahasto tarkoittaa sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja ja sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita.<sup>1</sup> Suomessa on tällä hetkellä hieman yli 500 rekisteröityä sijoitusrahastoa. Kaikista Suomeen rekisteröidyistä rahastoista erikoissijoitusrahastoja on noin viidennes.<sup>2</sup> Erikoissijoitusrahastolla tarkoitetaan rahastoja, jotka eivät ole sijoitusrahastodirektiivin mukaisia ja täten saavat poiketa joistakin sijoitusrahastoja koskevista säännöksistä kuten jatkuvaa liikkeeseenlaskua, jatkuvaa lunastusvelvollisuutta ja arvonlaskentaa koskevista periaatteista.<sup>3</sup> SRL 2.1 §:n 2 kohta määrittelee erikoissijoitusrahaston sijoitusrahastotoiminnassa hankituiksi sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja 12 luvun mukaan sijoitetuiksi varoiksi sekä niistä johtuviksi velvoitteiksi. Sijoitusrahastoja sääntelevän SRL:n 12 luvun mukaan erikoissijoitusrahasto saattaa poiketa sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettujen sijoitusrahastojen sijoitustoiminnasta (29.1999/48). Erikoissijoitusrahastoille usein tyypillinen piirre on, että erikoissijoitusrahasto saa poiketa sijoitusrahastodirektiivin, eli UCITS-direktiivin<sup>4</sup>, mukaisille rahastoille asetettavista sijoitusrajoituksista. Erikoissijoitusrahasto on toinen kahdesta SRL:n mukaisesta sijoitusrahastotyyppistä, toisen ollessa ”tavallinen” eli

---

<sup>1</sup> Harju – Syyrilä 2001, s.15

<sup>2</sup> Suomen Pankki 2012

<sup>3</sup> Lauriala 2008, s. 170

<sup>4</sup> 85/611/ETY, tässä tutkielmassa viittaukset sijoitusrahastodirektiivin artikloihin tehdään sen uudelleen laaditun toisinnon mukaisesti (2009/65/EY)

direktiivin mukainen sijoitusrahasto. Kumpikaan sijoitusrahastotyyppi ei ole itsenäinen oikeushenkilö. Erilaisilla yhtiöjärjestelyillä hyvin sijoitusrahastotyyppisen pääomarahaston rakennelma on mahdollista esimerkiksi kommandiittiyhtiön muodossa ja näitä ”rahastoja” säädellään pääasiallisesti yhtiöoikeudellisesti<sup>5</sup>. Sijoitusrahastot ovat suhteellisen uusi sijoitustoiminnan muoto ja Suomeen sijoitusrahastolainsäädäntö on säädetty voimaan vuonna 1987. Sijoitusrahastotoimintaa koskevan lainsäädännön kiinnostavuutta oikeustieteellisen tutkimuksen kohteena lisää se, että sijoitusrahastotoimintaa koskevat lainsäädännölliset muutokset ovat runsaslukuisia ja niitä on valmisteilla oikeastaan koko ajan<sup>6</sup>. Finanssialan lainsäädännön vaikutus myös tavallisten ihmisten elämään kasvaa erilaisten sijoitustuotteiden lisääntyessä ja esimerkiksi korkeariskisten riskirahastojen lisääntyessä.<sup>7</sup> Sijoitusrahastotyyppisessä sijoituskohteessa päätökset sijoituksista tekee omaisuuden omistajan sijasta rahastoyhtiö tai rahastoyhtiön osoittama salkunhoitaja. Tässä tutkimuksessa pureudutaan sijoitusrahaston sijoitustoimintaan erityisesti erikoissijoitusrahastojen osalta.

## 1.2 Tutkimuskysymys

Tämän tutkimus selvittää etenkin erikoissijoitusrahastoja koskevaa sijoitusrahastolainsäädäntöä liittyen rahaston sijoitustoimintaan. Rahastoyhtiö sijoittaa osuudenomistajien rahastoon merkitsemiä varoja sijoitusrahaston säännöissä mainitulla tavalla. Erikoissijoitusrahastojen säännöillä on hyvin vahva merkitys erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa sääntelevänä tekijänä, sillä

---

<sup>5</sup> ks esim. Hidén – Tähtinen 2005, ss. 19 erilaisista pääomarahastoista, kuten suljetuista rahastoista, jotka eivät ole mahdollisia sijoitusrahastotyyppisenä. Ks. myös HE 113/2011

<sup>6</sup> Esimerkiksi tätä tutkimusta tehtäessä Euroopan Unionin projekteja sijoitusrahastotoiminnan lisäsäätelylle ja sääntelymuutoksille ovat mm. MiFid II –direktiivi, AiFMD-Direktiivi, UCITS V –direktiivi, UCITS VI –direktiivi ja erilaiset lyhyeksi myynnin rajoitukset. Myös esimerkiksi USA:ssa Dodd-Frank –kuluttajansuojareformi muuttaa koko finanssialan sääntelyä.

<sup>7</sup> Vuonna 2002 Suomessa oli seitsemän riskirahastoksi luokiteltua rahastoa (Pylkkönen, 2002 s. 43) kun vuonna 2012 niitä on noin 30 (Suomen Pankki 19.6 2012). Riskirahaston määritelmä ei kuitenkaan ole täysin selvä ja vertailu on siten hankalaa. Pylkkönen tutkii lähinnä rahastoja, jotka käyttävät sijoitustoiminnassaan vipua ja hän yhdistää termit vipu- ja hedge-rahasto.

erikoissijoitusrahastojen tekemät poikkeukset SRL:n säännöksistä on mainittava SRL 87.2 §:n mukaan erikoissijoitusrahastokohtaisesti nimenomaan erikoissijoitusrahaston säännöissä. SRL 87 §:ssä viitattu SRL 11 luvun sääntely sääntelee Euroopan Unionin asettaman sijoitusrahastodirektiivin mukaisten sijoitusrahastojen sijoitustoimintaa hyvin yksityiskohtaisesti<sup>8</sup>. SRL 11 ja 12 luvun ulkopuoliset poikkeukset erikoissijoitusrahaston toiminnassa jätetään pääosin tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Tulkintani mukaan, SRL 11 luvun ulkopuolisten poikkeusten tarkoitus on lähinnä erikoissijoitusrahaston rahasto-osuuksien liikkeellelaskuun vaikuttaminen esimerkiksi erikoissijoitusrahastojen epälikvidien sijoitusinstrumenttien vuoksi eikä niillä ole tämän tutkimuksen kohdalla oleellista sidosta erikoissijoitusrahaston sijoitustoimintaan vaan ne enemmänkin vain mahdollistavat myös epälikvidin sijoitustoiminnan harjoittamisen erikoissijoitusrahastoille<sup>9</sup>. Tutkimuksen ulkopuolelle jätetään pelkästään rahaston tavanomaista harvemman likviditeetin takia erikoissijoitusrahastoiksi rekisteröidyt rahastot, sillä nämä eivät poikkea itse sijoitustoiminnaltaan UCITS-direktiivin mukaisista rahastoista vaan rahasto-osuuksien päivittäisestä poikkeava likviditeetti saattaa olla tarpeen esimerkiksi pienempien rahastohallintokulujen takia<sup>10</sup>. Myös pääasiallisesti kiinteistöihin tai kiinteistöihin oikeuttaviin arvopapereihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot jätetään tutkimuksen ulkopuolelle sillä SRL 88.3§:n mukaisesti niiden sijoitustoimintaa ohjaa myös tutkimuksen ulkopuolelle jäävä kiinteistörahastolaki. Kiinteistörahastot eivät kuulu muiden erikoissijoitusrahastojen kanssa samaan oikeustieteelliseen tutkimukseen lähinnä kahden suuren poikkeavuuden takia. Ensinnäkin kiinteistörahastoilla on KRL 1 §:n mukaan oikeudellinen henkilöllisyys ja ne on järjestetty joko (julkisen) osakeyhtiön tai

---

<sup>8</sup> Käytännössä SRL 11 luku on hyvin pitkälti toisinto UCITS-direktiivin VII luvusta ”Yhteissijoitusyrityksen sijoituspolitiikkaa koskevat velvoitteet”

<sup>9</sup> Esimerkiksi pääasiallisesti kiinteistöihin tai kiinteistöihin oikeuttaviin arvopapereihin sijoittavat sijoitusrahastot ovat erikoissijoitusrahastoja

<sup>10</sup> Tyypillisiä esimerkkejä ovat JOM Silkkitie- ja JOM Komodo -erikoissijoitusrahastot jotka sääntöjensä 1.2 §:n mukaan luokitellaan erikoissijoitusrahastoksi koska rahasto-osuuksien merkintä ja lunastus tapahtuu pääsääntöisesti vain kaksi kertaa kuukaudessa. Esimerkiksi Komodo-rahasto on hyvin pieni, 29 osuudenomistajan ja 2,2 miljoonan euron erikoissijoitusrahasto (Rahastoraportti 8/2012), joka merkintäpalkkion lisäksi veloittaa ainoastaan tuottosidonnaista palkkiota ja päivittäinen likviditeetti lisääisi oletettavasti rahaston hallinnoinnista johtuvia kuluja kun nyt merkintöjä ja lunastuksia tarvitsee tehdä vain kahdesti kuukaudessa.

kommandiittiyhtiön muotoiseksi. Toisaalta kiinteistö sijoitustoiminnan kohteena vastaa ominaisuuksiltaan huonosti muita sijoitusrahastotoiminnassa sallittuja sijoitusinstrumentteja mm. sen takia, että jokainen kiinteistö on yksilöllinen ja niiden arvoa ei pystytä määrittämään samalla tavalla kuin tavallisesti pörssikaupankäynnin kohteena olevien instrumenttien arvoa. Toisaalta kiinteistösijoittamiseen ei liity mahdollisuutta käyttää usein riskipitoisiksi miellettyjä johdannaisia vipuvaikutuksen aikaansaamiseksi vaan ainoa mahdollinen riskinlisäämismenetelmä lienee lainan ottaminen.

Erikoissijoitusrahastojen valikoituminen ainoaksi tutkimuskohteeksi on ainoastaan osittain perusteltua ja tämän vuoksi tutkimuksessa kiinnitetään huomiota myös sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin rahastoihin liittyviin kysymyksiin. Tavallisen sijoitusrahaston sijoitustoiminta on erittäin tarkasti määriteltyä ja kapeimmankin SRL 11 luvun mukaisen hajautussäännöksen noudattaminen vaatii SRL 68 §:n hajauttamisyleissäännöksen lisäksi sijoitusrahaston varojen hajauttamisen suhteellisen tasaisesti vähintään 16 sijoitusinstrumenttiin. Lisäksi jo sijoitusrahastolainsäädännön sanamuodon mukaan UCITS-direktiivin mukaisten rahastojen sijoitustoiminta pitäisi olla riittävästi hajautettua jos säännöt vain ovat lain mukaiset ja selkeät<sup>11</sup>. Erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan sääntely pohjautuu niin vahvasti sijoitusrahastodirektiivin, ettei sen poisjättäminen olisi tutkimuksen kannalta mahdollista. Erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan sääntely perustuu ainoastaan poikkeuksiin SRL 11 luvusta, eikä niillä ole omaa erikoissijoitusrahastoille suunnattua sääntelyä.

Tutkimuksessa ei tehdä eroa rahastoyhtiön ja rahaston salkunhoitajan välillä, sillä tutkimuskohteena on erityisesti sijoitustoiminta sen suorittamasta tahosta riippumatta. Rahastoyhtiö on aina se osapuoli, joka on ensisijaisesti vastuussa sijoitusrahaston sijoitustoiminnasta<sup>12</sup>. Vaikka rahaston varoja koskevat sijoituspäätökset saattavat olla

---

<sup>11</sup> SRL 43 §:n mukaan Finanssivalvonta tarkistaa UCITS-rahastojen säännöistä ainoastaan lainmukaisuuden ja selkeyden. Tähän palataan jäljempänä.

<sup>12</sup> SRL:ssa asetut sijoitusrahaston varojen sijoittamiseen liittyvät rajoitukset ja velvollisuudet asetetaan aina lain sanamuodon mukaan rahastoyhtiölle.



salkunhoitajien tai salkunhoitajayhteisöjen tekemiä, ei tämän tutkimuksen kannalta ole tärkeää ylettää sijoitustoimintaan liittyviä kysymyksiä sijoitustoiminnan tekijään vaan tutkimus keskittyy tosiasialliseen sijoitustoimintaan sen suorittamasta tahosta riippumatta. Vastuukysymykset sijoitustoiminnassa ja vastuu lopullinen kohdentaminen ovat sijoitustoimintaan liittyen erittäin mielenkiintoisia kysymyksiä, mutta ne eivät valitettavasti mahdu käsiteltäväksi tämän tutkimuksen puitteissa.

Tutkimuksen ulkopuolelle jätetään myös rahaston varojen sijoittamiseen liittyvä rikosoikeudelliset kysymykset, kuten mahdolliset petoksen tai kavalluksen tunnusmerkistön täyttävät teot tai SRL 22 luvun tarkoittamien rangaistussäännösten tarkoittamat teot, joita rahastoyhtiö voisi sijoitustoiminnassaan tehdä. Rikosoikeudellisen ulottuvuuden jättäminen tutkimuksen ulkopuolelle on perusteltua sekä työn laadun että laajuuden perusteella. Rikosoikeudelliset kysymykset saattavat tietyssä määrin ohjata rahaston sijoitustoimintaa, sillä oletettavasti sijoitusrahastolainsäädäntöä noudattavat sijoitusrahastoalan toimijat pyrkivät noudattamaan myös rikosoikeudesta seuraavia sääntöjä toiminnassaan. Rikosoikeudellisten kysymysten pohtiminen voisi olla perusteltua siinä mielessä, että niiden funktio sijoitustoiminnan ohjaajana on samalla tavalla osuudenomistajien hyväksi ja parantaa oletettavasti samalla tavalla yleisesti sijoitusrahastolainsäädännön turvallisuutta osuudenomistajien näkökulmasta. Suomessa ei ole toistaiseksi paljastunut suuria talousrikoksia nimenomaan sijoitusrahastotoimintaan liittyen, joten tämän tutkimuksen on perusteltua pysyä pelkästään sijoitusrahastolainsäädännön mukaisessa sijoitustoiminnassa.

Edellä esitettyjen tutkimuskysymyksen pohdintojen ja rajausten jälkeen varsinaiseksi tutkimuskysymykseksi voidaan muodostaa: ”Millaista on SRL 12 luvun sallima sijoitustoiminta ja kuinka tällaista sijoitustoimintaa selvitetään erikoissijoitusrahastojen säännöissä?” Tietämykseni mukaan Suomessa ei ole aikaisemmin kovinkaan paljon tehty oikeustieteellistä tutkimusta nimenomaan erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa koskien. Erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminta perustuu sijoitusrahastojen

sijoitustoimintaa käsittelevään 11 lukuun, joten tutkimuksessa kuljetetaan myös sijoitusrahastojen sijoitustoimintaa koskevaa sääntelyä läpi koko tutkimuksen.

### 1.3 Tutkimusmenetelmä

Tämä tutkimus nojaa lähes yksinomaan oikeus-dogmaattiseen menetelmään. Oikeus-dogmaattiselle menetelmälle tyypillisesti tarkoitus on selvittää voimassaolevien sääntöjen ja periaatteiden sisältö. Oikeusdogmatiikka voidaan Aarnion mukaan perinteisesti jaotella oikeussääntöjen selvittämiseen, eli tulkintaan, ja oikeussäännösten systematisointiin. Tulkintaa Aarnio nimittää käytännölliseksi lainopiksi, joka pyrkii hajottamaan perinteiset käsitteet alakäsitteisiin mm. tehdäkseen mahdolliseksi oikeussäännösten sellaisen tulkinnan, joka ottaa huomioon kulloisenkin yhteiskunnan vaatimukset.<sup>13</sup> Tämän tutkimuksen pääasiallinen tutkimusmenetelmä on Aarnion perinteisen jaottelun mukaisesti oikeussääntöjen selvittäminen, eli tulkinta, varsin lyhyehkösti (periaatteessa yhteen lauseeseen ahdetusta) laissa säännellystä erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnasta. Tutkimuksessa käytettyä lähestymistapaa voidaan kuvata myös Hirvosen ilmaisua lainaten jonka, mukaan: ”koska lainoppi antaa kuvauksen voimassaolevasta oikeudesta, sen voi sanoa olevan kuvaavaa eli deskriptiivistä tiedettä”.<sup>14</sup> Tämä tutkimus siis käytännöllisen lainopin keinoin pyrkii selvittämään ja lopulta kuvaamaan voimassaolevan oikeuden sisältöä erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan osalta.

Tutkimuksen perusmateriaalin muodostavat sijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntömateriaali ja oikeuskirjallisuus sekä erityisesti erikoissijoitusrahastojen säännöt. Sijoitusrahastojen säännöt ovat oikeus-dogmaattisen tutkimuksen kannalta mielenkiintoinen lähde, sillä niiden sisällöstä ja muuttamisesta päättää SRL 23.3 §:n mukaan rahastoyhtiön hallitus ja Finanssivalvonnan tehtäväksi jää niiden vahvistaminen

---

<sup>13</sup> Aarnio 1997, s. 40-44

<sup>14</sup> Hirvonen 2011, s. 25

SRL 43.2 §:n mukaisesti<sup>15</sup>. Jokaisella erikoissijoitusrahastolla on sijoitusrahastoja koskevien säännösten ja periaatteiden lisäksi noudatettavanaan yksilölliset säännöt, jonka vuoksi erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminta siis voidaan sanoa säädeltävän erikoissijoitusrahastokohtaisesti. Varsinaisen tarkentavan lainsäädännön puuttuessa tässä tutkimuksessa sijoitusrahastojen säännöille annetaan suhteellisen vahva oikeuslähdearvo sijoitustoimintaa ja sen ulottuvuuksia arvioitaessa. Euroopan Unionin tarjoaman normituksen suhde on suomalaisessa sijoitusrahastolainsäädännössä erikoinen erikoissijoitusrahastojen suhteen. SRL 11 luku on oikeastaan suora kopio sijoitusrahastodirektiivin sijoitustoimintaa käsittelevistä artikloista, joten sijoittamissääntöjen implementoinnissa voidaan sanoa käytettäneen kopiointimenetelmää. Sijoitusrahastodirektiivi ei kuitenkaan säätele sijoitusrahastodirektiivin soveltamisalan ulkopuolelle jääviä erikoissijoitusrahastoja, joten erikoissijoitusrahastojen suhde eurooppalaiseen sääntelyyn muodostuu epäsuorasti SRL:n kautta<sup>16</sup>.

Tutkimuksen oikeusdogmaattiseen tavoitteeseen suunnattaessa tutkimus joutuu tukeutumaan paljon myös vertailulliseen otteeseen SRL 12 luvun vertailullisen erityispiirteen vuoksi. Vertailullisella erityispiirteellä tässä tarkoitan varsinaisesti tarkkarajaisen lainsäädännön puuttumista ja erikoissijoitusrahaston mahdollisuutta poiketa mahdollisesti hyvinkin paljon SRL 11 luvun sääntelystä. Tämä ei kuitenkaan tuo tutkimukseen kovinkaan paljon varsinaista oikeusvertailullista metodologiaa, sillä Zweigertin ja Kötzin mukaan oikeusvertailu-käsite koskee ainoastaan eri oikeusjärjestelmien välistä vertailua ja oikeusjärjestelmän sisäinen vertailu kuuluu lakimiehen tavalliseen työhön<sup>17</sup>. Eri oikeusjärjestelmien välistä vertailua käytetään tutkimuksessa esimerkinomaisesti selvitetäessä suomalaisen sijoitusrahastolainsäädännön sisältöä.

---

<sup>15</sup> Lainsäätäjällä on SRL:ssa päätyttyä oudoksuttavaan lainsäädäntötekniiseen ratkaisuun, jossa sijoitusrahastoja valvovasta viranomaisesta käytetään ilman suurempaa johdonmukaisuutta sekä vanhaa nimitystä Rahoitustarkastus että uutta nimitystä Finanssivalvonta ja SRL 4.1 §:n mukaan ”viittausten Rahoitustarkastukseen on katsottava tarkoittavan viittausta Finanssivalvontaan”.

<sup>16</sup> Ks. UCITS-direktiivin soveltamisalasta direktiivin 1 ja 6 artiklat

<sup>17</sup> Zweigert – Kötz 1994 s. 2

Tutkimusmenetelmää korostaa erikoissijoitusrahastojen sääntöjen monimuotoisuus ja eräänlainen ehkä tavanomaisesta oikeustieteestä poikkeava empiirisen tutkimusaineiston määrä. Oikeusdogmaattinen tulkinta kohdistuu pitkälti erikoissijoitusrahastojen sääntöihin, joita tätä tutkimusta tehtäessä on Suomessa ollut noin 130 kappaletta. Suurehkon lähdepohjan analysointi vaatii menetelmällisesti tutkijalta paljon työtä erilaisten sääntöjen jäsentämisessä ja tavoitteena on löytää tutkimusaineistoista erilaisia ääritapauksia, jotta varsinaista sijoitustoimintaa pohdittaessa pystytään antamaan mahdollisimman tarkka kuva niistä äärikysymyksistä, jotka voivat aiheuttaa erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan kannalta tulkintaongelmia. Äärikysymysten etsiminen on perusteltua, sillä erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminta rajautuu käytännössä siihen, millaisia sääntöjä ja poikkeuksia Finanssivalvonta erikoissijoitusrahastoille vahvistaa<sup>18</sup>.

#### **1.4 Tutkimusmateriaali**

Suomalaisten erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan ei voida sanoa olleen erityisen paljon oikeustieteellisen tutkimuksen kohteena. Sijoitusrahastoja koskeva oikeuskirjallisuus on usein kohdistanut fokuksensa laajemmalle alueelle ja nimenomaisesti koskien UCITS-direktiivin mukaisten sijoitusrahastojen toimintaa. Tässä tutkimuksessa paljon käytetty Ilkka Harjun ja Jarkko Syyrilän yhteisteos Sijoitusrahastolainsäädäntö on laaja tutkimus, joka käsittelee tarkasti myös sijoitusrahastojen sijoitustoimintaa, mutta erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminta jää kuitenkin suhteellisen pienelle huomiolle heidän teoksessaan. Lisäksi on huomioitava, että Sijoitusrahastolainsäädäntö-teos on ilmestynyt jo vuonna 2001 ja useiden sijoitusrahastolainsäädäntömuutosten lisäksi, jokaisen tutkimuksen kohteena olevan erikoissijoitusrahaston säännöt ovat muuttuneet ainakin kerran tuon tutkimuksen jälkeen<sup>19</sup>. Kirjallisuusvajetta saattaa tulevaisuudessa parantaa Petri Hämäläisen jo useamman vuoden alustavasta julkistamispäivämäärästä myöhästynyt

---

<sup>18</sup> Hidén DL 2010, s. 433

<sup>19</sup> Vanhimmat tutkimuksen kohteena olevat erikoissijoitusrahaston säännöt ovat Erikoissijoitusrahasto Aktia Asset Allocationin säännöt, jotka ovat viimeksi vahvistettu 16.8.2004.

”Sijoitusrahasto ja rahastoyhtiön vahingonkorvausvastuu”, joka näillä näkymin piti viimeisimmän tiedon mukaan julkaista vuoden 2012 loppuun mennessä. Suomalaisen aihetta koskevan oikeuskirjallisuuden vähyden vuoksi, tutkimuksessa pyritään käyttämään monipuolisesti kaikkia niitä oikeuskirjallisia lähteitä, joita tällä hetkellä on saatavilla ja kokoamaan niistä yhtenäisempi kokonaisuus juuri erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaan liittyen. Kotimaisen kirjallisuuden lisäksi tutkimus pyrkii hyödyntämään myös ulkomaisia oikeuslähteitä siinä määrin kun sen voidaan katsoa olevan järkevää. Ulkomaisia oikeuslähteitä hyödyntäessä on muistettava, että erikoissijoitusrahasto oikeudellisenä käsitteenä on nimenomaan suomalaisen oikeuskulttuurin luoma poikkeama UCITS-direktiivin sääntelystä, ja ulkomaisten non-UCITS -sijoitusrahastojen oikeudelliset konstruktiot saattavat olla hyvinkin poikkeavia suomalaisista erikoissijoitusrahastoista ja niihin kohdistuva vertailu on tämän vuoksi hyvin haastavaa.

Oikeuskirjallisuuden puutteita täydentävät sijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntö ja muut virallislähteet. Suomesta ei löydy tällä hetkellä yhtään oikeustapausta, jossa käsiteltäisiin nimenomaan sijoitus- tai erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa tai siitä johtuvia ongelmia. Sijoitusrahastot ovat olleet suomalaisessa oikeuskäytännössä esillä lähinnä suhteessa sijoitusrahastoliitännäisten tuotteiden markkinointiin. Tunnetuin tällaisista tapauksista lienee tanssinopettaja Åke Blomqvistin sijoitukset Nordean Selektasäästöhenkivakuutukseen, josta muodostuikin Blomqvistille ja hänen puolisolleen yli 100 000 euron tappiot. Kysymys tässä tapauksessa oli kuitenkin vakuutuslainsäädännön 5 §:n 1 momentin tulkinnasta tapauksessa, jossa vakuutusnottaja ei ollut täysin ymmärtänyt myytävän vakuutusluonnetta ja mahdollisuutta myös pääoman arvon laskemiseen<sup>20</sup>. Virallislähteistä tämän tutkimuksen kannalta tärkeimpinä voidaan mainita hallituksen esitykset ja muu lainvalmistelumateriaali, joissa paikoin erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa on arvioitu ainakin jossain määrin pintakosketusta yksityiskohtaisemmin. Myös Finanssivalvonta ja sen edeltäjä Rahoitustarkastus ovat tutkimusmateriaalin kannalta tärkeässä asemassa.

---

<sup>20</sup> KKO 2011:5

Tulen käyttämään myös erityisen paljon oikeuskirjallisuuden ja virallislähteiden ulkopuolista lähdemateriaalia. Suomalaisten erikoissijoitusrahastojen säännöt muodostavat oikeutetusti erittäin tärkeän lähteen erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa arvioitaessa. Sääntöjen käyttö oikeudellisen tutkimuksen lähteenä on erittäin perusteltua ja välttämätöntä, sillä rahastojen sijoitustoiminta voi poiketa muutoin indispositiivisesta SRL 11 luvusta ainoastaan säännöissään mainitulla tavalla. Rahastojen sääntöjen käyttöä lähteenä edelleenoikeuttaa myös valvontaviranomaisen eli Finanssivalvonnan vahvistusrahastojen säännöille, jota tulen tässä tutkimuksessa sivuamaan. Tutkijan kannalta mielekästä on myös se, että useimpien rahastojen sääntöjen saatavuus on hyvä, sillä SRL 92.1 §:n mukaan rahastoyhtiön täytyy liittää ne rahastoesitteeseen, jonka ne usein asettavat internet-sivuilleen markkinointitarkoituksessa. Suomessa on Suomen Pankin julkaiseman sijoitusrahastolistan mukaan tätä tutkimusta aloittaessa 135 erikoissijoitusrahastoa<sup>21</sup>. Tämän tutkimuksen tutkimusmateriaaliksi on kerätty kaikkien 135 erikoissijoitusrahaston säännöt, joiden sisältöä on tutkittu vertailemalla sijoitustoimintaa säänteleviä kappaleita toisiinsa yrittäen etsiä niistä poikkeavuuksia sijoitusrahastolaista. Suurin osa kaikkien sääntöjen säännöksistä ovat hyvin samanlaista lähinnä SRL 11 luvun referointia erikoissijoitusrahastojen säännöissä. Yksikään Suomessa rekisteröidyistä erikoissijoitusrahastoista ei ole ”täydellinen erikoissijoitusrahasto” siinä mielessä, että se poikkeaisi kaikista SRL 11 luvun säännöksistä, vaan tavallisesti SRL 11 luvun säännöksistä on poikettu 1-3 eri kohdasta esimerkiksi sallittujen sijoitusinstrumenttien tai käytettyjen riskimittarien suhteen.

Tutkimuksessa seurataan Suomen lainsäädäntöä 31. toukokuuta 2013 säädöskokoelmaan 380/2013 asti.

---

<sup>21</sup> Suomen Pankki 2012

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Tämä tutkimus jakaantuu viiteen lukuun. Ensimmäisen luvun tarkoituksena on herättää lukijan mielenkiinto tutkimuksen kohteena olevaan aiheeseen ja selittää joitakin sijoitusrahastoihin liittyviä peruskysymyksiä. Lisäksi lukijalle on selvitetty tutkimuksessa käytettävät menetelmät ja millaista materiaalia tutkimus hyödyntää päästäkseen tutkimuskysymyksen äärelle. Tutkimuskysymys ja siihen esitetyt rajaukset on pyritty argumentoimaan jo ensimmäisessä luvussa niin, että lukija ei pysty välittömästi horjuttamaan tämän työn painoarvoa vedoten esimerkiksi tutkimuskysymyksen kannalta väärin aiherajauksiin tai metodeihin. Rajaukset on myös pyritty tekemään niin, että tutkimuksesta pois jätettyjä teemoja ei ole tarpeen toistaa tutkimuksen myöhemmässä vaiheessa, vaan lukijalle (ja tutkijalle) on selkeää mihin tutkimuksessa pyritään ja kuinka tämä tavoite saavutetaan.

Tutkimuksen toisen luvun tavoitteena on selvittää aluksi tavallisten, eli UCITS-direktiivin mukaisten sijoitusrahastojen sääntelyä, jota kautta edetään erikoissijoitusrahaston sääntöjen mahdollisiin poikkeamiin SRL:sta ja EU-direktiivistä. Tutkielma on lähes pakotettu lähestymään erikoissijoitusrahastoille erityisiä tutkimusongelmia tavallisia sijoitusrahastoja koskevien säännösten kautta. Lakiteknisesti syy on siinä, että erikoissijoitusrahastoja koskeva lainsäädäntö pohjautuu merkittävältä osin tavallisia sijoitusrahastoja koskevaan sääntelyyn ja erikoissijoitusrahastojen käsitteleminen täysin itsenäisesti ei täten ole mielekäästä tai edes mahdollista. Pelkästään erikoissijoitusrahastojen sääntöjä ja sijoitustoimintaa tarkasteleva tutkimus ei pääsisi kaikkien kysymysten äärelle, koska tärkeä osa myös erikoissijoitusrahastoa sääntelevästä lainsäädännöstä saattaisi pudota pois tutkimuksesta. Lakitekniikan ongelman pystyisi välttämään, jos erikoissijoitusrahastoista olisi tehty tarpeeksi laajaa ja ajankohtaista oikeustieteellistä tutkimusta, jolloin sekundäärilähteitä käyttämällä tutkimusongelma voitaisiin ohjata suoraan erikoissijoitusrahastoihin liittyviin tutkimusongelmiin. Tutkimus pyrkii paikkaamaan

osaltaan aukkoa sijoitustoiminnan analyysissä mahdollista myöhempää oikeustieteellistä tutkimusta varten.

Kun erikoissijoitusrahastojen sääntöjen sisältöä ja merkitystä tutkitaan lain ja tavallisten sijoitusrahastojen sääntelyn kautta, pystytään tutkimuksen kohteena olevalle sijoitustoiminnalle luomaan oikeustieteelliset raamit. Puhtaasti erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa käsittelevää tutkimusta ei ole mahdollista muodostaa päteväksi oikeustieteelliseksi tutkimukseksi mikäli sijoitustoiminnalle ei ole pystytty antamaan tarpeeksi tarkkaa juridista perustaa. Perustan muodostaminen sääntötutkimuksen kautta antaa tutkimukselle mahdollisuuden edetä käsittelemään sijoitusrahastoihin liittyviä ongelmia käytännönläheisemmästä katselukulmasta. Pelkästään sijoitusrahastojen sääntöjen tutkiminen taas veisi tutkimuksen juridisen dokumentaation tutkimiseen ilman käytännönläheistä näkökulmaa. Apuna sijoitustoiminnan tutkimuksessa käytetään erikoissijoitusrahastojen sääntöjen lisäksi mm. sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin sijoitusrahastoihin sovellettuja säännöksiä, jotka ensinnäkin muodostavat pohjan erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnalle, ja toisaalta niitä voidaan tarkastella yleisesti hyväksytyinä ainakin riittävän hajautuksen perustan muodostavina säännöksinä.

Neljännessä luvussa tutkitaan erikoissijoitusrahastojen tosiasiallista sijoitustoimintaa ja kuinka sitä kuvaillaan rahastojen säännöissä. Erikoissijoitusrahaston sääntöjen tutkimisen avulla olen pystynyt tunnistamaan ainakin kaksi erikoissijoitusrahaston piirrettä, jotka suomalaisessa rahastomaailmassa ovat hyvin tavallisia. Ensinnäkin erikoissijoitusrahastoista iso osa sijoittaa varojaan muihin rahastoihin ja toisaalta erikoissijoitusrahaston perustamiselle näyttäisi olevan ainakin yksi hyvin yleinen syy eli hyödykekaupankäynti. Neljäs luku keskittyy näiden yleisten erikoissijoitusrahastopiirteiden tarkempaan tutkimiseen.

Viidessä ja viimeisessä luvussa tutkimuksesta saadut tulokset kootaan yhteen ja tutkimuksen lukijalle pyritään muodostamaan mahdollisimman tarkka kuva yleisesti



erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta ja siihen liittyvistä tulkintaongelmista ja tarjoamaan tulkintaratkaisuja näihin ongelmiin. Lisäksi pyritään luomaan hieman näkökulmaa tällä hetkellä käynnissä oleviin uusiin lainsäädäntöprojekteihin, jotka todennäköisesti tulevat hieman muuttamaan erikoissijoitusrahastojen toimintaa sekä Suomessa että Euroopassa. Huomioitavaa uusissa sääntelyprojekteissa on kuitenkin se, että tällä hetkellä jo valmistuneista uusista säännöksistä yksikään ei tulle vaikuttamaan nimenomaisesti erikoissijoitusrahastojen (tai tavallisten sijoitusrahastojen) sijoitustoimintaan. Sääntelykehityksen kohteena näyttäisi tällä hetkellä olevan erityisesti sijoitustuotteiden markkinointi, riskienhallintamenetelmät ja useat uudet raportointivelvollisuudet sekä tietyt vaatimukset säilytysyhteisöille ja vastapuolille. Voi kuitenkin olla, että nämä tulevat sääntelymuutokset vaikuttavat myös epäsuorasti sijoitusrahastojen ydintoimintaan eli siihen, millä tavoin sijoitusrahastot pyrkivät oletettuun tuotto-odotukseensa.

## **2. Sijoitustoimintaa ohjaava sääntely**

Tämän luvun tarkoitus on pohtia sijoitustoimintaa koskevan sääntelyn luonnetta. Erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnan sääntely perustuu lähes pelkästään erikoissijoitusrahastojen sääntöjen tulkintaan, joiden perusta muodostuu tavallisia sijoitusrahastoja koskevasta SRL 11 luvusta ja täten pohjautuu sijoitusrahastodirektiiviin. Koska erikoissijoitusrahastojen säännöt ovat Finanssivalvonnan hyväksymismandaatin alla, pyritään tässä kappaleessa myös tutkimaan hieman Finanssivalvonnan roolia erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan oikeudellisten raamien muokkaajana.

### **2.1 Yleistä sijoitusrahastojen rakenteesta**

Suomessa rahastoyhtiö voi olla SRL 2.1 §:n 3 kohdan mukaan järjestäytynyt ainoastaan osakeyhtiöksi. ”Rahastoyhtiöt”, jotka eivät ole järjestäytyneitä osakeyhtiöiksi, eivät ole sijoitusrahastolain mukaisia rahastoyhtiöitä eikä niiden suorittamaa sijoitustoimintaa voida selvittää sijoitusrahastolain säännöksiensä puitteissa. Rahastoyhtiölle tai rahastolle tyypillisiä tehtäviä voidaan hoitaa esimerkiksi kommandiittiyhtiömuotoisena, jolloin kyseessä ei ole rahasto tai rahastoyhtiö vaan oikeudelliselta muodoltaan tavallinen kommandiittiyhtiö, jonka toiminta voi olla rahaston tyyppistä sijoitustoimintaa. Tällöin puhutaan usein pääomasijoittamisesta ja pääomarahastoista<sup>22</sup>. Myös esimerkiksi Ruotsissa on päädytty malliin, jossa ainoastaan osakeyhtiö voi toimia lain tarkoittamana rahastoyhtiönä<sup>23</sup>. Sijoitusrahastolla SRL 2.1 §:n 2 a kohdan mukaan tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja SRL 11 luvun mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita. Erikoissijoitusrahastolla SRL 2.1 §:n 2 b kohdan mukaan tarkoitetaan sijoitusrahastotoiminnassa hankittuja sekä Suomessa vahvistettujen sääntöjen ja *12 luvun* mukaan sijoitettuja varoja sekä niistä johtuvia velvoitteita (kursivointi tässä). Sijoitusrahastolain toistaiseksi uusimmassa muutosesityksessä on otettu kantaa suomalaisten rahastojen kansainväliseen kilpailukykyyn<sup>24</sup>, ja esimerkiksi SRL 47 §:n mukaan yhden rahaston sisäiset sijoitustoiminnalliset erot ovat jossain määrin sallittuja, esimerkiksi valuuttasarjaiset osuudet sekä osuussarjat, joille on hankittu indeksi-, inflaatio-, korko-, valuutta- tai muu suojaus ovat nykyään mahdollisia yhden sijoitusrahaston sisällä. Kuitenkaan muita kuin osakeyhtiömuotoisia rahastoyhtiöitä ei ole mahdollista luoda Suomen lainsäädännön mukaan kuten ei myös rahastoja joilla olisi oma oikeudellinen henkilöllisyys.

Sijoitusrahastolla ei siis ole omaa oikeudellista henkilöllisyyttä vaan sen on vain osuudenomistajilta merkittyjen varojen massa. Sijoitusrahaston, eli hallinnoitavat varat, omistaa sen osuudenomistajat ja sitä hallinnoi rahastoyhtiö, joka on erillään itse sijoitus- tai

---

<sup>22</sup> Hidén – Tähtinen 2005, s 23

<sup>23</sup> LIF 1 kap. 1 § 7 kohta

<sup>24</sup> HE 113/2011 vp. s. 79

erikoissijoitusrahastosta<sup>25</sup>. Sijoitusrahastojen erillisyys sen hallinnoimista varoista on varmistettu kieltämällä SRL 30 §:ssä rahastoyhtiön omistusosuus sen hallinnoimiin varoihin ja kieltämällä SRL 85 §:ssä sijoitusrahaston varojen sijoittaminen toisen rahastoyhtiön osakkeisiin. Sijoittamiskielto toisten rahastoyhtiöiden osakkeisiin on peräisin vuoden 1987 sijoitusrahastolaista ja sitä on perusteltu taloudellisen vallan keskittymisen ja ketjuuntumisen estämisellä<sup>26</sup>.

Joissain Euroopan Unionin jäsenvaltiossa on sallittu myös henkilöyhtiöiden käyttäminen rahastoyhtiön/rahaston tehtävissä, tällaisia maita ovat mm. Luxemburg, jossa UCITS-tyyppisten rahastojen toiminta on säädetty omalla laillaan ja niitä voidaan perustaa vain osakeyhtiömuotoisiksi<sup>27</sup>, mutta paikallisia ”erikoissijoitusrahastoja” voidaan perustaa useampaan muuhun Luxemburgin lain tuntemaan yhtiömuotoon<sup>28</sup>. Tällaisten rahastojen vertailu suomalaisiin rahastoihin ei ole kovinkaan yksinkertaista sillä itse rahastoilla on näissä tapauksissa oikeudellinen henkilöllisyys ja Suomen lain tuntemaa rahastoyhtiömallia ei ole laisinkaan. Joissain maissa sijoitusrahastoilla on oma oikeushenkilötyyppinsä, joka on luotu nimenomaan sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä varten. Tällaisia ovat mm. Cayman-saarten ”eriytettyjen salkkujen yhtiöt”<sup>29</sup>, joissa ideana on se, että yhden yhtiön sisällä eri rahastojen (portfolioiden) saatavat ja velat ovat eriytettyinä toisistaan jolloin yksi yhtiö voi pitää sisällään useamman rahaston ilman sijoittajien huolta muiden rahastojen konkurssista<sup>30</sup>. Struktuurin mielenkiintoisuutta oikeustieteen näkökulmasta lisää se, että ulkomaiset tuomioistuimet eivät välttämättä tunnusta näiden SPC:iden sisäistä segregaatiota ja niiden konkursseihin liittyviin oikeudenkäynteihin saattaa tulevaisuudessa liittyä mielenkiintoisia yllätyksiä<sup>31</sup>. Myös muilla pienillä rahastokeskittymillä on olemassa samantyyppisiä konsepteja kuten esimerkiksi ilmeisesti Guernsey-saarilta lähtöisin oleva

---

<sup>25</sup> Harju – Syyrilä 2001, s 15

<sup>26</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 154, viittaus HE 238/86 s. 18

<sup>27</sup> Luxemburgin sijoitusrahastolaki 25 artikla

<sup>28</sup> Luxemburgin erikoissijoitusrahastolaki 25 artikla

<sup>29</sup> eng. Segregated Portfolio Company. Yksi SPC saattaa pitää sisällään useita eriytettyjä varallisuusmassoja (SP:itä)

<sup>30</sup> Cayman Islands Companies Law Part XIV

<sup>31</sup> Aiheen on ottanut esille mm. Jones 2012, s 1-2 ja Boivin

”suojattujen solujen yhtiöt”<sup>32</sup>, joka myös perustuu yhden yhtiön sisäiseen segregaatioon (jakautuminen ”soluihin”)<sup>33</sup>.

Suomen lainsäädäntö ei salli yleisöltä suljettuja sijoitusrahastoja eikä Suomen lainsäädännön mukaisesti voida perustaa sijoitusrahastoja, joihin sijoittajilta vaadittaisiin tietynlainen pätevyys sijoitusrahasto-osuuksien merkintään. Esimerkiksi Yhdysvalloissa voidaan perustaa tavallista mutkikkaampia ja mahdollisesti korkeamman taloudellisen riskin rahastoja, mutta näitä rahastotyyppjä ei saa markkinoida samalla tavalla kuin Yhdysvalloissa tavallisia paikallisia sijoitusrahastoja eikä näiden sijoitusrahastojen osuuksia saa välttämättä merkitä kuin tietyt hyväksytyt henkilötyypit<sup>34</sup>. Tällaisten rahastojen yleisyyttä voidaan suuntaa-antavasti arvioida nojaten Dodd-Frank –reformin yhteydessä teetettyyn Yhdysvaltain SEC:n tutkimukseen, jonka mukaan näiden yksityisten rahastojen salkunhoitajia on noin 4 000 ja rahastoja noin 24 000<sup>35</sup>.

Jako ”kaikille hyväksytyihin” ja ”ammattimaisiin” rahastoihin mahdollistaa sen, että varainhoitoyritykset ja rahastoyhtiöt voivat tehdä strukturoidumpia tuotteita erilaisten sijoittajien ammattitaito ja toivomukset huomioon ottaen. On erittäin epätodennäköistä, ettei suurten eläkevarallisuutta hallinnoivien yhtiöiden ja pienten yksityissijoittajien ammattitaidossa ja tarpeissa olisi niin paljon eroa, ettei tämänkaltaiset rakennelmat voisivat olla mahdollisia Suomessakin. Mikäli rahastoyhtiö voisi tehdä tuotteita, jotka olisivat suunniteltu vain suurille institutionaalisille sijoittajille, pystyisi rahastoyhtiö toimimaan näissä tapauksissa paremmin institutionaalisten sijoittajien toivomusten mukaisesti ja esimerkiksi rahaston myyntiesitteet ja sijoitustoimintaa määrittelevät säännöt voisivat olla

---

<sup>32</sup> Protected Cell Company

<sup>33</sup> the Protected Cell Companies Ordinance 1997 sec. 2

<sup>34</sup> Esimerkiksi Qualified Eligible Person (17 CFR 4.7 (a)), joka saa sijoittaa ja joille saa markkinoida esimerkiksi 17 CFR 4.7 (b):n tarkoittamia hyödykerahastoja joihin kohdistettu valvonta ja rajoitukset ovat ”tavallisia” sijoitusrahastoja lievempiä tai Accredited Investor (Securities Act of 1933 sec. 2(a)(15)) joille voidaan laskea liikkeelle arvopapereita, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohdalla (Securities Act of 1933 sec. 4(2))

<sup>35</sup> SEC 2012, s. 2-3. Kyseessä ei kuitenkaan ole kaikki yksityiset rahastot vaan vain ne joiden käyttämät sijoitusinstrumentit kuuluvat SEC:n mandaattiin.

laadittu paljon yksityiskohtaisemmiksi. Rahastoyhtiö voisi jättää myös joitain pakollisia asiakirjoja pois tällaisesta institutionaalisille sijoittajille sallituista rahastoista. Esimerkiksi SRL 93 §:n mukainen avaintietoesite ei ole välttämättä useinkaan tarpeen ammattimaisille sijoittajille sillä siinä esitetty tieto on kovin yksinkertaistettua ja sitä voidaan pitää hyvin kuluttajasuuntautuneena. Lisäksi rahastoilla voisi kulujen karsimiseksi olla esimerkiksi vuosittainen tai puolivuositainen likviditeetti ja kuukausittainen arvonlaskenta, joka sopinee paremmin institutionaalisille sijoittajille kuin yksilösijoittajille. Piensijoittajien tuotteet voitaisiin strukturoida erityisesti heidän intressiensä mukaisesti esimerkiksi niin, että sijoitustoimintaa kuvailevat sääntöosat voitaisiin eri sijoitusinstrumenttien sijaan perustella enemmän riskikohtaisesti ja paremmin ymmärrettävässä muodossa. Voidaan olettaa, että ammattimaiset institutionaaliset asiakkaat ymmärtävät täysin sijoittamiseen liittyvät riskitekijät nykyisenlaisista sijoitustoimintaa selittävistä säännöistä, mutta pienet yksityissijoittajat eivät todennäköisesti osaa arvioida riskiä esimerkiksi sen perusteella, tehdäänkö johdannaiskauppaa Euroopan Unionin hyväksytyillä markkinapaikoilla vai OTC-transaktioina. Lisäksi on mahdollista, että rahastoyhtiöt jo nyt antavat suurille allokooijille enemmän informaatiota rahaston rakenteesta kuin tavallisille kuukausisäästäjille esimerkiksi yhteisten lounaiden lomassa. Pitäisin sitä jopa todennäköisenä, että rahastojen suuret asiakkaat vaativat rahastoyhtiöiltä esimerkiksi tietoa rahaston tarkoista sijoituspositioista huomattavasti useammin kuin SRL:n vaatiman puolivuositaisiin väliajoin.

Edellä esitetty sijoitusrahastorakenteita koskeva sääntely on täsmälleen sama sekä tavallisille sijoitusrahastoille että erikoissijoitusrahastoille. Rahastorakenteilla on suhteellisen suuri vaikutus myös sijoitustoimintaan ja sen järjestämiseen etenkin syöttörahas-to-kohderahasto- ja muissa multirahasto -struktuureissa, joita tässä tutkimuksessa käsitellään jäljempänä.

## 2.2 Sijoitusrahastojen säännöt

Jokaisella sijoitusrahastolla tulee olla Finanssivalvonnan hyväksymät säännöt, joiden sisältö luetellaan tarkemmin sijoitusrahastolaissa ja erityisesti sen 7 luvussa. SRL:ssa ei ole tältä osin tehty varsinaista eroa sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston sääntöjen välille vaan molempien säännöiltä vaadittu sisältö on säännelty samassa sijoitusrahastolain luvussa. Erikoissijoitusrahaston säännöissä ei ole sääntöjen rakenteessa näkyviä poikkeuksia verrattuna tavallisiin sijoitusrahastoihin. Tässä luvussa pyritään ensiksi selvittämään sääntöjen sisältöä, rakennetta ja hyväksymistä koskevia asioita yleisellä tasolla kaikkien sijoitusrahastojen kohdalla, jonka jälkeen pyritään pohtimaan lainkohtia, jotka koskevat ainoastaan erikoissijoitusrahastoja.

Suomalaisten sijoitusrahastojen sääntöjä voidaan kansainvälisessä vertailussa pitää eräänlaisena poikkeuksena usein toisenlaisesta kansainvälisestä käytännöstä. Suomalaisten sijoitusrahastojen säännöt ovat ikään kuin rahaston perustamisasiakirjoja, mutta koska suomalaisella sijoitusrahastolla ei ole oikeushenkilöllisyyttä, ei niitä sellaisina voida pitää ainakaan samassa mielessä kuin yhtiöoikeudellisia perustamisasiakirjoja. Useissa muissa maissa se dokumentti, joka suurin piirtein vastaa sijoitusrahaston sääntöjä, ei ole paikallisen sijoitusrahastolainsäädännön mukainen vaan säännökset tulevat yleisestä yhtiöoikeudesta koska rahastot ovat usein henkilömuodoltaan tavallisia yhtiöitä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ”investment company” eli sijoitusyhtiö, on määritelty laissa yhtiöksi, joka esiintyy pääasiallisesti arvopapereihin sijoittamiseen, uudelleensijoittamiseen tai arvopapereilla kaupankäyntiin sitoutuneeksi yhtiöksi<sup>36</sup>. Sijoitusyhtiö voi siis käytännössä olla oikeastaan missä tahansa yhtiömuodossa ja tällaisilla yhtiötyypeillä on omanlaisensa perustamisasiakirjat. Yhdysvaltalainen sijoitusrahastolainsäädäntö ei niinkään sääntele näitä perustamisdokumentteja vaan sijoitusrahastolainsäädännön huomio saatetaan keskittää markkinointitarkoituksessa käytettyyn esitteeseen (*prospectus*), joka vastaa

---

<sup>36</sup> 1940 Investment Company Act sec. 3(a)(1)

pitkälti suomalaisen rahastoesitteen käyttötarkoitusta<sup>37</sup>. Vastaavalla tavalla muissa maissa, joissa rahastot ovat yhtiömuotoisia, ovat perustamisdokumentit kyseiselle yhtiölle tyypillisessä muodossa. Esimerkiksi Luxemburgissa rahastot voivat olla société anonyme, société européenne, société a responsabilité limitée, société en commandite par actions, société commandite simple tai société coopérative organisée sous forme de société anonyme muotoisia, jotka ovat kaikki ”tavallisia” yhtiömuotoja ja perustetaan kuten muutkin yhtiöt<sup>38</sup>.

Suomalaisissa rahastoissa sääntöjen merkitystä voidaan siis ainakin jossain määrin verrata yhtiöoikeudellisiin yhtiön perustamisdokumentteihin kuten yhtiöjärjestykseen. Vertailu ei kuitenkaan ole täysin onnistunut sillä, yhtiöjärjestyksestä ei esimerkiksi voi OYL 5 luvun 27.2 §:n mukaan muuttaa pelkästään hallituksen päätöksellä kuten sijoitusrahastojen sääntöjä SRL 23.2 §:n mukaisesti voi (ja pitää). Säännöt kuitenkin edustavat jonkinasteista pysyvyyttä sijoitusrahaston toiminnassa ja sijoitusrahaston säännöt on se dokumentti, jonka sisältöä tarkimmin säännellään SRL:ssa.

### **2.2.1 Sijoitusrahastojen sääntöjen rakenne ja vahvistaminen**

Sijoitusrahastojen säännöille ei ole annettu varsinaista muotoedellytystä vaan SRL 7 luku tyytyy vain luettelemaan kaikki ne asiat, jotka sijoitusrahaston säännöissä on ainakin mainittava. Mainittavia asioita on SRL 41 §:n mukaan sijoitustoiminnan tarkoitus sekä sijoitusrahaston varojen sijoittaminen, sijoittamisesta aiheutuvat kulut, ovatko osuudet tuotto- ja/tai kasvuosuuksia, kuinka rahastoyhtiön hallituksen jäsenet valitaan ja aikooko sijoitusrahasto tehdä lainaus- tai takaisinostosopimuksia, missä määrin ja kenen kanssa.

---

<sup>37</sup> Securities Act of 1933 sec. 10(a)

<sup>38</sup> Ernst & Young September 2012 s. 93

SRL 43.1 §:n mukaan sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitetun sijoitusrahaston säännöt vahvistaa Finanssivalvonta rahastoyhtiön hakemuksesta, mikäli säännöt ja niiden muutokset ovat lain mukaiset ja selkeät. Erikoissijoitusrahastojen säännöille ei ole asetettu vastaavaa selkeysvaatimusta vaan se lain sanamuodon mukaan koskee ainoastaan UCITS-direktiivin mukaisia rahastoja. Sääntöjen selkeyden on täsmennetty SRL:n eduskuntakäsittelyssä tarkoittavan sitä, että säännöt eivät ole harhaanjohtavat<sup>39</sup>. Ilmeisesti erikoissijoitusrahastolle asetetut tiukemmat vaatimukset asettavat samankaltaisia selkeysvaatimuksia myös erikoissijoitusrahastolle. ”Selkeys” -termillä voidaan jättää Finanssivalvonnalle mahdollisuus kieltäytyä sääntöjen vahvistamisesta, mikäli Finanssivalvonta itse ei pysty arvioimaan sääntöjen perusteella, ovatko kyseiset säännöt sijoitusrahastolain ja sijoitusrahastodirektiivin mukaiset. Tällöin rahastoyhtiön lienee selvennettävä sääntöjen sisältöä ja muotoilua ennen kuin Finanssivalvonta voi ne vahvistaa.

Lainmukaisuutta arvioitaessa sekä sijoitusrahastojen että erikoissijoitusrahastojen kohdalla on myös tärkeää ottaa huomioon onko kyse uuden rahaston sääntöjen ensimmäisestä hyväksymisestä vai jo olemassa olevan sijoitusrahaston sääntömuutoksesta. Lienee selvää, että sääntömuutoksen kohdalla arvioinnissa tulee ottaa huomioon muun kokonaisarvioinnin lisäksi nykyisten osuudenomistajien asema. Osuudenomistajien asema saattaa sinänsä lainmukaisten sääntöjen muuttuessa vaarantua oleellisesti esimerkiksi jos sijoitusrahasto vaihtaa aikaisemmin asetettuja sijoituskohteitaan perusteellisesti tai muuttaa rahaston palkkiorakennetta rahasto-osuudenomistajien kannalta huomattavasti epäedullisemmaksi. Esimerkiksi vuosittaisen hallinnointipalkkion nostaminen yhdestä kolmeen prosenttiin muuttaisi osuudenomistajien asemaa huomattavasti, vaikka sinällään kolmen prosentin hallinnointipalkkio ei ole millään tavalla lainvastainen<sup>40</sup>. Sääntömuutoksia varten on osuudenomistajille asetettu tiedonsaantioikeus (tai rahastoyhtiölle tiedonantovelvollisuus),

---

<sup>39</sup> TaVM 35/98

<sup>40</sup> Useissa tutkimuskohteena olevissa rahastoissa on jopa kolmen prosentin hallinnointipalkkioita veloittavia erikoissijoitusrahastoja. Suomen korkeimmat hallinnointipalkkiot ovat (direktiivin mukaisilla) rahastoilla FIM BRIC+, FIM BRIC Small Cap ja FIM Sahara, joiden vuotuinen ilmoitettu hallinnointi- ja säilytyspalkkio on 3,3 % (Rahastoraportti 8/2012)



sillä SRL 43.4 §:n mukaan ”sijoitusrahaston sääntöjen muutos tulee voimaan vasta kuukauden kuluttua siitä, kun Rahoitustarkastus<sup>41</sup> on vahvistanut muutoksen ja muutos on saatettu rahasto-osuudenomistajien tietoon sijoitusrahaston säännöissä mainitulla tavalla, jollei Rahoitustarkastus toisin päättä muutoksen laajuus ja rahasto-osuudenomistajien etu huomioon ottaen”. Oletettavaa on, että esimerkiksi rahastoyhtiön perimien palkkioiden ja muiden suurehkojen materiaalistien muutosten edessä Finanssivalvonta saattaisi päättää pidemmästä aikavälistä niin, että osuudenomistajilla on mahdollisuus lunastaa osuutensa ennen uusien ”epäoikeudenmukaisten” sääntöjen voimaantumista<sup>42</sup>. Harjun ja Syyrilän teoksessa on mielenkiintoisesti todettu, että poikkeava sääntömuutosaikataulu olisi käytännössä ainoastaan lakiin kirjattua nopeampaa aikataulua tapauksissa, joissa pelkästään teknisiä muutoksia sisältävä sääntömuutos voidaan tarvittaessa määrätä tulemaan voimaan kuukautta lyhyemmässäkin ajassa<sup>43</sup>. Aivan varauksetta en pysty jakamaan heidän tarjoamaansa näkökulmaa sillä edellä esitetyillä perusteilla se on hyvinkin mahdollista, että todella suurien sääntömuutosten edessä rahasto-osuudenomistajien osuudelle saatettaisiin varata myös pidempi aika reagoida tuleviin muutoksiin. Mikäli sijoitusrahaston luonne muuttuu oleellisesti, on sijoittajan arvioitava sijoitustavoitteensa perinpohjaisesti uudestaan ja esimerkiksi suurien institutionaalisten sijoittajien varainhoitoarviointi saattaisi helposti vaatia yli kuukauden kestävä prosessin muuttuneen sijoitustoiminnan sopivuuden arvioinnille<sup>44</sup>. Harjun ja Syyrilän mainitsemat puhtaan tekniset muutokset sijoitusrahaston sääntöihin, kuten esimerkkinä käytetty sijoitusrahaston nimenmuutos, lienevät juuri niitä joissa Finanssivalvonnan arvioinnin mukaan nopeampi aikataulu voisi olla sallittu ja mahdollisesti esimerkiksi heti päätöksen teon jälkeen hyväksyttävissä ja voimaanpantavissa. Lisäksi nopeutettu aikataulu lienee perusteltua ainakin silloin, kuin lakimuutoksen takia sijoitusrahasto on pakotettu muuttamaan sääntöjään uuden lainsäädännön vaatimassa aikataulussa.

---

<sup>41</sup> eli Finanssivalvonta (SRL 4.1 §)

<sup>42</sup> On myös huomioitava että rahastoyhtiöt saattavat käyttää lunastuspalkkiota niin, että lunastuksesta veloittava palkkio on sitä suurempi, mitä nopeammin merkitsemisestä osuudenomistaja lunastaa osuutensa.

<sup>43</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 181

<sup>44</sup> Finanssivalvonnan mukaan suuret sijoituspoliittiset muutokset eivät voi tulla voimaan ainakaan kuukautta lyhyemmässä ajassa. (Finanssivalvonta – Sijoitusrahaston sääntömuutoksen voimaantulo)

Suomalaisten rahastojen säännöt ovat muodostuneet rakenteeltaan hyvin samankaltaisiksi. Säännöt on jaettu lähes poikkeuksetta pykäliin, joissa jokaisessa säännellään yhdestä SRL 7 luvussa mainitusta vaatimuksesta sääntöjen sisällölle. Rahastoyhtiöt ovat kuitenkin kehittäneet rakenteeltaan myös erilaisia sääntöjä, joille Finanssivalvonta (tai Rahoitustarkastus) on antanut hyväksyntänsä. Säännöt on esimerkiksi saatettu rakentaa niin, että kaikilla saman rahastoyhtiön rahastoilla on yhteinen sääntöosa rahastoyhtiön yleisistä säännöistä, ja lisäksi jokaisella sijoitusrahastolla on omat säännöt, joissa ilmoitetaan poikkeuksista yhteisiin sääntöihin ja lisäksi rahaston omista rahastokohtaisista säännöistä<sup>45</sup>. Finanssivalvonta on myös hyväksynyt käytännön, jossa rahastoyhtiön yleisiä sääntöjä ei ole edes liitetty osaksi sijoitusrahaston omia sääntöjä. Esimerkiksi Finlandia Rahastoyhtiö Oy:n ja Aktia Rahastoyhtiö Oy:n rahastokohtaisissa säännöissä mainitaan ainoastaan kyseisen rahaston nimi ja rahaston sijoitustoiminta. Rahastokohtaisissa säännöissä ei myöskään edes aina viitata rahastoyhtiön sääntöihin, joita tulee tulkita yhdessä rahastokohtaisten sääntöjen kanssa<sup>46</sup>. Rahastoyhtiön yleisen sääntöosan käyttöä ei vielä sinällään voitane pitää harhaanjohtavana, mutta rahastoyhtiön jakaessa sääntöjään useaan eri dokumenttiin, on rahastoyhtiön oltava erityisen tarkkana, että se toimittaa kaikki dokumentit asiakkaan luettavaksi ja että sijoittaja ymmärtää mitkä osat mistäkin dokumentista on asiakkaan tuotetta koskevia. Vastuu siitä, että annettu tieto ei ole harhaanjohtavaa, on yleensä rahastotuotteiden markkinoijalla, joka voi siis olla muukin taho kuin rahastoyhtiö itse. Lainkohdassa totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antavaa taho ei ole yksilöity, mutta jotkut pakolliset markkinointimateriaalit ovat SRL 89.2 §:n ja SRL 92 §:n ensisijaisesti rahastoyhtiön vastuulla. Markkinointisäännösten kohteen yksilöinnin puuttuminen on selitettävissä mm. sillä, että näin myös kaikki rahastoyhtiön lukuun toimivat toimijat ovat saman säännöksen sitomia.

---

<sup>45</sup> esimerkiksi ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy, FIM Varainhoito Oy ja Finlandia Rahastoyhtiö Oy ovat päätyneet tällaiseen ratkaisuun, jossa säännöillä on yhteinen ja erityinen osa

<sup>46</sup> Esimerkiksi POP-erikoissijoitusrahastojen (Eurooppa, Maailma, Suomi, Pohjoismaat) säännöt, jotka vielä ehkäpä hieman harhaanjohtavasti ovat Aktia rahastoyhtiön rahastoyhtiökohtaisten sääntöjen osana.

## 2.2.2 Erityiset vaatimukset erikoissijoitusrahaston säännöille

Erikoissijoitusrahastojen kohdalla sääntöjen vahvistamiskäytäntö poikkeaa UCITS-direktiivin mukaisten sijoitusrahastojen vahvistamiskäytännöstä SRL 43 §:n mukaisella tavalla. Finanssivalvonta vahvistaa rahastoyhtiön hakemuksesta erikoissijoitusrahaston säännöt, jos ne ovat lain mukaiset ja saadun selvityksen perusteella voidaan pitää todennäköisenä, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei vaarannu, ja erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnan riskit hajautetaan riittäväällä tavalla<sup>47</sup>. Lisäksi Finanssivalvonnalla on SRL 43.2 §:n mukaan rahastoyhtiötä kuultuaan oikeus asettaa rahastoyhtiön ja erikoissijoitusrahaston toimintaa koskevia valvonnan kannalta välttämättömiä rajoituksia ja ehtoja. On kuitenkin osittain epäselvää, että millaisia ehtoja Finanssivalvonta voi antaa ja on antanut rahastoyhtiöille. Kuten jo tutkimuskysymystä aseteltaessa on osittain todettu, on erikoissijoitusrahastojen sääntely hyvin samantyyppistä kuin sijoitusrahastodirektiivin mukaisilla rahastoilla ja sääntely perustuu hyvin paljolti UCITS-direktiiviin. Erikoissijoitusrahastoille sallitut poikkeamat liittyvät pitkälti ainoastaan rahaston sijoitustoimintaan ja mahdollisuuteen poiketa päivittäisestä likviditeetistä. Osittain sijoitustoimintaan liittyvistä ja osittain siihen liittymättömien seikkojen vuoksi, sijoitusrahaston sääntöjen vahvistamiskäytäntö on siis hieman erilaista. Tämän kappaleen tarkoituksena on selvittää hieman suoranaisesti sijoitustoimintaan liittymättömien sääntöpoikkeuksien sisältöä.

Erikoissijoitusrahastoa koskevat ainoat poikkeukset sääntöjen sisältöä ja rakennetta koskien ovat mainittuna SRL 41.3 ja 42.2 §:issä. SRL 41.3 §:n mukaan erikoissijoitusrahaston säännöistä on selkeästi käytävä ilmi ne seikat, joiden vuoksi sijoitusrahastoa pidetään erikoissijoitusrahastona. Vaikka lainkohta ei suoraan sitä mainitsekaan, voitaneen sanamuodosta päätellä, että erikoissijoitusrahastolla tulee olla erikoissijoitusrahaston luonne vaikka tavallisen sijoitusrahaston sääntelyvaatimukset täyttävä rahasto periaatteessa pystyttäisiin rekisteröimään erikoissijoitusrahastoksi. Lain sanamuoto on sinänsä epäselvä,

---

<sup>47</sup> vrt. tavallisten sijoitusrahaston vaatimuksena ”lain mukaiset ja selkeät”

sillä SRL 44 §:n mukaan ”sellaista sijoitusrahastoa, jonka säännöt täyttävät sijoitusrahastodirektiivin vaatimukset, ei voida *muuttaa* erikoissijoitusrahastoksi” (kursivointi tässä). Laki siis nimenomaisesti kieltää rahaston muuttamisen erikoissijoitusrahastoksi, mutta vaikenee sijoitusrahastodirektiivin mukaisen sijoitusrahaston alkuperäisestä rekisteröinnistä erikoissijoitusrahastoksi. Myös UCITS-direktiivin mukaan jäsenvaltioiden on kiellettävä UCITS-rahastojen muuttamasta itseään sellaisiksi yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviksi yrityksiksi, joihin ei sovelleta UCITS-direktiiviä<sup>48</sup>. Rahastoyhtiön kannalta useinkaan ei ole olemassa materiaalisia syitä rahaston muodostamista erikoissijoitusrahastoksi tavallisen sijoitusrahaston sijaan, mutta erikoissijoitusrahaston muodostaminen teoriassa saattaisi olla perusteltua esimerkiksi tapauksissa, jossa rahastoyhtiö haluaa pienentää poliittista riskiä Euroopan Unionin tulevaa sääntelyä välttääkseen eikä halua olla suoranaisesti uudempien UCITS-säännösten muutosten kohteena. Esimerkiksi UCITS V –direktiivi tulee todennäköisesti lisäämään jonkin verran säilytysyhteisöille asetettuja velvollisuuksia ja mahdollisesti näin säilytysyhteisölle maksettavia korvauksia<sup>49</sup> ja UCITS VI –direktiivin konsultaatiossa pohditaan esimerkiksi tällä hetkellä sallittujen markkinainstrumenttien likviditeettiriskiä ja vastapuoliriskiä<sup>50</sup> ja mahdollisia muutoksia niihin<sup>51</sup>. Finanssialan keskusliitto on kannanotossaan katsonut, että UCITS-sääntelyssä ei ole tarvetta rajoittaa enempää yhteissijoitusyritykselle sallittuja sijoitusinstrumentteja<sup>52</sup>.

---

<sup>48</sup> UCITS-direktiivi, 1 artikla 5. kohta. Direktiivin sanamuodosta ”muuttamasta itseään”, huomaa, että direktiivin valmistelemissä on ajateltu rahastotyyppettä, joilla on oma oikeudellinen henkilöllisyytensä. ”Kuin piru raamattua” –tulkintaa käyttämällä direktiivi ei sanamuotoisesti estä muiden kuin rahaston itsensä tekemää muutosta. Suomessa muutos tehtäisiin rahastoyhtiön hallituksen päätöksellä (ikään kuin sääntömuutoksena) rahaston oman päätöksentekovelvoitteen puuttuessa. Tämä kuitenkin on (aiivan direktiivin hengen mukaisesti) estetty SRL 44 §:ssä.

<sup>49</sup> UCITS V –ehdotus, s. 7. On myös otettava huomioon, että UCITS V –direktiivin mahdolliset lisäsäännökset säilytysyhteisöä koskien saattavat myös tulla sovellettavaksi suomalaisiin erikoissijoitusrahastoihin.

<sup>50</sup> Vastapuoliriski voidaan määrittellä rahastoon kohdistuvana tappioriskinä, joka johtuu siitä, että liiketoimen vastapuoli saattaa laiminlyödä velvoitteensa ennen liiketoimeen liittyvän kassavirran lopullista selvittämistä (2010/43(EU) Artikla 3 kohta 1 kohta 7).

<sup>51</sup> UCITS VI -konsultaatio

<sup>52</sup> Finanssialan keskusliitto 2012

Käytäntö säännöissä mainittuihin poikkeamiin UCITS-rahastoista on hyvin samankaltaista kaikkien erikoissijoitusrahastojen kohdalla ja usein poikkeamat sijoitusrahastodirektiivin mukaisesta sääntelystä on mainittu suhteellisen ylimalkaisesti erikoissijoitusrahaston sääntöjen ensimmäisessä pykälässä. Sijoitustoiminnan kannalta oleellisia poikkeamia ei useinkaan ole erikseen eritelty ja täten rahaston säännöistä ei sijoitusrahastolainsäädäntöä tuntematta voi selvittää, kuinka rahasto tässä suhteessa poikkeaa direktiivistä. Tyypillisiä 41.3 §:n vaatimia sääntökohtia erikoissijoitusrahaston luonteesta on yleinen toteamus, että erikoissijoitusrahasto poikkeaa tavallisille sijoitusrahastoille määritetyistä hajauttamis- ja riskivaatimuksista kuten; ”rahaston riskiä ei tarvitse sääntöjen mukaan hajauttaa niin laajalle kuin tavallisissa sijoitusrahastoissa<sup>53</sup>”, tai samansisältöisiä hieman erilaisessa sanamuodossa; ”Rahasto on erikoissijoitusrahasto, joka voi poiketa eräistä sijoitusrahastolain tavallisia sijoitusrahastoja koskevista säännöistä ja rajoituksista, kuten rajoituksista koskien Rahaston varojen hajauttamista”<sup>54</sup>. Lähes jokaisen erikoissijoitusrahaston kohdalla sääntökohta sijoitusrahastodirektiivin poikkeamasta on samankaltainen. Koska erikoissijoitusrahastot lähinnä poikkeavat tavallisista sijoitusrahastoista juuri hajauttamisen osalta, sääntökohdan merkitykseksi on jäänyt vain tiedottaminen sijoittajille siitä, että erikoissijoitusrahastot yleensäkin poikkeavat UCITS-direktiivin hajautusvaatimuksesta. Sijoittajansuojan ja tiedottamisen selkeyden kannalta olisi toivottavaa, että erikoissijoitusrahastoja vaadittaisiin vielä täsmentämään sitä, mitä esimerkiksi hajauttamisesta poikkeaminen voi tarkoittaa osuudenomistajan näkökulmasta tai antamaan konkreettisemmän kuvan siitä, mistä hajautusmääräyksistä erikoissijoitusrahasto poikkeaa. Esimerkiksi ”Rahasto on erikoissijoitusrahasto, sillä se saattaa sijoittaa 50 % muun kuin sijoitusrahastodirektiivin mukaisen sijoitusrahaston tai yhteissijoitusyrityksen osuuksiin. Sijoitusrahastodirektiivin mukaisilla sijoitusrahastoilla

---

<sup>53</sup> AJ Value Hedge 1.2§ 2 kohta

<sup>54</sup> Erikoissijoitusrahasto EQ Active Hedge 1§, Erikoissijoitusrahasto EQ High Yield Bond 1§, Erikoissijoitusrahasto Handelsbanken Click Ruotsi 90 1.3 §, Erikoissijoitusrahasto Nordea III Takuuturva 100 1.2§, Erikoissijoitusrahasto Tapiola Aasia-Tyynimeri 1.2§ jne.

vastaava rajoitus on 30 %”<sup>55</sup>. Tämäntyyppinen sijoitusrahastodirektiiviin vertaileva erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnan kuvaus saattaisi olla kaikkein selkein tapa ilmoittaa erikoissijoitusrahaston erikoisluonne.

Toinen poikkeama erikoissijoitusrahaston sääntöjen sisällölle tavallisista sijoitusrahastoista mainitaan SRL 42.2 §:ssä, jonka mukaan ensinnäkin erikoissijoitusrahaston nimessä on mainittava sana erikoissijoitusrahasto, ja toisaalta erikoissijoitusrahaston nimi ei saa olla omiaan johtamaan sijoittajia harhaan. Lainsäätäjän valinta nimen harhaanjohtamiskiellosta on yhtä vähän selitettävissä kuin aikaisemmin mainittu sijoitusrahastojen säännöille kohdistettu selkeysvaatimus joka koskee lain sanamuodon mukaan vain tavallisia sijoitusrahastoja. Yhtä paljon kuin selkeysvaatimuksen tulisi koskea molempia rahastotyyppisiä, tulisi myös harhaanjohtamiskiellon olla yhtä selkeästi yhdistettävissä tavallisiin sijoitusrahastoihin pelkästään erikoissijoitusrahastojen sijaan. Harhaanjohtamiskielloa voidaan pitää eräänlaisena täsmentämislausekkeena kun SRL 43.2 §:n mukaan erikoissijoitusrahastojen säännöt eivät saa vaarantaa luottamusta rahoitusmarkkinoiden toimintaan. SRL 43.2 §:n laajempi yleislauseke käsittänee jo erikoissijoitusrahastojen harhaanjohtavan nimeämisen luottamusta vaarantavana tekijänä<sup>56</sup>. Luottamuksen vaarantaminen tai harhaanjohtava sijoitusrahaston nimeäminen lain sanamuotojen mukaan koskisi ainoastaan erikoissijoitusrahastoja sillä sekä SRL 43.2 § että 41.1 § 1 kohta ovat vain erikoissijoitusrahastoja kokevia erityislausekkeita. Lainsäätäjän tarkoituksena ei kuitenkaan liene ollut että tavalliset sijoitusrahastot saisivat (tai ehkäpä niiden pitäisi) vaarantaa rahoitusmarkkinoiden luottamusta tai nimetä rahastonsa yleisöä harhaanjohtavasti, vaan kyseessä lienee tällaisten asioiden painottaminen erikoissijoitusrahastojen kohdalla niiden vapaamman sääntelyn vuoksi.

---

<sup>55</sup> Toisena konkreettisena esimerkkinä: ”Rahasto on erikoissijoitusrahasto, sillä se saattaa sijoitusrahastodirektiivin mukaisista sijoitusrahastoista poiketen sijoittaa kiinteistöihin tai kiinteistöihin oikeuttaviin arvopapereihin”.

<sup>56</sup> Vaikka sijoitusrahaston nimi ei varsinaisesti ole osa sijoitusrahaston sääntöjä, voidaan kaikki sääntöjä koskeva lainsäädäntö ulottaa myös sijoitusrahaston nimeen, sillä 41.1 §:n 1 kohdan mukaan sijoitusrahaston nimi on mainittava säännöissä.

## **2.3 Erikoissijoitusrahastojen sääntöjen lainmukaisuus ja suhde Finanssivalvonnan toimintaan**

Finanssivalvonta on Suomessa tärkein rahoitusmarkkinoita valvova elin, jonka toiminnan tavoitteena on FIVAL 1 §:n mukaan finanssimarkkinoiden vakauden edellyttämä luotto-, vakuutus- ja eläkelaitosten ja muiden valvottaviksi säädettyjen vakaa toiminta, vakuutettujen etujen turvaaminen sekä yleinen luottamus finanssimarkkinoiden toimintaan. Lain tarkoittamia muita valvottaviksi säädettyjä ovat mm. tässä tutkimuksessa keskeisessä osassa olevat rahastoyhtiöt, jotka on mainittu FIVAL 4.2 §:ssä. FIVAL 3 §:n mukaan Finanssivalvonta mm. ”antaa lain soveltamisen kannalta tarpeellisia määräyksiä”, joita tässäkin tutkimuksessa on käytetty esimerkiksi täsmentämällä laintulkintaa Finanssivalvonnan tulkintarekisterin avulla. Finanssivalvonnan rooli on myös vahvasti esillä tietenkin sääntöjen tulkinnassa. Finanssivalvonta vahvistaa erikoissijoitusrahaston säännöt SRL 43.2 §:n mukaisesti, jos säännöt ovat lain mukaiset ja jos saadun selvityksen perusteella voidaan pitää todennäköisenä, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei vaarannu ja että erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnan riskit hajautetaan riittäväällä tavalla.

Jo aikaisemmin on pohdittu kohdan ”lain mukaiset” sisältöä, joka on jäänyt tässä tutkimuksessa toistaiseksi hieman epäselväksi. Säännöksen tavoitteet toisaalta on helppo ymmärtää, että lainsäätäjällä haluaa pitää todennäköisenä, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei vaarannu eikä erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnan riskit hajauteta riittäväällä tavalla. FIVAL 1 § ja SRL 43.2 § ovat periaatesisällöltään hyvin samantyyppisiä, vakautta ja luottamusta rahoitusmarkkinoista painotetaan, kysymys on tällöin miksi sijoitusrahastolainsäädännön tulee olla vielä erikseen lain mukaiset? Kysymys saattaa vaikuttaa triviaalilta, mutta sen tutkiminen on mielekästä kun halutaan verrata Finanssivalvonnan toimintaa joihinkin muiden valtioiden vastaaviin valvontaorganisaatioihin. Lainmukaisuusvaatimuksella pystytään korostamaan sitä, että Finanssivalvonnalla ei ole mandaattia toimia lain kirjaimen

vastaisesti, vaikka se katsoisi, että vakauden ja luottamuksen vaatimukset toiminnassa täytyisivätkin. Finanssivalvonnalle ei siis ole annettu kaksoisroolia valvonnan ja sääntelyn kehittäjänä vaan sen rooli on korostuneen valvova.

Finanssivalvonnan toimintaa ja sen mandaattia voidaan verrata Yhdysvaltain arvopaperimarkkinaviranomaisten toimintatapaan. Yhdysvalloissa suomalaista sijoitusrahastolakia eniten vastaava laki on 1940 Investment Company Act, joka sääntelee Yhdysvalloissa varsin tavallisia rahastoja. 1940 Investment Company Actin mukaan sen tarkoitus on eliminoida ne olosuhteet, jotka epäsuotuisasti heikentävät kansallista yleistä etua tai sijoittajien etua<sup>57</sup>. Suuri ero suomalaiseen käytäntöön verrattuna on se, että SEC:llä, tai oikeastaan sen osastoilla, on mahdollisuus tehdä lain kirjaimesta poikkeavia tulkintoja julkistamalla toimeenpiteistäpidättäytymiskirjeitä<sup>58</sup>, joissa SEC:n joku osastoista ilmoittaa pidättäytymästä toimenpiteistä mikäli pidättäytymistä pyytänyt toimija toimii juuri kirjeessä mainitulla tavalla. Kirjeessä osasto antaa vastauksen tarkkaan kysymykseen ja mahdollisesti suosittelee, että SEC ei aloittaisi toimenpiteitä tiettyä tahoa vastaan vaikka he rikkovatkin lakia tai ainakin sen tiukkaa sanamuotoa.

SEC:n toimeenpiteistäpidättäytymiskirjeistä ja niiden vaikutuksista voi antaa suhteellisen hyvän kuvan esimerkiksi esittämällä ulkomaisten sijoitusneuvojen tilanteen kehitystä SEC:n toimeenpiteistäpidättäytymiskirjeiden historiaa seuraamalla. Englantilainen sijoitusneuvontayritys Richard Ellis lähetti vuonna 1981 SEC:n varainhoito-osastolle<sup>59</sup> no-action -pyynnön sillä perusteella, että Richard Ellis haluaisi tarjota sijoitusneuvontapalveluitaan yhdysvaltalaisille asiakkaille omistamansa yhdysvaltalaisen tytäryhtiön kautta. 1940 Investment Advisers Act sec 208:n mukaan, mikäli yhtiön olisi kielletty harjoittamasta laissa tarkoitettua toimintaa, ei se saa harjoittaa tuota toimintaa myöskään toisen yhtiön kautta. Koska englantilainen Richard Ellis ei ollut SEC:n rekisteröitynyt yritys, ei se olisi saanut harjoittaa edes epäsuorasti tuota toimintaa

---

<sup>57</sup> 1940 Investment Company Act sec 1

<sup>58</sup> eng. no action -letter

<sup>59</sup> Division of Investment Management



omistamansa, SEC-rekisteröityneen, tytäryhtiön kautta. SEC toteaa kuitenkin toimeenpiteistäpidättäytymiskirjeeseään, että Richard Ellisin tytäryhtiö saa harjoittaa sijoitusneuvontatoimintaa Yhdysvalloissa, mikäli tytäryhtiö täyttää tietyt SEC:n no-action kirjeeseään antamat taloudelliset, omistajakontrolliin ja johdon erillisyyteen liittyvät ehdot<sup>60</sup>.

Richard Ellis –kirjeen emoyhtiö-tytäryhtiö –rakenne lienee johtunut siitä, että SEC oli määrännyt lain noudattamisen joko-tai –malliseksi siten, että mikäli yhtiö on SEC-rekisteröitynyt, tulee sen noudattaa kaikkia laista johtuvia säännöksiä. Brasilialainen pankki Uniao de Bancos de Brasileiros S.A kuitenkin 1992 pyytämässään kirjeessä kuitenkin vetosi siihen, että sillä Brasilian kolmanneksi suurimpana pankkina on paljon brasilialaisia asiakkaita, joiden se ei olisi halunnut joutuvan yhdysvaltalaisen lainsäädännön kohteeksi mikäli pankki rekisteröisi itsensä Yhdysvaltoihin ja alkaisi tarjoamaan sijoitusneuvontaa myös yhdysvaltalaisille asiakkaille. SEC vastauksessaan toteaa, että se on aikaisemmin ottanut katsantokannan, jonka mukaan sekä ulkomaiset että yhdysvaltalaiset yritykset joutuvat rekisteröityessään SEC:n valvonnan alaiseksi noudattamaan yhdysvaltain lakia sekä suhteessa yhdysvaltalaisiin että ulkomaalaisiin asiakkaisiinsa. SEC samassa vastauksessaan toteaa, että lain tarkka noudattaminen, johtaa siihen, että ulkomaalaiset yritykset ovat haluttomia rekisteröitymään Yhdysvaltoihin ja tarjoamaan palveluitaan Yhdysvalloissa, mikäli he joutuisivat noudattamaan yhdysvaltalaista sääntelyä myös Yhdysvaltojen ulkopuolella. Tämä sääntely nimittäin saattaa poiketa paikallisesta liiketoimintatavasta, joka on sekä paikallisen lain että paikallisen hyvän tavan mukaista. Lisäksi SEC oletti että ei-yhdysvaltalaisen yhtiön ei-yhdysvaltalaiset asiakkaat eivät yleensä oleta asiakassuhteen olevan yhdysvaltalaisen lain sääntelemää. SEC viittaa myös aikaisemmin julkaisemaansa Richard Ellis –kirjeeseen, mutta toteaa, että ulkomaalaisten yhtiöiden saattaa olla vaikeaa eritellä toimintojaan SEC:n esittämällä tavalla ja lisäksi

---

<sup>60</sup> No action –letter - Richard Ellis, Inc.

ulkomaalaiset yhtiöt olisivat haluttomia liittämään korkean senioriteetin asiantuntijoitaan yksinomaan yhdysvaltalaisen tytäryhtiön eriytettyyn käyttöön.<sup>61</sup>

SEC on siis antanut ulkomaalaisten rekisteröityjen sijoitusneuvojen poiketa tietyiltä osilta Yhdysvaltain laista vaikka laki ei erottele toimijoita yhtiöiden kotipaikan perusteella. Samat tulkintalinjat ovat jatkuneet Mercury Asset Management plc, April 16, 1993 (tarkemmat ohjeet sallituista poikkeuksista), Murray Johnstone Holdings Limited; Murray Johnstone Limited; Murray Johnstone International Limited, July 21, 1994 ja Royal Bank of Canada, et al., June 3, 1998 (emoyhtiön sidokset Yhdysvaltalaiseen tytäryhtiöön, varsinkin käsitteen ”related person” -määritelmä), ABN AMRO Bank N.V., July 1, 1997 (hollantilaisen emoyhtiön asiantuntijuuden hyväksikäyttäminen yhdysvaltalaisen tytäryhtiön sijoitusneuvonnassa).

Huomionarvoista SEC:n toimenpiteistäpidättäytymiskirjekonseptissa on se, että itse lain sisältöä tai rekisteröitymisen seurauksia ei ole muutettu. Esimerkiksi jo vuonna 1982 Richard Ellisin –kirjeessä käsitelty pykälä 208 on edelleen samanlainen kun se on tuolloin ollut (viimeksi muutettu vuonna 1960). Laki on edelleen siis sama, mutta SEC on vain jättänyt lain rikkomisen huomioimatta koska on katsonut asiaan puuttumisen omien perustelujensa vuoksi tarpeettomaksi. Kirjeet eivät kuitenkaan ole juridisesti sitovia päätöksiä. Niiden väliaikaisuudesta ja näennäisestä säännönmuodostuksesta huolimatta, yhdysvaltalaiset arvopaperialan juristit ovat tottuneet neuvomaan asiakkaitaan aivan kuten kirjeet olisivat kolmansia osapuolia sitovia päätöksiä. Asiantuntijoiden mielestä kirjeet antavat vahvan pohjan myös SEC:n täyden kokoonpanon tulkinnoille ja muodostavat jonkinlaisen tulkintalinjan suoritettaessa yhtiöihin kohdistuvia tarkastuksia<sup>62</sup>.

Suomessa Finanssivalvonnan toiminta on järjestetty toisin, ja Finanssivalvonnalla ei ole samankaltaista mahdollisuutta antaa suosituksia, jotka poikkeaisivat suoraan lain

---

<sup>61</sup> No action –letter - Uniao de Bancos de Brasileiros S.A.

<sup>62</sup> Nagy 1998, s. 956

kirjaimesta. Suomessa valittu lähestymistapa vaatinee enemmän lainsäätäjältä ja on mahdollisesti jäykempi tarvittaessa muutoksia. Se ei salli yhtä laajaa sääntelyä lainsäätäjälle ja lainvalmistelutyöhön, jota esimerkiksi Yhdysvalloissa pystytään käyttämään. Esimerkiksi niin yksinkertainen asia kuin sanan ”arvopaperi” määrittelemine on Yhdysvalloissa voitu ratkaista niin, että pitkän määritelmän lisäksi laki laskee määritelmän sisältävän myös ”minkä tahansa instrumentin joka yleisesti tunnetaan arvopaperina”<sup>63</sup>. Tällöin voidaan saavuttaa mahdollisimman laaja määritelmä sääntelyn kohteena oleville arvopapereille. Erityistapauksia voidaan sitten SEC:n harkinnan mukaan pudottaa pois finanssialan sääntelystä, kuten esimerkiksi on tehty samanlaisella toimenpiteistäpidättäytymiskirjejärjestelyllä golf-osakkeiden kohdalla, jotka muutoin kuuluisivat täysin Securities Exchange Actin, Investment Company Actin ja Investment Advisers Actin soveltamisalaan<sup>64</sup>.

Arvopaperimarkkinaviranomaisen vahvemmallalla roolilla sääntelyn luojana ja muuttajana, voitaisiin nähdä se etu, että muutokset sekä arvopaperimarkkinan toimivuuden ja tehokkuuden puolesta että mahdollisesti toimintaa rajoittavat säännökset saataisiin mahdollisesti yksinkertaisemman menettelyn avulla voimaan. Tällä hetkellä Finanssivalvonnan roolina voidaan nähdä lähes pelkästään rajoittavana viranomaisena toimiminen vaikka se asiantuntijuudeltaan todennäköisesti parhaiten vastaisi sitä viranomaisesta, joka voisi mahdollistaa myös vapauttavia muutoksia sääntelyyn tekemänsä arvioinnin perusteella. Finanssialan liiallinen rajoittava sääntely saattaa myös olla omiaan vahingoittamaan yksittäisten ihmisten etua. Esimerkiksi myöhemmin tässä tutkimuksessa käsiteltävä UCITS-rahastojen hyödykekielto saattaa olla sellainen että se ei nykyisellään parhaiten vastaa pienten sijoittajien sijoittajansuojaa sillä se tuottaa vaikeasti hahmoteltavia ja monimutkaisia sijoitusinstrumentteja rahastojen käyttöön.

---

<sup>63</sup> Securities Exchange Act of 1934 sec 3(a)(10)

<sup>64</sup> No action –letter - Olohana Golf Club, Inc.

Kuten tässä kappaleessa on vertailun keinoin yritetty osoittaa, voidaan sääntöjen lainmukaisuusvaatimus johtaa osaltaan Finanssivalvonnan päätöksentekomandaatin laajuuteen. Toisin kuin yhdysvaltalainen SEC, Finanssivalvonta ei saa tehdä laista poikkeavia tulkintoja, vaikka se muutoin katsoisikin erikoissijoitusrahaston ehdotettujen sääntöjen täyttävän vakauden ja luottamuksen vaatimukset.

### **3. Sijoitustoiminta sääntöjen mukaisena toimintana**

Erikoissijoitusrahaston - kuten muidenkin sijoitusrahastojen - ydintoiminta on varojen sijoittaminen rahastoyhtiön valitsemiin kohteisiin. Jotta sijoittaja voisi tietää minkälaiseen sijoitusrahastoon hän haluaa sijoittaa, tulee rahastoyhtiön kuvata rahaston säännöissä sen sijoitustoimintaa. Sijoittaja tarvitsee riittävän tarkan kuvan rahaston harjoittamasta sijoitustoiminnasta ja siihen liittyvistä riskeistä. Tässä luvussa muodostetaan juridiset perusteet sijoitusrahastojen ja sitä kautta erikoissijoitusrahastojen sääntöjen mukaiselle sijoitustoiminnalle. Lisäksi myös sijoitustoimintaan kohdistuvia kieltoja ja niiden vaikutuksia tullaan käsittelemään tässä kappaleessa.

#### **3.1 Yleistä sijoitustoiminnasta**

Tavallisten sijoitusrahastojen kohdalla sijoitustoiminnan rajoitukset on määritelty tarkasti SRL 11 luvussa. Erikoissijoitusrahastoilla on tästä poikkeavasti mahdollista rakentaa sijoitustoiminta näistä tarkoista rajoista poikkeavasti. Tässä luvussa tutkitaan SRL 12 luvun sisältöä, ja sen etenkin 87 §:ää, joka toteaa seuraavasti:

*SRL 87 §*

*Rahastoyhtiön on hajautettava erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan erikoissijoitusrahaston varoja.*

*Erikoissijoitusrahaston säännöissä voidaan poiketa siitä, mitä 11 luvussa säädetään.*<sup>65</sup>

Euroopan Unionin sijoitusrahastodirektiivi, UCITS, on tällä hetkellä neljännessä vaiheessaan ja uusinta voimassaolevaa säännöstä kutsutaan nimellä UCITS IV. Myös UCITS V –direktiivi on valmisteilla ja se valmistunee vuoden 2013 aikana<sup>66</sup>. Tämän tutkimuksen kannalta keskeisin osa direktiiviä on sen seitsemäs luku, eli artikkelit 49–57, jotka sääntelevät ”yhteissijoitusyrityksen sijoituspolitiikkaa koskevista velvoitteista”. Käsite yhteissijoitusyritys voidaan direktiivin kohdalla kääntää tässä tutkimuksessa suomalaisiksi ja muualla ETA-alueella rekisteröidyiksi sijoitusrahastodirektiivin mukaisiksi sijoitusrahastoiksi<sup>67</sup>. Direktiivin seitsemäs luku on rakenteeltaan lista kaikkien direktiivin mukaisten sijoitusrahastojen sallituista instrumenteista ja niiden prosentuaalisista enimmäisosuuksista sijoitusrahaston varojen arvoon nähden. Sallittuihin instrumentteihin ja niiden enimmäisosuuksiin mahdollistetaan useita kansallisia poikkeuksia, joita kansallinen lainsäätävä saa harkintansa mukaan käyttää säännelläkseen kansallisesta sijoitusrahastosääntelystä direktiiviin nähden hieman tiukempaa tai joustavampaa<sup>68</sup>. Tiukennuksia kansalliseen lainsäädäntöön on poliittisesti vaikea perustella, sillä ne asettavat jäsenmaan omat rahastot ja rahastoyhtiöt heikompaan kilpailulliseen asemaan suhteessa muiden jäsenvaltioiden rahastoihin ja rahastoyhtiöihin, saavuttamatta kuitenkaan sijoittajan suojan kannalta erityistä etua. Mikäli joku Euroopan unionin jäsenmaa on helpottanut sijoitustoiminnalle asetettuja rajoituksia, saavat tämän jäsenmaan alueella perustetut sijoitusrahastodirektiivin mukaiset rahastot, omaisuudenhoitajat, rahastoyhtiöt, trustit jne. noudattaa näitä kansallisia rajoituksia. Sen lisäksi nämä toimijat voivat siirtää

---

<sup>65</sup> SRL 11 luvussa asetetaan tarkat rajat UCITS-direktiivissä tarkoitetun sijoitusrahastojen varojen sijoittamiselle

<sup>66</sup> UCITS V -ehdotus. Direktiiviehdotuksen sääntelemät muutokset eivät tuo tämän tutkimuksen kannalta uusia haasteita. UCITS V näyttää lähinnä sääntelevän muutoksia säilytysyhteisöjen toimintaan.

<sup>67</sup> yhteissijoitusyritys on tarkemmin määritelty direktiivin 1 artiklassa

<sup>68</sup> Esimerkiksi direktiivin 52 artiklan mukaan yhteissijoitusyritys voi sijoittaa enintään viisi prosenttia varoistaan sellaisiin siirtokelpoisiin arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin, joilla on sama liikkeellelaskija. Kuitenkin saman artiklan 2 kohdan mukaan jäsenvaltio saa korottaa rajan kymmeneen prosenttiin.

tuotteidensa markkinoinnin toisen jäsenvaltion alueelle pelkällä ilmoitusmenettelyllä toimivaltaiselle jäsenvaltion viranomaiselle<sup>69</sup>.

Tässä luvussa pyritään katsomaan sijoitustoimintaa varsinkin suomalaisten sijoitusrahastojen näkökulmasta, sillä erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminta määräytyy vain välillisesti UCITS-direktiivistä suomalaisen sijoitusrahastolainsäädännön kautta. Kuten jo aikaisemmin on todettu, perustuu myös erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminta täysin UCITS-direktiivin sijoitustoiminnan sääntelyyn, joka on sisällytetty kansalliseen muotoonsa sijoitusrahastolain 11 lukuun. Erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminta on täysin SRL 11 luvun mukaista niiltä osin kuin se ei säännöissään sääntele poikkeuksista sijoitusrahastodirektiivin mukaisesta sijoitustoiminnasta.

### **3.2 Sijoitusrahastodirektiivin ja SRL 11 luvun asettamat vaatimukset sijoitustoiminnalle**

Tavallisten sijoitusrahastojen sijoitustoiminnan raamit on määritelty SRL 11 luvussa ”Sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitetun sijoitusrahaston varojen sijoittaminen”. Sijoitustoimintaa ensimmäiseksi sääntelevä SRL 68 § on yleislauseke riskin hajauttamisen tärkeydestä: ”Rahastoyhtiön on hajautettava sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan sijoitusrahaston varoja.” Säännös perustuu sijoitusrahastodirektiivin 1 artiklan 2 kohtaan, jossa riskien hajauttamista koskeva vaatimus on asetettu perusedellytykseksi sille, että direktiiviä voidaan ylipäätään soveltaa sijoitusrahastoon (toisin sanoen riskiä hajauttamaton ”sijoitusrahasto” ei voisi kuulua direktiivin soveltamisalaan vaikka se muutoin täyttäisikin direktiivin edellytykset). SRL:ssa ei aseteta

---

<sup>69</sup> UCITS-direktiivi, III-luku 4 jakso. Esimerkkejä on lukuisia: Esimerkiksi Scottish Widows Investment Partnership markkinoi Yhdistyneiden Kuningaskuntien lain mukaan perustettua (OEIC) rahastoaan suomenkielisellä markkinointimateriaalilla. OEIC/ICVC UCITS-rahastoilla on sallittu multi-rahasto- tai sateenvarjorakenne, jolloin esimerkiksi englantilaiset (tai mm. luxemburgilaiset) voivat kilpailla Suomessa rahastorakenteilla, joita suomalaiset rahastot eivät pysty toteuttamaan lainsäädännön vuoksi edes erikoissijoitusrahastoissa. Kuitenkin nämä kilpailijat valmistavat markkinointimateriaalinsa Suomeksi ja markkinoivat tuotettaan avoimesti Suomessa. Suomalaiset ovat siis kilpailijoitaan heikommassa asemassa.

rahastoyhtiölle nimenomaista velvollisuutta sijoittaa rahaston varoja turvallisesti vaan sen säännöissä voidaan määrätä, millaiset tuottotavoitteet rahastolla on ja millaisella sijoitustoiminnalla sijoitusrahasto pyrkii asetettuihin tuottotavoitteisiin. SRL ei kiellä rahastoyhtiötä ottamasta riskiä sijoitusrahaston sijoituksissa, mutta sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit on hajautettava<sup>70</sup>.<sup>71</sup> Hajautusvelvollisuutta ilmentävää yleislauseketta seuraa joukko tarkempia säännöksiä siitä, miten ja millaisiin instrumentteihin sijoitusrahaston varoja on hajautettava (etenkin SRL 73 § ja 75 §). Yleislausekkeen tarkoituksena lienee painottaa sitä, että pelkästään direktiivin mukaisten rajoitusten noudattaminen ei ole välttämättä ja kaikissa tilanteissa hajautettu, vaan eri instrumentteihin hajautetut varat saattavat olla huonosti hajautettu, jos niiden tuotto-odotukset ja riskit perustuvat samoihin asioihin. Tällainen tilanne lienee mahdollista esimerkiksi Arvopaperilautakunnan käsiteltävänä olleen omaisuudenhoitotapauksen tyypisessä tapauksessa, jossa oli kyse mm. siitä onko varojen hajauttaminen ollut riittävää, kun suurin osa varoista oli sijoitettu nimenomaan teknologiaosakkeisiin<sup>72</sup>. Samalla tavalla myös sijoitusrahaston varojen hajauttamisen puutteellisuus saattaisi tulla käsiteltäväksi, mikäli riski on näennäisesti hajautettu eri instrumenttien välille, mutta samojen instrumenttien välinen korrelaatio olisi jostain syystä erittäin vahva.

Sijoitusrahastojen pääasiallisia sijoituskohteita ovat arvopaperipörssissä tai muulla vastaavalla markkinapaikalla noteeratut arvopaperit eli lähinnä osakkeet ja joukkovelkakirjat. Sijoitusrahastojen perusluonteeseen kuuluu, että sijoittajat voivat tehdä merkintöjä ja lunastaa osuuksiaan jokaisena tavallisena arkipäivänä ja tästä johtuen valtaosan sijoitusrahastojen sijoituksista tulee olla sidottu likvideihin instrumentteihin, jotta sijoitusrahaston varat voidaan tarvittaessa nopeasti muuttaa rahaksi lunastusten suorittamista varten.<sup>73</sup> Julkisen kaupankäynnin etuna on se, että sijoitetut varat voidaan laittaa usein välittömästi takaisin julkiselle markkinalle. Mikäli pyydetty hinta on tarpeeksi

---

<sup>70</sup> HE 309/92 s. 20

<sup>71</sup> Harju – Syyrilä 2001

<sup>72</sup> APL 128/03

<sup>73</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 129-133

alhainen, saadaan ne usein helpohkosti lähes välittömästi myytyä ja muutettua takaisin käteiseksi. Julkinen kaupankäynti on myös luotettavampi tapa rahoitusvälineen markkinahinnan määrittelemisessä. Sijoitusrahastolain 69 §:n mukaan sijoitusrahaston tuleekin sijoittaa varansa arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin, jotka ovat julkisen kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueella tai tätä vastaavalla markkinapaikalla. Finanssivalvonta näyttää hyväksyneen tulkinnan, jonka mukaan ainakin OECD-maat ovat tällaisia ”vastaavia markkinapaikkoja”. Tutkimuksen kohteena olleista erikoissijoitusrahastoista noin 18 prosenttia (21 kappaletta) määritteli markkinapaikat OECD-maiksi (luettelemalla OECD-maat)<sup>74</sup>. Lisäksi SRL 71 § antaa mahdollisuuden poiketa säännönmukaisesta markkinapaikasta mikäli rahamarkkinavälineen liikkeellelaskija tai takaaja täyttää laissa tarkoin määritellyt ehdot. Muihin kuin SRL 69 §:n ja 71 §:n pykälän mukaisiin arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin saadaan SRL 71.2 §:n mukaan sijoittaa korkeintaan kymmenesosa sijoitusrahaston varoista. Sijoitusrahaston varoista enintään kymmenesosa saadaan SRL 73.1 §:n mukaan sijoittaa saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin. Yhteensä saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin, jotka ylittävät yhden kahdeskymmenesosan sijoitusrahaston varoista, saa SRL 73.2 §:n mukaisesti sijoittaa enintään kaksi viidesosaa sijoitusrahaston varoista.

Sijoitusrahastolla on SRL 70 §:n mukaan oltava toiminnan edellyttämät käteisvarat. Käteisvaroilla tarkoitetaan lähinnä varoja, jotka eivät ole aktiivisessa sijoitustoiminnassa mukana, vaan ne pidetään käteisenä esimerkiksi mahdollisten lunastusten toteuttamiseksi. Käteisvaroilta ei kuitenkaan ole olemassa mitään tarkkaa määritelmää. Harju ja Syyrilä huomauttavat, että SRL:n muutoksen perustelujen mukaan käteisvaroihin voidaan rinnastaa lyhytaikaiset, voimassaoloajaltaan enintään kolmen kuukauden mittaiset talletuspankkien

---

<sup>74</sup> Finanssivalvonnan tulkinnan ”Valtiot, joihin saa sijoittaa yli 35%” mukaan sijoitusrahaston säännöissä ei tarvitse luetella yksittäisiä valtioita, vaan valtiot yksiselitteisesti määrittävä alue riittää esim. ETA-valtiot/euroalueen valtiot. Euroopan ulkopuoliset valtiot on kuitenkin lueteltava, siten esim. OECD-valtiot ei riitä. Useat rahastot ovat kuitenkin päätyneet kirjoittamaan OECD-maat, mutta luettelemalla OECD maat esimerkiksi sulkeiden sisällä.



sijoitustodistukset, jotka ovat vaivatta muutettavissa rahaksi<sup>75</sup>. Myös Vandamme-raportti, eli alkuperäisen UCITS-direktiivin kommentaari, on huomionnut, että tietyt lyhytaikaiset talletukset voidaan mieltää direktiivin tarkoittamiksi käteisvaroiksi<sup>76</sup>. Mielenkiintoista on, että SRL:n mukaan sijoitusrahastolla *on oltava* käteisvarat ja lain esitöiden mukaan lainkohta ”vastaa sijoitusrahastodirektiiviä”<sup>77</sup>. Kuitenkin sijoitusrahastodirektiivin 50 artiklan mukaan sijoitusrahastoyhtiöllä *saa olla* toiminnan edellyttämät käteisvarat. Kyseessä ei kuitenkaan liene lainsäätäjän valinta käteisvarapykälän dispositiivisuudesta, vaan pikemminkin lainsäätjä on sanavalinnallaan tehnyt kehäpäätelmän, että toiminnan edellyttämät käteisvarat ovat todella toiminnan edellytys, joita ilman sijoitusrahastotoiminta ei olisi mahdollista. Sijoitusrahastotoiminnan käsite edellyttää myös sitä, että kaikki sijoitusvarat eivät ole käteisvaroina. Tällöin sijoitusrahasto ei olisi luonteeltaan enää sijoitustoimintaa varten perustettu rahasto ja täten se saattaisi menettää sijoitusrahastostatuksensa liiallisten käteisvarojen perusteella. Jo aiemmin mainitun hallituksen esityksen mukaan käteisvarannon ylärajana ainakin suuntaa-antavasti voidaan pitää noin yhtä neljäsosaa sijoitusrahaston kokonaisvarallisuudesta<sup>78</sup>. Vandamme-raportti on kuitenkin mielestäni ottanut hieman laajemman näkökulman kuin suomalaiset lainvalmistelutyöt sijoitusrahaston käteisen määrään. Sen mukaan sijoitusrahasto saattaa pitää tietyissä tilanteissa myös yli 25 %:n osuutta käteisenä rahaston kokonaisvaroista, kunhan vain käteisen pitäminen ei itsessään muodostu sijoitustavoitteeksi. Ylimääräisen käteisen pitäminen saattaisi kuitenkin olla nykyisissä esimerkiksi syöttörahasto-kohderahasto -järjestelyissä hyvin perusteltua. Tilanteessa voi olla yksi rahastoyhtiö, jolla on kaksi syöttörahastoa, jotka molemmat sijoittavat samaan ja saman rahastoyhtiön hallinnoimaan kohderahastoon. Käteisvarojen hallinnoinnilla rahastoyhtiö voisi tehokkaasti muodostaa sijoittajille kaksi erilaisella vivulla (tai tässä tapauksessa sijoitusasteella) varustettua

---

<sup>75</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 136

<sup>76</sup> Vandamme 1985 s. 43

<sup>77</sup> HE 309/92 s. 22

<sup>78</sup> Finanssivalvonta näyttää hyväksyneen myös tulkinnan, että myös 30 %:n käteisvaraosuus voisi luonteeltaan olla sijoitustoimintaa varten perustettu rahasto. Kaksi erikoissijoitusrahastoa, Erikoissijoitusrahasto Elite ja Erikoissijoitusrahasto Populus ovat kirjoittaneet sääntöihinsä, että rahasto voi pitää 30 % sijoitusrahaston varoista käteistalletuksissa.

sijoituskohdetta. Sijoitusrahasto A joka sijoittaa puolet varoistaan sijoitusrahasto X:ään ja pitää puolet varoistaan käteisenä, ja sijoitusrahasto B joka sijoittaa kaikki varansa sijoitusrahasto X:ään. Tällöin sijoitusrahasto B:n volatilitiitti<sup>79</sup> vastaa sijoitusrahasto X:ää kun taas sijoitusrahasto A:n volatilitiitti on vain puolet siitä ja näin ollen se olisi vakaampi sijoituskohde ja lisäksi sijoittajan vaihtoehtoja riskinottamisen suhteen. Sijoitusrahastolaki ei valitettavasti salli tällaista järjestelyä matalamman volatilitiitin saavuttamiseksi, sillä syöttörahaston varoista enintään 15 prosenttia saa SRL 115.1 a §:n 1 kohdan mukaan olla toiminnan edellyttäminä käteisvaroina. Rahastoyhtiölle olisi kuitenkin monella tavalla helpompaa tehdä edellä mainittu järjestely kuin saavuttaa sama lopputulos kahdella erillisellä rahastolla, jotka toisistaan erillään sijoittavat samoihin kohteisiin, mutta toinen pienemmällä riskillä. Ensinnäkin esimerkin kohderahasto X saattaisi saavuttaa kokoetua tehdä toimeksiantoja halvemmalla kuin sijoitusrahastot erikseen. Toisaalta rahastoyhtiön ei tarvitsisi pitää huolta siitä, että molempia sijoitusrahastoja kohdellaan tasavertaisesti silloin kuin kaupankäynti ei onnistu täysissä määrin sovitulla hinnalla vaan kauppohen vajavaisuus tulisi automaattisesti molempien syöttörahastojen kannettavaksi<sup>80</sup>. Esimerkiksi Ruotsissa on erikoissijoitusrahastoille annettu mahdollisuus käyttää sijoitusrahastostruktuureja, jotka mahdollistavat erilaiset riskitasot käytännössä samassa rahastorakennelmassa. Mm. ruotsalainen varainhoitoyritys Aktie Ansvar on käyttänyt mielikuvituksellisesti Ruotsin lainsäädännön mahdollistamia rahastorakenteita. Graal Total –konsepti toimii ensinnäkin syöttörahastona neljälle muulle Aktie Anvar -rahastolle: Graal Aktiehedge, Graal Marknadsneutral, Graal Trendhedge ja Graal Kvanthedge<sup>81</sup>. Tämän lisäksi Aktie Ansvar on perustanut toisen rahaston, Graal Total 2xL:n, joka pyrkii ottamaan lainaa rahaston arvon

---

<sup>79</sup> Volatilitiitti mittaa sijoituksen tuoton heilahtelua, sen keskihajontaa. Mitä suurempi volatilitiitti on, sitä suurempi on sijoituksen tulevaan tuottoon liittyvä epävarmuus. Suomen Sijoitusrahastoyhdistys 2005 Liite 1.

<sup>80</sup> Finanssivalvonnan määräämiä toimeksiantojen huolellisen toteuttamisen vaatimuksia lienee tulkittava niin, että rahastoyhtiön on samanaikaisesti toimittava yhtäläisesti kaikkien edustamiensa sijoitusrahastojen parhaaksi, ja mikäli toimeksiannot voidaan toteuttaa vain osittain, tulee kaikkien sijoitusrahastojen kärsiä yhtäläillä toimeksiannon osittaisuudesta. (Finanssivalvonta 3/2011, kappaleet 4.13 ja 4.14). Epätasaisuus toimeksiantojen toteuttamisessa antaisi rahastoyhtiölle turhaan mahdollisuuden toteuttaa ne toimeksiannot ensiksi, jotka tehdään sen rahaston puolesta, josta rahastoyhtiö veloittaa suurimmat hallinnointipalkkiot (tai tuottosidonnaiset palkkiot) ja sen kannattaisi kasvattaa näiden rahastojen arvoa.

<sup>81</sup> Graal Total –informationsbroschyr s. 5

verran ja mahdollistaa 200 %:n sijoitusasteen Graal Totaliin<sup>82</sup>. Näin Aktie Ansvar onnistuu tarjoamaan täsmälleen saman sijoitusstrategian, kahdella eri riskivaihtoehdolla. Käsitakseni mukaan tällainen struktuuri ei ole Suomessa mahdollinen, sillä erilaisten riskivaihtoehtojen muodostaminen vaatisi joko vain osittaista sijoitusastetta (esimerkiksi 50 %), joka ei ole sallittua korkeiden käteisvaravaatimusten takia (max. 25 %), tai moninkertaista sijoitusastetta (esimerkiksi 200 % lainoitettu), joka ei käsittäkseni ole mahdollista SRL 83 §:n luottosäännösten vuoksi. Toisaalta luottolauseke sisältyy SRL 11 lukuun, josta erikoissijoitusrahastot saavat säännöissään poiketa, joten periaatteessa struktuuri voisi olla mahdollinen mikäli Finanssivalvonta vain suostuu sellaiset säännöt vahvistamaan.

SRL 73.1 §:n mukaan enintään yksi viidesosa sijoitusrahaston varoista saadaan sijoittaa talletuksiin samassa luottolaitoksessa, joten mikäli sijoitusrahasto haluaa pitää käteisenä ohjeraja-arvon mukaiset 25 % sijoitusrahaston varoista, sijoitusrahaston tulee käyttää useampaa luottolaitosta käteisvaravaatimuksen ja sijoitusten hajauttamisen vaatimuksen yhtäaikaiseksi tyydyttämiseksi. Rahastoyhtiö saa SRL 71 a §:n mukaan sijoittaa varoja talletuksiin luottolaitoksissa sillä edellytyksellä, että talletus on vaadittaessa takaisinmaksettava tai on nostettavissa ja erääntyy maksettavaksi 12 kuukauden kuluessa ja luottolaitoksen kotipaikka on Euroopan talousalueella tai lainsäädännöltään vastaavalla alueella. Rahastoyhtiön sijoittaminen talletuksiin liittyy läheisesti käteisvaravaatimukseen. Käteisvaravaatimusta ei voida pitää talletuksiin sijoittamisesta erillisenä konstruktiona vaan käteisvarat ovat usein myös tämän pykälän mukaista talletuksiin sijoittamista. Kuten jo aikaisemmin todettu, käteisvaroilta ei ole varsinaista määritelmää, mutta esimerkiksi Harjun ja Syyrilän mukaan käteinen raha ja lyhytaikaiset pankkitalletukset lasketaan luonnollisesti käteisvaroihin<sup>83</sup>.

Sijoitusrahaston varoja saadaan SRL 72 §:n mukaa sijoittaa myös muiden sijoitusrahastojen osuuksiin. Lainkohdan implementointilähteenä olevan UCITS-direktiivin artiklan mukaan,

---

<sup>82</sup> Graal Total 2xL-fondbestämmelser kohdat 4.1 ja 5.2 d

<sup>83</sup> Harju – Syyrilä 2001

enintään 10 prosenttia sijoitusrahaston varoista saa olla sijoitettuna saman sijoitusrahaston osuuksiin, mutta jäsenvaltiot voivat korottaa tämän rajan enintään 20 prosenttiin, kuten esimerkiksi Suomi on tehnyt<sup>84</sup>. Lain esitöiden mukaan rahaston kaikkien varojen hajauttamista vähintään viiteen rahastoon voidaan pitää sijoitusrahaston riskienhallinnan kannalta riittävänä<sup>85</sup>. Lain esitöissä todetaan myös, että varojen hajauttaminen kymmeneen eri rahaston rahasto-osuuksiin voi olla sijoittajan kannalta epätaloudellista. Useisiin rahastoihin hajauttamisesta johtuva epätaloudellisuus on kuitenkin tulkintani mukaan hyvin teoreettista, sillä sijoitusrahastojen palkkiorakenne jakautuu yleisesti merkintäpalkkioon, lunastuspalkkioon, hallinnointipalkkioon sekä tuottosidonnaiseen palkkioon. Yhteistä näille palkkioille on se, että palkkiot perustuvat ainakin Suomessa lähes poikkeuksetta ainoastaan prosentuaaliseen osaan sijoitettavista varoista. Tämän vuoksi esimerkiksi miljoonan euron hajauttaminen tuhanteen rahastoon, jotka kaikki veloittavat hallinnointipalkkiona 1 % p.a. sijoitettavista varoista, on kulutasoltaan täsmälleen sama kuin saman summan sijoittaminen yhteen rahastoon, joka veloittaa 1 % p.a. sijoitettavista varoista palkkioina. Molemmissa tapauksissa syöttörahaston ylimääräiset kulut toisiin rahastoihin sijoittamisesta ovat 1 % p.a. sijoitetuista varoista. Mielestäni vaikuttaa epätodennäköiseltä, että hallituksen esityksessä tarkoitetaan syöttävän rahaston omia kuluja merkintöjen tekemisessä, esimerkiksi käytettyjä henkilötyötunteja merkintöihin. Ero viiden tai kahdenkymmenen rahaston kohdalla ei pitäisi olla huomattava varsinkin kun on otettava huomioon, että asiantuntevan salkunhoitajan todennäköisesti tulisi tuntea ainakin jossain määrin myös muiden rahastojen toimintaa kuin oman rahastonsa kohderahastojen. On myös huomioitava, että toisin kuin kaupankäyntikuluja (SRL 48.2§), henkilötyötunteja ei edes saa vähentää sijoitusrahaston arvosta, joten vaikka kuluja olisi kuinka paljon, ei se suoranaisesti koidu osuudenomistajien tappioksi vaan syö pikemminkin rahastoyhtiön katetta. Toisaalta hajauttaminen kymmeneen eri rahastoon voi olla sijoittajan kannalta epätaloudellista huonon hajautuksen tai kohteiden vuoksi, mutta samalla tavalla myös kahteen rahastoon sijoittaminen voi olla epätaloudellista mikäli kohderahastot menestyvät huonosti.

---

<sup>84</sup> UCITS-direktiivi 24 artikla 1 kohta

<sup>85</sup> HE 110/2003 s. 44

Toisiin sijoitusrahastoihin sijoittamista on rajoitettu myös niin, että sijoitusrahaston varoista enintään 30 % saa olla sijoitettuna non-UCITS rahastoihin, eli sijoitusrahastodirektiivin sääntelyn ulkopuolisiin rahastoihin, kuten suomalaisiin erikoissijoitusrahastoihin. Kohderahastolla ei ole 30 % rajoituksen lisäksi ehdottomia rajoituksia rahaston luonteen kohdalla. Kohderahaston kelpoisuudeksi SRL 72.2 §:n mukaan riittää Euroopan unionin lainsäädäntöä vastaava valvova viranomaisen, riittävä yhteistyö Finanssivalvonnan kanssa, UCITS-direktiiviä vastaava osuudenomistajien suoja ja tietyt rahaston raportointivaatimukset. Kohderahaston rahastoyhtiönä voi toimia jopa sama rahastoyhtiö. SRL:n esitöissä rahastojen rahaston ongelmaa on ajateltu mm. siltä kantilta, että moninkertaisten rahastorakenteiden luominen heikentää sijoitusten läpinäkyvyyttä ja moninkertaistaa sijoituksista perittäviä palkkioita<sup>86</sup>. Rajoitukset toisiin rahastoihin sijoittamisesta onkin helppo perustella mm. sillä perusteella, että rajaton muihin rahastoihin sijoittaminen saattaisi myös mahdollistaa sijoitustoimintaan kohdistuvien rajoitusten kiertämisen.

Rahastoyhtiö saa SRL 80.1 §:n mukaan sijoittaa sijoitusrahaston varoja johdannaissopimukseen, joilla käydään kauppaa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitetulla säännellyllä markkinalla tai muulla säännellyllä, säännöllisesti toimivalla, tunnustetulla ja yleisölle avoimella markkinapaikalla ja vastaavilla käteisellä selvitettävillä sopimuksilla, sekä OTC-johdannaissopimukseen tietyin edellytyksin<sup>87</sup>. Johdannaissopimusten käytön pitää ensinnäkin vastata sijoitusrahaston sijoitustoiminnalle sen säännöissä asetettuja tavoitteita. Säännöissä asetetut tavoitteet lienee rinnastettavissa SRL 41.1 § 3 kohdan sijoitustoiminnan tarkoitukseen, joka johdannaisten käytön kohdalla on vielä erikseen säännöissä mainittava SRL 41.4 §:n vaatimalla tavalla. Tällaisia tavoitteita voivat olla tehokas omaisuudenhoito tai sijoitustoiminnan suojaustarkoitus.

---

<sup>86</sup> HE 110/2003 s. 43

<sup>87</sup> Arvopaperimarkkinalain uudistuksen myötä 1.1.2013 lähtien sanamuodosta otettiin pois viittaus kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä annetun lain 1 luvun 2 §:ssä tarkoitettuihin vakioituihin johdannaissopimuksiin

Hallituksen esityksen mukaan nykyisen lainsäädännön tarkoituksena ei ole kuitenkaan jaotella johdannaissopimusten käyttötarkoituksia lainsäädännöllisesti tehokkaaseen omaisuudenhoitoon ja suojaustarkoitukseen<sup>88</sup>, joten käyttötarkoituksen funktioksi jäänee tällöin ainoastaan sijoittajainformaation antaminen johdannaissopimusten käytön suhteen. Nämä kaksi käyttötarkoitusta voidaan karkeasti jakaa siten, että suojaustarkoituksessa johdannaissopimuksia käytetään suojaamaan jotain markkinatekijää vastaan (esimerkiksi valuuttasuojaus) ja toisekseen tehokkaan omaisuudenhoidon tapauksessa pyritään hyötymään paremmin jostain markkinatekijästä (mahdollisesti kasvattaen riskitasoa). On kuitenkin huomattava, suojaustarkoituksessa tehdyt sijoitukset saattavat tosiasiallisesti olla myös tehokasta salkunhoitoa tai tehokkaan salkunhoidon vuoksi tehdyt sijoitukset voivat muodostua rahastoa suojaaviksi sijoituksiksi. Johdannaissijoitusinstrumenttien arvo perustuu johonkin toiseen kohde-etuutena olevaan arvopaperin, indeksin, valuutan, hyödykkeen tai oikeuden arvoon ja esimerkiksi vipurahastot voivat käyttää niitä saavuttaakseen keskimääräistä osaketuottoa korkeamman tuoton<sup>89</sup>. Johdannaisiin liittyvien riskien vuoksi rahastoyhtiöllä on oltava käytössään riskienhallintamenetelmät, joiden avulla se kykenee jatkuvasti seuraamaan ja mittaamaan yksittäisen sijoituksen riskiä ja sen vaikutusta sijoitusrahaston sijoitusten kokonaisriskiin. Lisäksi rahastoyhtiön on SRL 80 b §:n 2 ja 3 kohdan mukaisesti raportoitava Finanssivalvonnalle vuosittain esimerkiksi käytettävien johdannaissopimusten lajit, niihin liittyvät riskit, johdannaissopimusten riskin arviointiin käytettävät menetelmät sekä määrälliset rajat.

Johdannaissopimukseen liittyvä kokonaisriski ei saa SRL 80b §:n 1 kohdan mukaan ylittää sen kaikkien sijoitusten kokonaisnettoarvoa<sup>90</sup>. Johdannaissopimuksissa kokonaisriskin määritelmä on haastava, sillä johdannaissopimusten kaupankäynnissä sopimuksen delta-arvon ei välttämättä tarvitse olla 1 ja täten johdannaiskaupankäynnin kokonaisriskin laskeminen on haasteellista. Kokonaisriskiä ei täten voida määritellä samalla tavalla kuin esimerkiksi osakekaupankäynnissä, jossa tyypillisesti, jos rahaston varoista 100 % on

---

<sup>88</sup> HE 110/2003 s. 48

<sup>89</sup> Puttonen – Repo 2011 s. 72 ja s. 198

<sup>90</sup> Sama sääntö on todettu sellaisenaan myös UCITS-direktiivin 21 artikla 3 kohdassa.

sijoitettuna osakkeisiin, on rahaston varojen kokonaisriski 100 % (sama kuin sijoitusaste) eikä riski voi lisävaroja lainaamatta mennä sen yli. Johdannaissopimuksiin liittyvä kokonaisriski voidaan mitata lisäriskinä ja -vivutuksena, jotka rahastoyhtiön hoitama sijoitusrahasto aiheuttaa käyttämällä johdannaisia, ja jotka eivät saa ylittää sijoitusrahaston varojen kokonaisnettoarvoa tai markkinariskiä käyttäen suhteellista tai absoluuttista VaR – lähestymistapaa tai muita kehittyneitä riskienmittausmenettelyjä<sup>91</sup>. Finanssivalvonnan mukaan VaR, eli Value at Risk –lähestymistavalla, tarkoitetaan ”mittaa, joka ilmaisee suurinta odotettua tappiota tietyllä luottamustasolla tai tietyllä aikavälillä”<sup>92</sup>. Tarkemmat ohjeet kokonaisriskin laskentamenetelmistä, niiden oletuksista ja parametreista sekä menetelmäkohtaisista riskirajoista on annettu seuraavissa ohjeissa: CESR/10-788 ja ESMA/2012/197<sup>93</sup>. CESR:in ohjeiden mukaan rahaston täytyy käyttää yksinkertaisesta sitoumuslaskelmista poikkeavaa lähestymistapaa, mikäli se käyttää monimutkaisia sijoitusstrategioita, jotka muodostavat vähäpätöistä suuremman osan sijoitusrahaston kokonaisuudesta, sillä on vähäpätöistä suurempi altistus eksoottisille johdannaisille tai sitoumusperiaate ei riitä kuvaamaan rahaston riskiä<sup>94</sup>. Mikäli rahastoyhtiö päättää käyttää VaR-arvoa riskinhallintamekanismissaan, on rahastoyhtiö vastuussa siitä, että se käyttää rahaston riskiprofiilille ja sijoitusstrategialle paremmin soveltuvaa VaR-lähestymistapaa<sup>95</sup>. Pääasiassa suhteellinen VaR sopii parhaiten monimutkaisiin johdannaissijoituksiin, joille on määriteltynä vivuton verrannaisindeksi (benchmark), kun taas absoluuttinen VaR soveltuu absoluuttista tuottoa tavoitteleviin rahastoihin, jotka eivät määrittele sijoitustavoitteitaan määritellyn indeksin avulla<sup>96</sup>. Absoluuttista VaR-lukua käyttäessä sijoitusrahastodirektiivin mukaiselle sijoitusrahastolle sallittu maksimi on 99 %:n luottamusintervallilla laskettu 20 pankkipäivän VaR-arvo, joka ei saa ylittää 20 prosenttia sijoitusrahaston kokonaisnettoarvosta<sup>97</sup>. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että

---

<sup>91</sup> 2010/43/EU, 41 artikla

<sup>92</sup> Finanssivalvonta 2011/3 kappale 8.3

<sup>93</sup> Finanssivalvonta 2011/3 kappale 8 kohdat 24 ja 25

<sup>94</sup> CESR/10-788, Laatikko 1, kohta 4

<sup>95</sup> CESR/10-788 Laatikko 11, kohta 2

<sup>96</sup> CESR/10-788, kohdat 43 ja 44

<sup>97</sup> CESR/10-788, laatikko 15

sijoitusrahaston volatilitiiteetti on 99 %:n todennäköisyydellä alle 20 % sijoitusrahaston kokonaisnettoarvosta kahdenkymmenen pankkipäivän aikana. Toisaalta luku voidaan ymmärtää myös niin, että joka sadas 20 pankkipäivän intervalli on volatilitiiteetiltaan yli 20 % sijoitusrahaston kokonaisnettoarvosta. Sijoitusrahaston johdannaisriski voidaan laskea myös pienemmällä intervallilla tai pienemmällä todennäköisyydellä normaalijakauman mukaisesti, mutta tämän ei pitäisi vaikuttaa johdannaisista johtuvaan riskitasoon vaan tällöin on enemmänkin kysymys käytännön laskutavoista<sup>98</sup>. Finanssivalvonta ei ole tehnyt riskinmittaamismenetelmistä omia säännöksiään vaan tukeutuu täysin CESR:in tekemän ohjeen soveltamiseen, ja on julkaissut asiaa koskien vain epävirallisen käännöksen<sup>99</sup>.

Johdannaista hyödyntävien, erilaisia indeksejä seuraavien, rahastojen kohdalla johdannaisriski lasketaan vielä sitoumus- tai VaR-lähestymistavoista poiketen. Suurimpana syynä lienee se, että indeksin kehitys saattaa teoriassa olla minkäläinen tahansa, ja jos rahaston tarkoitus on seurata sitä, sen ei pitäisi poiketa indeksistä vaikka indeksin volatilitiiteetti olisi korkea ja suunta ainoastaan alaspäin. Johdannaisten käyttö indeksin seuraamisessa on perusteltua, mikäli rahasto pyrkii luomaan kontra-indeksiin, jonka korrelaatio varsinaiseen indeksiin on esimerkiksi -1 eli jokaista indeksin nousua vastaa rahaston yhtä suuri lasku ja päinvastoin<sup>100</sup>. Tällaisten rahastojen johdannaissopimusten käytöstä johtuva kokonaisriski saatetaan laskea käyttämällä rahaston sijoitusastetta seuraavaa menetelmää<sup>101</sup>. Finanssivalvonnan määräystä sijoitusasteen käytöstä lienee tulkittava siten, että sijoitusasteella ei mitata (eikä tarvitsekaan mitata) sijoitusrahaston markkinariskiä vaan sijoitusaste tulee laskea lisäriskinä tai -vivutuksena kappaleen 8 kohdan 18 a tarkoittamalla tavalla. Sijoitusasteen mittausta käyttäessä kokonaisriskin laskemiseen on kukin johdannaissopitus muunnettava kyseisen johdannaissopimuksen

---

<sup>98</sup> CESR/10-788, kohdat 51 ja 52

<sup>99</sup> Finanssivalvonta CESR/10-788. Finanssivalvonta tiedottaa käännöksessään, että epäselvissä tai tulkinnanvaraisissa kohdissa Finanssivalvonta suosittelee käyttämään englanninkielistä versiota, joka löytyy Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen internetsivuilta osoitteesta <http://www.esma.europa.eu/>.

<sup>100</sup> Esimerkiksi Sijoitusrahasto Danske Invest Kontran tavoitteena on hyödyntää arvopaperimarkkinoiden kurssilaskua. (Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Kontra säännöt 5 §)

<sup>101</sup> FiVa 2011/3. Kappale 8 kohta 20a ja kappale 8.4



perustana oleviin varoihin liittyvän position markkina-arvoksi<sup>102</sup>. Sijoitusastetta ei kuitenkaan saada käyttää mittaustapana missä tahansa johdannaissopimuksia hyödyntävissä rahastoissa vaan sijoitusrahaston tulee olla passiivisesti hoidettu ja kohteena saa olla samanaikaisesti vain yksi tuottoprofiili sekä rahaston on täytettävä muutamia muita ESMA:n asettamia kriteerejä<sup>103</sup>.

SRL 83 §:n mukaan sijoitusrahasto saa ottaa luottoa enintään kymmenen prosenttia sijoitusrahaston varoja vastaavan määrän. Lain mukaan luottoa saadaan ottaa vain väliaikaiseen tarkoitukseen mutta luoton käyttötarkoitukselle ei ole annettu tarkempaa säännöstä. Tavallinen luoton käyttötarkoitus saattaisi esimerkiksi olla tilanne, jossa tarpeellisten likvidien varojen puuttuessa lunastuksen suorittamiseksi sijoitusrahastolle olisi kannattavampaa ottaa luottoa lunastusten suorittamiseksi arvopaperimyyntien sijaan tai sijoitusrahastolla olisi käytettävissään edullisia merkintäoikeuksia mutta ei tarpeeksi likvidejä varoja merkitsemiseen<sup>104</sup>. Suomalainen lainsäätäjä on päätenyt ratkaisuun, jossa luoton ottamiselle tarvitaan Finanssivalvonnan etukäteinen lupa. UCITS-direktiivin mukaan jäsenvaltio voi antaa yhteissijoitusyritykselle luvan ottaa lainaa enintään 10 prosenttia sijoitusrahaston rahaston arvosta<sup>105</sup>. Lain esitöistä tai Vandammen raportista ei käy ilmi, kuinka ja missä vaiheessa lupa tulee pyytää. Luoton väliaikaisuudelle ei myöskään ole asetettu varsinaisia aikarajoituksia joskin kolmen kuukauden luottoa on pidetty suuntaa-antavana riittävänä väliaikaisuutena<sup>106</sup>.

SRL 85 §:n mukaan rahastoyhtiö ei myöskään saa sijoittaa sijoitusrahaston varoja toisen rahastoyhtiön osakkeisiin. Pykälä on peräisin vuoden 1987 sijoitusrahastolaista<sup>107</sup> ja sitä on perusteltu taloudellisen vallan keskittymisen ja ketjuuntumisen estämisellä<sup>108</sup>.

---

<sup>102</sup> Finanssivalvonta 2011/3 kappale 8, kohta 27

<sup>103</sup> ESMA/2012/197 kohta 10

<sup>104</sup> Vandamme 1988 s. 77

<sup>105</sup> UCITS-direktiivi 36 artikla

<sup>106</sup> Vandamme 1988 s. 78

<sup>107</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 154

<sup>108</sup> HE 238/86 s. 18

Rahastoyhtiötä ei kuitenkaan ole suoraan lain nojalla kielletty sijoittamasta hallinnoimansa sijoitusrahaston varoja rahastoyhtiön omiin osakkeisiin. Rahastoyhtiön omiin osakkeisiin sijoittaminen saattaa olla ongelmallista eturistiriitojen näkökulmasta, sillä rahastoyhtiöllä saattaa olla puolueellinen insentiivi hankkia rahastoon omia osakkeitaan ja mahdollisesti väärin arvostusperiaattein. SRL 28 § kyllä kieltää rahastoyhtiötä sijoittamasta sijoitusrahaston varoja markkinahintaa kalliimmalla hinnalla, mutta silti säännöksen puuttuminen saattanee muodostaa ongelmallisia eturistiriitatilanteita varsinkin arvostusperiaatteiden kohdalla. Vastuukysymysten osalta isoin ongelma muodostuu siitä, että rahastoyhtiön tehtävänä on hallinnoida sijoitusrahaston varoja, ja varainhoidossa havaituista puutteista vastaa rahastoyhtiö itse. Tapauksessa, jossa sijoitusrahaston varoja on sijoitettu niitä hallinnoivan rahastoyhtiön osakkeisiin, taloudellinen vastuunkanto kääntyy takaisin sijoitusrahaston, eli osuudenomistajien varoihin. Sijoitusrahaston omistajat voivat siis täten joutua itse vastuuseen itselleen, ja rahastoyhtiön ongelmallinen toiminta ja siitä aiheutuvat vahingot päätyvät sijoitusrahaston varojen kannettavaksi. Rahastoyhtiön on sijoitusrahastotoiminnassaan ja liiketoimintansa rakenteita järjestäessään pyrittävä välttämään eturistiriitatilanteita ja niiden syntyessä varmistettava, että rahastoyhtiön hallinnoimia sijoitusrahastoja, niiden rahasto-osuudenomistajia ja rahastoyhtiön muita asiakkaita kohdellaan tasapuolisesti (SRL 26.2 §). Rahastoyhtiön omien osakkeiden hankinta lähes poikkeuksetta muodostanee sellaisen eturistiriidan, että kauppaa ei voida toteuttaa.

Sijoitusrahastojen varoja ei voida sijoittaa jalometalleihin tai niihin oikeuttaviin todistuksiin. Sijoitusrahastolain ja UCITS-direktiivin ainoana kokonaan nimenomaisesti kiellettyinä sijoitusinstrumenttina ovat jalometallit ja niihin oikeuttavat todistukset (SRL 86 §)<sup>109</sup>. Jalometallit on jätetty pois direktiivin ja siten myös suomalaisten sijoitusrahastojen alasta, sillä UCITS-direktiivi on haluttu luoda nimenomaan välineeksi vaihtokelpoisiin arvopapereihin sijoittavana varamassana ja kultaan, muihin jalometalleihin, kiinteistöihin tai raaka-aineisiin sijoittavat rahastotyypit haluttiin pitää arvopapereihin sijoittavien

---

<sup>109</sup> UCITS-direktiivi 19 art. 2 d -kohta

rahastojen sääntelystä erillään<sup>110</sup>. Finanssivalvonta on tarkentanut jalometalliarvopaperin tulkintaa toteamalla, että jos sijoituskohteen arvo seuraa suoraan jalometallin arvoa tai suoritus on saatavissa jalometallina, ei kyseinen arvopaperi ole sallittu sijoituskohde direktiivin mukaiselle sijoitusrahastolle<sup>111</sup>. Periaate seuraa myös Yhdysvalloissa käytettyä jaottelua, jossa arvopaperit ja raaka-ainesijoitukset on pidetty täysin toisistaan erillisinä. Yhdysvalloissa sijoitusinstrumentista riippuen jopa toimintaa valvova elin vaihtelee sijoitusinstrumentin mukaan ja arvopaperikauppaa käyvät toimijat toimivat Yhdysvaltain Arvopaperikaupankäyntikomission (SEC) valvonnan alla<sup>112</sup> ja hyödykkeisiin tai niiden johdannaisiin sijoittavat toimijat ovat Yhdysvaltain hyödyke- ja futuurikaupankäyntikomission valvonnan alaisena (CFTC).

Sijoitusrahastodirektiivissä on myös paljon instrumentteja, joita ei ole erikseen kielletty, mutta joita ei myöskään ole mainittu UCITS-direktiivin sallittujen instrumenttien listalla. Sijoitusinstrumenttien luettelo on siis tyhjentävä ja muihin instrumentteihin ei rahasto saa lähtökohtaisesti sijoittaa ilman Finanssivalvonnan hyväksyntää. Käsittelen jäljempänä vielä sijoituskohdetta, joka tutkimukseni perusteella on muodostanut suurimmat sijoitustoiminnalliset erot sijoitusrahastojen ja erikoissijoitusrahastojen välille; hyödykkeitä ja niiden johdannaisia.

### **3.3 SRL 12 luvun vaatimukset sijoitustoiminnalle**

Erikoissijoitusrahastojen toimintaa sääntelevä SRL 12 luvun ensimmäinen eli 87 § on hyvin identtinen sijoitusrahastodirektiivin mukaisten sijoitusrahastojen sijoitustoimintaa sääntelevän hajauttamisyleissäännön kanssa. SRL 87 §:n mukaan ”rahastoyhtiön on hajautettava erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan erikoissijoitusrahaston varoja”. Säännös ainakin näennäisesti vain toistaa saman asian, joka

---

<sup>110</sup> Vandamme 1988, s. 3

<sup>111</sup> Finanssivalvonta – Jalometallit sijoituskohteena

<sup>112</sup> Securities Act of 1933 sec. 2(a)1

on todettu jo SRL 11 luvun alussa, mutta korostaa sanaa erikoissijoitusrahasto mainitsemalla sen useampaan otteeseen. Kun SRL 11 luvun mukaan rahastoyhtiön tulee hajauttaa riskit sijoittaessaan sijoitusrahaston varoja, niin SRL 12 luvun mukaan rahastoyhtiön tulee hajauttaa nimenomaan erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan erikoissijoitusrahaston varoja. Harju ja Syyrilä ovat ilmeisesti nähneet SRL 87 §:n toistavan SRL 68 §:ssä esitetyn ehdottoman hajauttamisvaatimuksen joka perustuu kaikkeen sijoitusrahastotoimintaan liittyvään pääperiaatteeseen riskien hajauttamisessa sijoitusrahastotoiminnassa<sup>113</sup>. Tulkintani mukaan säännöstä voidaan kuitenkin tarkastella osittain myös SRL 68 §:n hajauttamisvaatimuksesta erillisenä velvoitteena. Kun SRL 68 § vaatii riskien hajautettavan kaikessa sijoitusrahastotoiminnassa, voidaan 87 §:n tulkita olevan erityissäännös nimenomaan erikoissijoitusrahastotoimintaan liittyvien riskien hajauttamisesta. Tällaisella tulkinnalla SRL 68 § ja 87 § voidaan nähdä toisiaan poissulkevan sijaan toisiaan täydentävinä säännöksinä. Tulkintaa voidaan perustella sillä, että kaikkia 11 luvussa sijoitusrahastoa koskevia säännöksiä tulisi SRL 3 a §:n mukaisesti soveltaa myös erikoissijoitusrahastoihin ja SRL 12 luku ei mainitse 68 §:stä poikettavan. Erikoissijoitusrahastoa hallinnoivan rahastoyhtiön on siis tulkintani mukaan hajautettava sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan sijoitusrahaston varoja kuten SRL 68 § säätelee ja tämän lisäksi hajautettava nimenomaan erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit sijoittaessaan erikoissijoitusrahaston varoja. Täydentävällä tulkinnalla voitaneen lisätä erikoissijoitusrahastotoimintaan liittyvien riskien tiedostamista, jota tavallisessa sijoitusrahastotoiminnassa ei ole tarpeen ottaa huomioon. Lisäksi riskien hajauttamisen veloitteen kaksoismaininta saattaa teoreettisella antaa vaikutuksen erikoissijoitusrahastoa hallinnoivan rahastoyhtiön erityisestä huolellisuusvelvollisuudesta erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnassa.

Kuten jo aikaisemmin on todettu, on erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminta laintasolla varsin ylimalkaisesti säädelty. SRL:n mukaan erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnalta

---

<sup>113</sup> Harju – Syyrilä 2001 s 170

varsinaisesti vaaditaan vain hajautusta sen sijoittaessa erikoissijoitusrahaston varoja. Koska lakitasoinen sääntely on näennäisesti näin vaatimatonta, tulee erikoissijoitusrahastoja tutkiessa keskittyä muihin sijoitustoimintaan vaikuttaviin säännöksiin. Ensinnäkin, SRL 23.2 §:n mukaan jokaisella sijoitusrahastolla on oltava säännöt. Toisaalta, säännöt täytyy olla SRL 43 §:n mukaisesti Finanssivalvonnan vahvistamat. Finanssivalvonta vahvistaa rahastoyhtiön hakemuksesta sen säännöt jos:

- 1. ne ovat lain mukaiset; ja*
- 2. saadun selvityksen perusteella voidaan pitää todennäköisenä, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei vaarannu; ja*
- 3. erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnan riskit hajautetaan riittävällä tavalla.*

Lisäksi Finanssivalvonnalla on SRL 43.2 §:n mukaisesti hakijaa kuultuaan oikeus asettaa rahastoyhtiön ja erikoissijoitusrahaston toimintaa koskevia valvonnan kannalta välttämättömiä rajoituksia ja ehtoja.

Edellä mainitut sijoitusrahastojen sääntöpakko ja erikoissijoitusrahastojen sääntöjen vahvistamiseen liittyvä hakemusmenettely asettaa myös erikoissijoitusrahastoille paljon laajempia velvoitteita kuin pelkästään SRL:n 12 luku antaa ymmärtää. Tärkeää on kuitenkin huomata, että oikeastaan mitään sijoitustoimintaa ei ole eksplisiittisesti kielletty tai erikseen sallittu kuten UCITS-sijoitusrahastojen kohdalla. Lain esitöiden mukaan on pidetty erittäin tärkeänä esimerkiksi sitä, että (erikois)sijoitusrahastojen tuotekehitys ei aiheuttomasti vaikeudu sijoitusrahastolain takia<sup>114</sup>. Syyrilän mukaan erikoissijoitusrahastoja koskeva puitesääntely onkin ainakin 2000-luvun alussa ollut tuotekehityksen kannalta tehokasta ja joustavaa verrattuna sijoitusrahastodirektiivissä valittuun yksityiskohtaiseen ja

---

<sup>114</sup> HE 202/98

jäykkään sääntelymalliin<sup>115</sup>. Päätöksen erikoissijoitusrahaston sääntöjen kelpoisuudesta rahastomarkkinoille tekee Finanssivalvonta.

Erikoissijoitusrahaston sääntöjen lainmukaisuudella tarkoitetaan sijoitusrahaston säännöille laissa säädettyjä vaatimuksia lukuun ottamatta niitä lainkohtia, joista erikoissijoitusrahaston säännöissä voidaan voimassa olevan SRL 12 luvun mukaan poiketa<sup>116</sup>. Lainmukaisuutta voidaan pitää hyvin ilmeisenä vaatimuksena sijoitusrahaston toiminnalle. Lain esitöissä lainmukaisuusvaatimus kattaa *sijoitusrahastojen säännöille laissa säädettyjä vaatimuksia*. Esitöissä viitataan siis ainoastaan säädettyyn lakiin ja lainmukaisuusvaatimus näin ollen koskee lähinnä sijoitusrahastolaissa mainittuja vaatimuksia jättäen pois mahdolliset Finanssivalvonnan säännöt ja ehkäpä hieman ongelmallisesti myös Valtionvarainministeriön asetukset, joilla voidaan antaa tarkempia määräyksiä seikoista, jotka on otettava huomioon arvioitaessa erikoissijoitusrahaston toiminnan vaikutusta rahoitusmarkkinoiden vakauteen ja toimivuuteen sekä rahoitusmarkkinoiden toimintaa kohtaan tunnettuun luottamukseen. Pykälää lienee kaikesta huolimatta kuitenkin tulkittava siten, että myös esimerkiksi säädettyä lakia alemmantasoiset säännökset otetaan huomioon erikoissijoitusrahaston sijoitustoimintaa arvioitaessa.

Erikoissijoitusrahastojen hyväksynnälle asetettu toinen vaatimus on, että *saadun selvityksen perusteella voidaan pitää todennäköisenä, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei vaarannu*. Rahoitusmarkkinoiden vakautta, toimivuutta tai luottamusta vaarantavaa toimintaa ei ole SRL:n esitöissä tarkemmin määritelty. FIVAL 1 §:n mukaan vakauden, toimivuuden ja luottamuksen rakentaminen ja ylläpitäminen on Finanssivalvonnan ydintehtäviä ja lain Finanssivalvonnasta esitöiden mukaan se kattaisi ensisijaisesti ainakin tavoitteena olevan korkeatasoisen sijoittajansuojan, markkinoiden läpinäkyvän ja tasapuolisen toiminnan sekä korkeatasoisen asiakkaansuojan

---

<sup>115</sup> Syyrilä DL 2002

<sup>116</sup> HE 102/2006, s.32

edistämisen rahoitus- ja vakuutuspalvelujen tarjonnassa<sup>117</sup>. Harjun ja Syyrilän mukaan voitaneen lähteä siitä oletuksesta, että vakauden vaatimus edellyttää rahaston säännöiltä siedettävää riskitasoa ja, että sijoitusrahastotoiminnan piiriin ei ole tarkoitus ottaa millaista riskiä tahansa sisältäviä tuotteita<sup>118</sup>. Heidän mukaan valvonnan ja sääntelyn piirissä olevan sijoitusrahaston epäonnistuminen toiminnassaan ja mahdollinen rahaston alasajo voisivat merkittävästi heikentää yleistä luottamusta sijoitusrahastotoimintaan ja yleisemminkin rahoitusmarkkinoiden toimintaan.<sup>119</sup> Harjun ja Syyrilän esitys erikoissijoitusrahaston mahdollisimman korkean riskitason hyväksyttävyydestä on sinänsä oudoksuttava, että he itse viittaavat aiemmin yhteisteoksessaan hallituksen esitykseen (HE 309/92 s 20), jonka mukaan laissa ei siis kielletä rahastoyhtiötä ottamasta riskiä sijoitusrahaston sijoituksissa, mutta niistä aiheutuvat riskit on hajautettava<sup>120</sup>. Edelleen Harjun ja Syyrilän mukaan rahoitusmarkkinoiden toimivuutta voisi vaarantaa ainakin se, jos erikoissijoitusrahastolle vahvistettaisiin säännöt, joiden nojalla sen annetaan myydä arvopapereita ilman selvyyttä siitä, miten rahasto pystyy toimittamaan kyseiset arvopaperit<sup>121</sup>. Kattamattoman lyhyeksimyynnin osalta myös EU on äskettäin tehnyt muutoksia uudella asetuksella, jolla kattamaton arvopaperikauppa kiellettiin 1. marraskuuta 2012 lähtien oikeastaan kaikkien arvopaperijohdannaisten, kuten futuurien, optioiden, valtionlainojen jne. osalta kaikilla ETA-alueella sijaitsevilla markkinapaikoilla<sup>122</sup>. Komissio on ollut Harjun ja Syyrilän kanssa hyvin samoilla linjoilla kattamattoman arvopaperimyynnin seurauksista. Sen mukaan kattamaton arvopaperikauppa nostaa osapuolten välistä suoritusriskiä, joka voi johtaa finanssialan toimijoiden osakkeiden arvon putoamiseen, ja lopulta uhata näiden elinkelpoisuutta ja altistaa koko rahoitusmarkkinajärjestelmän riskiuhan alaiseksi<sup>123</sup>.

---

<sup>117</sup> HE 66/2008 s. 82

<sup>118</sup> kts. Myös HE 110/2003 s. 37

<sup>119</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 170

<sup>120</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 137

<sup>121</sup> Harju – Syyrilä 2001 s. 170

<sup>122</sup> EU 236/2012

<sup>123</sup> EU MEMO/12/508 s. 1

SRL 43.2 §:n kolmas vaatimus erikoissijoitusrahastojen sääntöjen hyväksynnälle on riskien hajauttaminen. Sen mukaan Finanssivalvonta vahvistaa erikoissijoitusrahaston säännöt, jos erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnan riskit hajautetaan riittävällä tavalla. Riskien riittävää hajauttamista vaaditaan myös erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa sääntelevässä SRL 87 §:ssä. Kyseessä ei tulkintani mukaan kuitenkaan ole asian tarpeeton toisto, vaan riskien riittävä hajauttaminen säädetään tässä hieman eri aikaulottuvuudessa. Kun SRL 87 §:n voidaan katsoa sääntelevän jo olemassa olevan erikoissijoitusrahaston tosiasiallista sijoitustoimintaa, niin SRL 43.2 §:n säännös taas sääntelee, että myös erikoissijoitusrahaston sääntöjen täytyy olla sellaiset, että riittävän riskin hajauttamisen periaate tulee esille. Teknisesti säännösten taustalla lienee se, että erikoissijoitusrahaston säännöissä täsmällisen ja kattavan sijoitustoiminnan määrittelemisen lienee ainakin jossain määrin mahdotonta ottaen huomioon kaikki mahdollinen toiminta. Erikoissijoitusrahaston säännöt ovat siis luonteeltaan hyvin useasti yleislausekkeita. Vertailun vuoksi mainittakoon, että UCITS-sijoitusrahastojen sijoitustoiminnalle osoitetut raamit ovat hyvin yksityiskohtaiset ja luonteeltaan myös lähes poikkeuksetta pakottavia säännöksiä, joten niiden sijoitustoimintaa on säännelty pikemminkin tarkoilla erityislausekkeilla.

Finanssivalvonnalla on myös SRL 43.2 §:n mukaisesti hakijaa kuultuaan oikeus asettaa rahastoyhtiön ja erikoissijoitusrahaston toimintaa koskevia valvonnan kannalta välttämättömiä rajoituksia ja ehtoja. Tällaisia rajoituksia tai ehtoja ei ole julkisesti saatavilla. Pykälää lienee tulkittava suppeasti niin, että kyseessä on todellakin vain valvonnan kannalta ja vain välttämättömiä ehtoja. Voisi esimerkiksi olla mahdollista, että Finanssivalvonta asettaa rahastoyhtiölle velvollisuuden toimittaa rahaston sijoituksista tietoa Finanssivalvonnalle tavallista useammin tai muutoin käytännöistä poiketen. Tulkintani mukaan tätä lisäystä saatettaisiin soveltaa esimerkiksi tilanteessa, jossa suomalainen erikoissijoitusrahasto toimii syöttörahastona Euroopan Unionin ulkopuoliselle rahastolle. Finanssivalvonnan tiedonsaantikeinot esimerkiksi Aasiassa sijaitsevan kohderahaston sijoitustoiminnasta saattaa olla hyvinkin rajalliset, joten tällaisessa



tapauksessa Finanssivalvonta voisi pyrkiä asettamaan erityisen tiedonantovelvollisuuden suomalaiselle rahastoyhtiölle koskien myös kohderahaston sijoituksia.

Kuten on jo useasti todettu, sijoitusrahastojen sijoitustoiminnan sääntelyä kokonaisuudessaan ei voida tarkastella pelkästään lakia tai lain esitöitä tulkitsamalla. Sijoitustoiminnan tarkastelun keskiöön nousee rahastoyhtiön säännöt koska ne muodostavat erikoissijoitusrahastoille ne oikeudelliset raamit, joiden mukaan rahastoyhtiön tulee hoitaa erikoissijoitusrahaston sijoitustoimintaa. Finanssivalvonnalla on hallintopäätösten kautta vastuu erikoissijoitusrahastojen sääntöjen tulkinnassa. Hallintopäätösten kautta muodostuu tulkintalinja siitä, mikä on sallittua erikoissijoitusrahastojen toiminnassa ja toisaalta siitä, mistä säännöksistä ei voida poiketa erikoissijoitusrahastojenkaan osalta. Hallintopäätösten kautta muodostettu tulkintalinja aiheuttaa erikoissijoitusrahastojen säännöille ennakoitavuuden puutteen ja toisaalta tulkintalinjat saattavat elää vahvassa muutoksessa ja kun erikoissijoitusrahastoille on hyväksytty yhdenlainen sääntökohta, on oletettavaa, että kaikki muutkin erikoissijoitusrahastot voivat mukaila sääntöjään uuden tulkintakannan mukaisesti.<sup>124</sup> Finanssivalvonnan saattaisi olla erittäin hankalaa, ellei jopa mahdotonta perustella, minkä takia jonkun erikoissijoitusrahaston säännöt eivät saadun selvityksen perusteella todennäköisesti vaaranna rahoitusmarkkinoiden vakautta, toimivuutta tai luottamusta rahoitusmarkkinoita kohtaan, kun taas toisen samanlaisen erikoissijoitusrahaston toiminta tätä tekisi.

#### **4. Erikoissijoitusrahastojen tosiasiallinen sijoitustoiminta**

Erikoissijoitusrahastojen sääntöjen perusteella sijoitustoiminnasta on vaikea saada kattavaa kuvaa. Sijoitustoiminnasta kuitenkin pystytään muodostamaan jonkinlainen koko suomalaisen rahastoalan kattava yleiskuva. Suomessa ei ole kovinkaan kummallisia

---

<sup>124</sup> Syyrilä, DL 2002

erikoissijoitusrahastoja ja erot tavallisiin sijoitusrahastoihin on usein hyvin minimaalisia. Tämän luvun tarkoituksena on esimerkein selvittää suomalaista sijoitustoiminnan kuvaustapaa ja selvittää rahastosääntöjen yleisimpiä erikoissijoitusrahasto-ominaisuuksia kuten toisiin rahastoihin sijoittamista ja hyödykekaupankäyntiä.

#### **4.1 Sijoitustoiminnan kuvaaminen**

Erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa koskevien sääntökohtien arvioinnissa on erittäin tärkeätä huomioida, että Finanssivalvonnan toteuttama sääntöjen vahvistaminen ei kohdistu pelkästään erikoissijoitusrahaston sijoitustoimintaan vaan kyseessä on kokonaisarviointi, jossa tutkinnan kohteena ovat rahaston säännöt kokonaisuudessaan, ei pelkästään siihen liittyvä sijoitustoiminta. Asian mielenkiintoisuutta lisää se, että erikoissijoitusrahastojen sääntöjen poikkeamat sijoitusrahastojen säännöistä, liittyvät lähes yksinomaan sijoitustoimintaan, sillä erikoissijoitusrahastot saavat tehdä poikkeuksia lähinnä vain sijoitustoimintaan liittyvissä kysymyksissä. Kuitenkin kokonaisarvioinnissa saattaa tulla huomioiduksi myös sellaisia sääntökohtia, joilla ei näennäisesti ole mitään tekemistä rahaston sijoitustoiminnan kanssa. Mahdollisesti jopa sääntöjen ulkopuolisia asioita tulee ottaa huomioon sijoitusrahaston sijoitustoiminnan hyväksyttävyyttä arvioitaessa. Kuten aikaisemmin on mainittu, erikoissijoitusrahaston sääntöjen on oltava sellaiset, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan ei vaarannu. Finanssivalvonnan mukaan luottamusta rakentaa mm. laadukas, selkeä ja ajankohtainen sijoittajainformaatio, arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin häiriötön toiminta ja markkinoilla toimivien asianmukaiset toimintatavat<sup>125</sup>.

Laadukkaan ja selkeän sijoittajainformaation käsite saattaa olla erilainen riippuen sijoittajan ymmärrystasosta sijoittajainformaatiota kohtaan. Ammattimaisella sijoittajalla ja piensijoittajalla on oletettavasti täysin eritasoinen ymmärrys sijoittajainformaatiosta, joten tiedon subjektiivinen selkeys vaihtelee tiedon vastaanottajan ymmärrystason mukaan.

---

<sup>125</sup> Finanssivalvonta 2011 s.13

Vaikkakin sijoittajan ammattimaisuutta arvioitaessa sijoittajan varallisuudelle ei anneta ratkaisevaa vaikutusta<sup>126</sup>, voi sijoittajan varallisuus indikoida sijoittajan laajempaa ymmärtämystä sijoittamisasioihin. Sijoittajan ymmärrys asioihin ja yleinen luottamus rahoitusmarkkinoihin ovat yhteydessä siinä määrin, että kokenut sijoittaja saattaa pitää joitakin asioita hyvin yksinkertaisina ja itsestään selvinä, kun taas kokematon sijoittaja ei välttämättä ymmärrä asiasta riittävästi joten luottamuksen säilyttämiseksi näitä yksinkertaisia asioita täytynee selvittää kokemattoman asiakkaan kanssa paljon tarkemmin kuin kokeneen sijoittajan kanssa. Varallisuuden perusteella voitaneen siis tehdä jonkinlaisia johtopäätöksiä sijoittajan taito- tai tietämystasosta. Näin ollen, rahasto, jonka minimimerkintä on miljoona euroa saattaisi joissakin asioissa mahdollisesti poiketa rahastoista, joiden minimimerkintä on esimerkiksi yksi euro tai minimimerkintää ei ole lainkaan. On kuitenkin huomioitava, että sijoitusrahastoja hallinnoivat rahastoyhtiöt eivät pääsääntöisesti anna sijoitusneuvontaa, joten heidän ei tämän vuoksi edes tarvitse luokitella asiakkaitaan tai varmistaa tuotteen soveltuvuutta asiakkaalle. Niin sanotun kapean lisenssin, eli SRL 5.1 §:n mukaisen lisenssin, mukainen rahastoyhtiö markkinoi vain omia tuotteitaan ja on velvollinen ainoastaan tunnistamaan ja tuntemaan asiakkaansa, mutta ei arvioimaan tämän soveltuvuutta tietyille tuotteille. Rahastoyhtiön soveltuvuusarviointivelvollisuuden puuttuminen voisi myös teoreettisesti indikoida sitä, että rahastoyhtiö ei tätä saisi tehdä ja esimerkiksi laatia sijoitusrahaston sääntöjä ja tai esitettä niin monimutkaiseksi, että vain ”ammattimainen asiakas” pystyisi selvittämään tuotteen sisällön. Lisäksi on huomioitava, että Suomessa suljettujen sijoitusrahastojen perustaminen ei ole mahdollista joten tälläkään perusteella rahastoyhtiöt eivät voi edes poikkeustapauksissa laatia esitettä ainoastaan ammattimaiseen käyttöön. Kaikesta tästä johtuen sijoitusrahasto ei voi määritellä sijoitustoimintansa soveltuvan vain esimerkiksi hyvin sijoittamisesta tiedäville asiakkaille ja lain mukaisen ”luottamuksen vaarantamisen” arviointi on tehtävä samalta tasolta kaikkien sijoitusrahastojen kohdalla, olipa kyseessä sitten matalan riskin korkoerikoissijoitusrahasto tai hyvin korkean riskin vipurahasto.

---

<sup>126</sup> ks. ammattimaisesta sijoittajasta esim. Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2005 s. 37-41

Monien erikoissijoitusrahastojen säännöt kuvailevat kyseisen sijoitusrahaston tavoitetta esimerkiksi, että ”tavoitteena on saavuttaa pitkällä aikavälillä korkea riskikorjattu tuotto”<sup>127</sup>. Sijoitustavoite on varsin yleistä etenkin hedge-luokkaan kuuluvissa rahastoissa, joissa sijoituskohdetta ei ole rajattu samalla tavalla kuin esimerkiksi seuraavassa kappaleessa mainituin ”pääasiallisin sijoituskohtein”. Tavoitteella ehkäpä pystytään paremmin kuvaamaan kyseisen sijoitusrahaston tavoitetta, mutta tavoite on kuitenkin lähes kaikissa erikoissijoitusrahastoissa käytännössä sama, ”tuotto tietyllä aikavälillä”. Asia on kuitenkin esitetty monella eri tavalla rahastosta riippuen.

Erikoissijoitusrahastojen sääntöjen sijoitustoimintaa koskevissa rahastosääntökohdissa on usein mainittu erikoissijoitusrahaston ”pääasiallinen sijoituskohde”. Pääasiallisen toiminnan määrittelemine on yleensä hyvin tapauskohtaista, mutta jonkinlaisia suuntaviivoja pääasiallisuudelle voidaan antaa. Pääasiallisuudelle ei välttämättä tarvitse antaa tarkkarajaista määritelmää, mutta sen voidaan olettaa indikoivan jonkinlaista kvalitatiivista, kvantitatiivista ja ajallista olennaisuutta esitetyn pääasiallisuuden kohdalla. Erikoissijoitusrahaston sääntöjen luettavuuden kannalta pääasiallinen sijoitustoiminta usein paljastaa sen, millä keinoilla ja minkä sijoitusinstrumenttien avulla sijoitustoiminta pääasiallisesti pyrkii saavuttamaan sijoitustoiminnalle asetetut tavoitteet. Mikäli erikoissijoitusrahaston sääntöjen mukainen sijoitustoiminta luetellaan vain SRL 11 luvun mukaisina instrumentteina ja SRL 12 luvun sallimilla poikkeuksilla, kuten se usein tehdään, saattaa sijoittajalle tarkoitettu informaatio jäädä vajaaksi, koska itse sijoitustoiminnan tarkoitusta ei mainita lainkaan säännöissä vaan ainoastaan sijoitustoiminnalle asetetut rajat. Sijoitustoiminnalle asetetut rajat eivät kerro sijoitustoiminnasta vielä kovinkaan paljoa, sillä erikoissijoitusrahastojen säännöt on lähes poikkeuksetta kirjoitettu niin, että rahastoyhtiö ei ole ottanut omaa sijoitustoimintaansa rajoittavia säännöksiä sääntöihinsä mikäli laki ei niitä erikseen vaadi. Tällöin sijoitustoiminnan kuvaukseksi jää pahimmillaan sepustus sijoitustoiminnasta, jossa tehdään ”kaikkea mitä laki sallii”. Tilanne voisi olla ainakin

---

<sup>127</sup> Erikoissijoitusrahasto HCP Black säännöt 5 §. Samantyyppisiä mm. Finlandia Bric+ Erikoissijoitusrahasto 5 §., OP-Kiina Erikoissijoitusrahasto 2.1§

osittain verrattavissa esimerkiksi osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen, jossa mainitaan yhtiön toiminnaksi kaikki laissa sallittu toiminta. Pääasiallisen sijoitustoiminnan mainitsemisella voidaan siis nähdä olevan sijoitustoimintaa kuvaileva funktio. Rahastoyhtiö kuvailee sijoitusrahaston (usein sijoitustoimintaa kuvailevien sääntökohtien alussa) sijoitustoimintaa esimerkiksi mainitsemalla, että rahasto pyrkii tavoitteisiinsa pääasiallisesti sijoittamalla ”Yhdysvaltain markkinoilla julkisesti noteerattuihin arvopapereihin” tai ”että sijoitusrahasto pyrkii sijoitustoiminnassaan absoluuttiseen tuottoon pyrkimällä tunnistamaan markkinaliikkeitä ja käyttämällä myös johdannaisinstrumentteja asettuaakseen yleistä (mahdollisesti laskevaa) markkinakehitystä vastaan”. Myös Finanssivalvonta on havainnut ongelman sijoittajainformaatioissa, jonka rahastojen säännöt tarjoavat. Finanssivalvonnan mukaan monen rahaston sijoituspolitiikan kuvaus on edelleen varsin yleisellä tasolla, sijoittaja ei aina saa selvää kuvaa rahaston käytännössä toteuttamasta sijoituspolitiikasta. Säännöissä ja esitteissä kuvataan mikä on rahastolle sallittua ja aina kuvauksissa ei riittävästi painoteta sitä, mitä instrumentteja ja strategioita rahasto todellisuudessa käyttää<sup>128</sup>. Finanssivalvonta oli myös kiinnittänyt huomioita samoihin ongelmiin jo vuonna 2009. Tällä hetkellä asiassa ei näyttäisi olevan kovinkaan suurta muutosta.

Kuinka sitovana sijoitustoiminnan pääasiallisuutta kuvailevan sääntökohdan lauseketta voidaan sitten pitää suhteessa rahastoyhtiöön? Ensinnäkin oikeustieteen pääasiallisuuden määrittäminen on yleensä tapauskohtaista ja perustuu kokonaisarviointiin. Muuttuvina tekijöinä voivat olla mm. pääasiallisuudesta poikkeamisen suuruus ja väliaikaisuus ja muut asiassa huomioon otettavat tekijät. Toisaalta pääasiallisuudelle voidaan verrata myös sijoitustoiminnan aikaisempaan luonteeseen. Mikäli sijoitusrahasto on aina perustamisestaan lähtien sijoittanut esimerkiksi puolet sijoitettavista varoista ”pääasialliseen” kohteeseensa on mahdollisesti sallitut muutokset alaspäin pienempiä kuin sijoitusrahastolla, joka on sijoittanut aiemmin kaikki sijoitettavat varat pääasialliseen kohteeseensa.

---

<sup>128</sup> Finanssivalvonta 2010, s.3-7

Nähdäkseni sijoitustoiminnan pääasiallisuutta kuvailtaessa suuren eron tekee myös erikoissijoitusrahaston rahastotyyppi sillä perusteella, että sijoittajat saattavat sijoittaa omia varojaan rahastoon juuri tiettyyn rahastotyyppiin oman henkilökohtaisen hajauttamisen muodostamiseksi. Esimerkiksi osakerahastossa, jonka pääasialliseen sijoitustoimintaan kuuluu Pohjoismaisiin arvopapereihin sijoittaminen, on sijoittaja esimerkiksi saattanut nähdä positiivista markkinakehitystä Pohjoismaissa tulevaisuudessa ja luottanut, että sijoitustoiminnasta vastaava rahastoyhtiö on markkinoiden paras hyödyntämään sijoittajan pitkäaikaista näkemystä. Tällä perusteella rahastoyhtiö ei saane muuttaa sijoitustoimintaansa pääasiallisen Pohjoismaisen markkinan ulkopuolelle, vaikka rahastoyhtiön asiantuntijoiden mukaan Pohjoismaiset markkinat tulisivat näkemään suurimman pudotuksensa vuosiin ja todennäköisesti sijoitusrahaston sijoituskohteiden arvo tulee laskemaan vahvasti pitkällä tai keskipitkällä aikavälillä. Ongelmia voisi myös syntyä siitä, että yksittäinen sijoittaja on päättänyt sijoittaa osan varoistaan kehittyville markkinoille, osan varoistaan Euroopan Unionin markkinoille ja osan varoistaan vielä spesifisti Pohjoismaiden markkinoille ja tekee sijoituksena erikoissijoitusrahastojen kautta. Nyt jos sama Pohjoismaiden markkinoille pääasiallisesti sijoittava rahasto muuttaisikin dramaattisesti strategiansa Pohjoismaiden ulkopuolelta muualle Eurooppaan näkemyksensä vuoksi, olisi tämän yksittäisen sijoittajan maantieteellinen hajautus aiottua ja luvattua huonompi. Toisaalta asia voidaan nähdä myös toiselta puolelta, mikäli pääasialliseksi sijoitustoiminnaksi on mainittu eurooppalaisten yhtiöiden arvopaperit, ei välttämättä ole suositeltavaa, että sijoitusrahaston varat sijoitetaan ainoastaan tai lähes ainoastaan saksalaisiin arvopapereihin ja näin osuudenomistaja virheellisesti uskoo hänen varojaan hajautettavan suhteellisen tasaisesti koko Euroopan laajuisesti. Tällaista epätäydellistä tietoa epähuomioiva sijoittaja saattaa ammentaa myös itse rahaston nimestä sillä joillain rahastoilla nimi ei välttämättä kuvaile kovinkaan tarkasti sijoitustoimintaa. Esimerkiksi Seligson & Co:n Aasia Indeksirahasto saattaa jo nimensä perusteella luoda sijoittajalle mielikuvan, että sijoituskohde on jaettu suhteellisen tasaisesti Aasian eri markkinoille kuten Kiinaan, Japaniin ja Koreaan. Rahasto on kuitenkin sijoittanut suurimman osan varoistaan

Japaniin ja Australiaan, joka ei välttämättä ole täysin sitä mitä keskivertorahastosijoittaja kuvittelee rahaston sijoituskohteeksi. Esimerkiksi Yhdysvaltain SEC:n säännösten mukaan tällainen rahastonimi ei olisi sallittua sillä pääsääntöisesti geograafisen alueen ilmoittaminen rahaston nimessä täytyy vastata 80 %:sesti sijoitustoiminnan kohdetta<sup>129</sup> ja Australian ei yleisessä kielenkäytössä katsota kuuluvan Aasiaan.

Osakerahastojen lisäksi samanlaista sitovuutta voidaan edellyttää ainakin korkorahastoilta, joiden pääasiallisena sijoitustoimintana on tiettyyn korkoinstrumenttiin sijoittaminen. Tällaisessa tapauksessa rahastoyhtiö saattaisi todeta että luvattuun korkoinstrumenttiin pääasiallisesti sijoittaminen olisi tappiollista tai se ei ainakaan pärjäisi inflaatiolle, mutta käsitykseni mukaan sijoitustoimintaa ei voida muuttaa pelkästään tällaisen näkemyksen perusteella. Samalla tavalla kuin osakerahastojen kohdalla on oletettava, että rahasto-osuudenomistajat ovat juuri nähneet esimerkiksi korkoinstrumenteissa ainoan hyvän suojan varoilleen ja ehkä ennustavat osakemarkkinoiden romahtavan tulevaisuudessa. Lisäksi korkorahastoja voidaan käyttää tasapainottamaan muutoin otettua riskiä, jolloin rahasto vaikka itsessään häviäisi sijoitustoiminnassaan, se auttaisi yksittäisiä sijoittajia tavoittamaan sijoittajan omaa sijoituskäytöstä.

Ongelmallisina pääasiallisen sijoitustoiminnan tulkinnan kohde on hedge- tai vipurahastot, joissa usein tavoitellaan sijoitusrahaston varoilla absoluuttista tuottoa markkinatilanteesta riippumatta. On mahdoton olettaa, että jokin sijoitusinstrumentti olisi aina tuotollinen, joten absoluuttiseen tuottoon tähtäävän sijoitustoiminnan on pakostakin vaihdeltava sijoitusinstrumenttien pääasiallisuutta sijoitustoiminnassa onnistuakseen. Nähdäkseni absoluuttisen tuoton rahastoille osuudenomistajan on annettava vapaammat kädet koska tarkoituksena lienee tavallisesti reagoida kaikkiin markkinaliikkeisiin jollain tapaa ja liian tarkka sijoitusinstrumenttien tai maantieteellisen hajauttamisen rajoittaminen ei ole mahdollista absoluuttisen tuoton saavuttamiseksi. Myös Finanssivalvonnan tarkastuksen

---

<sup>129</sup> SEC 2001

mukaan erityisesti hedge-fund –tyyppisillä rahastoilla on ollut eniten ongelmia sijoitusstrategian ja sijoituksiin liittyvien riskien ilmoittamisessa omissa säännöissään<sup>130</sup>.

Erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan ongelmana on usein sääntöjen liian yleinen taso, joten niiden perusteella sijoitustoiminta voi periaatteessa kohdistua mihin tahansa. Kärjistetyin esimerkki lienee sijoitustoiminnan kohdistuminen seuraaviin instrumentteihin: ”korkoinstrumentit, osakkeet, vaihtoehtoiset riskit ja muut”<sup>131</sup>. Sanan ”muut” käyttö avaa ainakin sanamuotoisesti erikoissijoitusrahaston varojen sijoittamiselle kaikki mahdolliset lailliset sijoitusinstrumentit, joten sijoittajan on vaikea arvioida mitä nämä ”muut” pääomaluokat voivat olla. Edellisen kappaleen pääasiallisen sijoitustoiminnan tavoin, voidaan pohtia onko tällaisella listalla tekemistä pääasiallisuuden kanssa. Voidaanko esimerkiksi sanoa, että muut pääomaluokat eivät voi muodostaa koko sijoitusrahaston varojen pääomaluokkaa, koska muita esimerkkejä on mainittu vai voivatko jopa kaikki sijoitusrahaston varat olla sijoitettuna aiemmin mainittujen pääomaluokkien ulkopuolelle kohtaan muut. Kuten pääasiallisen sijoitustoiminnan kappaleessa, myös näin yleisten lausekkeiden käyttö lienee tavallista, mutta sijoittajan kannalta huomioitavaa tietyissä tapauksissa. Uskoakseni sijoitustoiminnan laajan määrittelyn kautta sijoittajat antavat suostumuksensa salkunhoitajan reagointiin lähes kaikkiin tilanteisiin rajoittamatta sijoitustoimintaa sen suuremmin. Nähdäkseni tällaisen lausekkeen käyttö voinee hyvinkin liittyä taas absoluuttisen tuoton rahastoihin, joissa kaikkiin erilaisiin markkinatilanteisiin odotetaan rahastoyhtiöltä vastausta ja sijoittajalta itseltään ei välttämättä odoteta samanlaista eri rahastojen välille tehtävää hajautusta kuin sellaisten sijoitusrahastojen kohdalla, joissa rahastoyhtiö tietoisesti sitoo itsensä erikoissijoitusrahaston sääntöihin ja odottanee myös osuudenomistajilta tietynlaista omien varojen hajauttamista eri sijoitusrahastojen välille.

---

<sup>130</sup> Finanssivalvonta 2010, s.4

<sup>131</sup> Erikoissijoitusrahasto HCP Black –säännöt 5§



## 4.2 Toisiin rahastoihin sijoittaminen

Sijoitusrahaston varoja saadaan SRL 73 §:n mukaan sijoittaa myös muiden sijoitusrahastojen tai yhteissijoitusyritysten osuuksiin kuitenkin niin, että enintään 20 % varoista on sijoitettu saman sijoitusrahaston osuuksiin. Finanssivalvonta on antanut erikoissijoitusrahastoille oikeuden poiketa tästä säännöstä, ja useiden erikoissijoitusrahastojen sääntöjen mukaan rahastoyhtiö saa sijoittaa 100 % rahaston varoista yhden saman sijoitusrahaston tai yhteissijoitusrahaston osuuksiin<sup>132</sup>. Tämänkaltainen poikkeus merkitsee siis SRL 72.5 §:stä poikkeamista (korkeintaan viidesosa rahaston varoista rahastoa kohden), mutta se ei anna oikeutta poiketa muista SRL 72 §:n toisiin sijoitusrahastoihin sijoittamisesta koskevista vaatimuksista. Käytännössä tilanne vastaa SRL:ssa ja UCITS-direktiivissa säänneltyä syöttöraho-kohderahasto struktuuria, mutta se ei lain tarkoittamassa mielessä ole sitä, sillä SRL 2.1 § 2 b kohdan mukaan syöttörahoilla tarkoitetaan sijoitusrahastoa, jonka varoista poiketen siitä, mitä 68 §:ssä, 69 §:n 1 momentissa, 71 ja 71 a §:ssä, 72 §:n 5 ja 6 momentissa, 73 §:ssä, 74 §:n 3 momentissa, 75 §:ssä ja 80 §:n 1 momentissa säädetään, vähintään 85 prosenttia sijoitetaan toisen sijoitusrahaston tai yhteissijoitusyrityksen (kohderahasto) osuuksiin. SRL 3 a §:n mukaan SRL 2.1 §:ssa sijoitusrahastolla ei tarkoiteta erikoissijoitusrahastoja. Erikoissijoitusrahasto ei voi siis olla syöttö- tai kohderahasto lain tarkoittamassa mielessä, mutta se saattaa sääntöjensä perusteella kuitenkin sijoittaa 100 % toiseen sijoitusrahastoon, jolloin kyseessä tosiasiallisesti on syöttöraho-kohderahasto strukturi. Erikoissijoitusrahastoille tämä tarkoittaa sitä, että sen ei tarvitse noudattaa SRL 17 a luvun (”Syöttöraho ja kohderahasto”) erityissäännöksiä vaikka tosiasiallisesti rahasto toimitaikin hyvin 17 a luvun tarkoittamalla tavalla.

Erikoissijoitusrahaston toimintaa arvioitaessa sanan sijoitusrahasto käyttö on erityisen hankala tulkittava. Useat rahastoyhtiöt ovat kirjoittaneet erikoissijoitusrahastonsa

---

<sup>132</sup> Esim. Erikoissijoitusrahasto POP Eurooppa, Erikoissijoitusrahasto eQ Emerging Markets Local Currency Credit, Eufex Aegis Erikoissijoitusrahasto jne.

sääntöihin, että sijoituskohteena olevalla sijoitusrahastolla tarkoitetaan nimenomaan sijoitusrahastodirektiivin mukaisia rahastoja ja ne erottelevat selkeästi direktiivin mukaiset rahastot muista sijoitusrahastotyypeistä<sup>133</sup>. Kuitenkin joidenkin rahastojen kohdalla ei ole kovinkaan selkeästi eroteltu sijoitusrahastoja toisistaan, mikä aiheuttaa tarpeettomia tulkintaongelmia. Esimerkiksi POP-erikoissijoitusrahastojen säännöissä on kirjoitettu, että rahasto sijoittaa kaikki varansa toiseen sijoitusrahastoon<sup>134</sup>. Lisäksi on todettu, että rahasto sijoittaa kaikki varansa pääosin Rahastoyhtiön hallinnoimaan pohjoismaisiin sijoituskohteisiin sijoittavan sijoitusrahastodirektiivin edellytykset täyttävän sijoitusrahaston rahasto-osuuksiin<sup>135</sup>. Koska sanaa ”pääosin” ei voi tulkita poissulkeväksi termiksi, ei mielestäni rahaston sääntöjen mukaista sijoitustoimintaa ole tarkasti rajattu vain sijoitusrahastodirektiivin edellytykset täyttäviin sijoitusrahastoihin, ja termi ”sijoitusrahasto” jää varsin epäselväksi. Lisäksi täytyy huomioida, että spesifointi sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin rahastoihin on tapahtunut vain rahaston pääasiallista sijoitustoimintaa kuvailtaessa ja se on jätetty pois aikaisemmasta kohdasta, jossa rahaston sijoitustoiminnalle asetetaan tarkempi rajaus.

Tulkintaa hankaloittaa SRL:n lähestymistapa määrittelyongelmaan, joka on hieman epäselkeä; välillä sijoitusrahastolla tarkoitettaneen sekä sijoitusrahastoja ja erikoissijoitusrahastoja (esim. SRL luvut 3, 5, 6, 7) ja muutamissa kohdissa laissa viitataan erikseen sijoitusrahastoihin ja erikoissijoitusrahastoihin vaikka lain sisältö olisi näille kahdelle rahastotyyppille sama (esim. SRL 1.5§ ja 2.1§ 4 kohta). Epäselvyydestä huolimatta lienee pääteltävä, että POP-rahastojen sääntöjen tulkinta on ulotettava ainoastaan sijoitusrahastodirektiivin mukaisiin sijoitusrahastoihin. Myöskään millään muulla erikoissijoitusrahastolla ei ole säännöissään mahdollisuutta sijoittaa 100 % samaan erikoissijoitusrahastoon. Toistaiseksi suurin samanaikainen poikkeus sekä SRL 72.5 §:n ja SRL 72.3 §:n säännöksistä on sijoittaminen 75 % rahaston varoista yhteen

---

<sup>133</sup> Esim. Erikoissijoitusrahasto Nordea Private Banking Focus Suomi 2 § 6.kohta; Erikoissijoitusrahasto Säästöpankki Venäjä B 5.4§ 1 kohta; Front Strategia Erikoissijoitusrahasto 3.3 3 kohta.

<sup>134</sup> POP Pohjoismaat –erikoissijoitusrahasto 5.1§

<sup>135</sup> POP Pohjoismaat – erikoissijoitusrahasto 5.2§

erikoissijoitusrahastoon. Poikkeus sekä SRL 72.5 §:n ja lain 72.3 §:n säännöksistä on ainutlaatuinen ja tällä hetkellä käytössä vain yhdessä rahastossa<sup>136</sup>. Kyseinen säännös on hyvin tarkkarajainen ja antaa mahdollisuuden poiketa vain siinä tapauksessa, jossa rahastojen varat sijoitetaan säännöissä ennalta määrättyyn erikoissijoitusrahastoon eikä säännös anna mahdollisuutta sijoittaa mihinkään muuhun erikoissijoitusrahastoon. Yhden ainoan poikkeuksen perusteella ei ole mahdollista tulkita, että Finanssivalvonta antaisi muillekin erikoissijoitusrahastoille mahdollisuuden samanlaiseen SRL 11 luvun poikkeukseen. Tapausta on toistaiseksi sen ainutlaatuisuuden vuoksi käsiteltävä yksittäisenä poikkeuksena, jonka Finanssivalvonta on katsonut noudattavan erikoissijoitusrahaston toiminnalle asetettuja vaatimuksia esimerkiksi yleisen sijoitustoimintaan kohdistuvan luottamuksen kohdalla. Tapauksessa sääntöjen hyväksyttävyyttä lienee vahvistaneen se, että erikoissijoitusrahasto on yksityiskohtaisesti määritelty tarkoittamaan vain tiettyä erikoissijoitusrahastoa ja sen lisäksi ehkäpä se, että kohde-erikoissijoitusrahasto on myös nimenomaan suomalainen erikoissijoitusrahasto, ja Finanssivalvonta pystyy myös tarkasti valvomaan kohderahaston sijoitustoimintaa ja siten myös syöttörahaston sijoitustoimintaa.

Kohde- ja sijoitusrahastomalleja voidaan käyttää useamman tavoitteen saavuttamiseksi. Sillä voidaan tarjota kotimaisen rahaston kautta ulkomaisten rahastonhoitajien osaamista siirtäen rahaston hallinta epäsuorasti ulkomaisen rahaston salkunhoitajalle<sup>137</sup>. Tällä tavalla mm. kaupankäyntikulut kohdistuvat loppupeleissä vain kohderahastoon ja esimerkiksi yksittäisellä sijoittajalla on helpompi tavoitella ulkomaisia rahastoja, joiden merkintäsummatkin saattavat olla yksityisten sijoittajien tavoittamattomissa. Esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto Seligson & Co:n Kehittyvät Markkinat tarjoaa suomalaisille piensijoittajille tavan sijoittaa Irlantilaiseen Dimensional Fund Advisors –yhtiön Emerging

---

<sup>136</sup> Erikoissijoitusrahasto Taaleritehdas Hyödyke (ent. Erikoissijoitusrahasto Contango Hyödyke Beta) 18.3§, jonka mukaan rahasto saa sijoittaa enintään 75 % prosenttia saman rahastoyhtiön hallinnoimaan Erikoissijoitusrahasto Taaleritehdas Parkkiin.

<sup>137</sup> Epäsuoralla viitataan tässä yhteydessä ”suoran” vaihtoehdon vastakohtaan, jossa rahastoyhtiö ulkoistaisi salkunhoidon suoraan ulkomaiselle kyseisen sijoitusprofiilin asiantuntijalle

Markets Value Fund –rahastoon<sup>138</sup>. Minimisijoitus Seligsonin tarjoamaan rahastoon on yksi euro kun kohderahastoon minimisijoitussumma on 200 000 euroa<sup>139</sup>. Sijoittaja joutuu Seligson rahastossa maksamaan 0,75 % hallinnointipalkkiota p.a. kun kohderahasto on sinänsä halvempi 0,5 % p.a.<sup>140</sup>. Hallinnointipalkkiosta 0,25 % ohjautuu siis Seligsonille<sup>141</sup>, josta sijoittaja hyötyy mm. sen, että näin hän saa avaintietoesitteen Seligsonilta Suomeksi, pystyy sijoittamaan rahastoon ja ammattitaitoon, jota ei muuten pienellä allokaatiolla saavuttaisi, toteaa suomalaisen ammattilaisen jo todenneen kohderahaston hyväksi, ei tarvitse ottaa paikallisesta Irlantilaisesta sijoitussuojalainsäädännöstä selvää eikä hän joudu mahdollisesti pääomatuloverotettavaksi ulkomaisista tulolähteistä.

Rahastoyhtiö saa sijoittaa sijoitusrahaston varoja myös muihin itsensä hallinnoimiin rahastoihin, mutta ei tällaisessa tapauksessa saa ottaa merkintä eikä lunastuspalkkiota. Rahastoyhtiö saa kuitenkin veloittaa hallinnointipalkkion myös omiin rahastoihinsa tehdyistä sijoituksista<sup>142</sup>. Rahastoyhtiön ei kuitenkaan tarvitse erikseen ilmoittaa omiin rahastoihin sijoittamisesta omissa säännöissään, vaikka iso osa erikoissijoitusrahastoista näin on tehnytkin. Säännös on osittain ristiriidassa hyvin samankaltaisen tapauksen kanssa. Nimittäin SRL 26.4 § mukaan rahastoyhtiö, joka harjoittaa rahastoyhtiötoiminnan lisäksi omaisuudenhoitoa, ei osana omaisuudenhoitopalvelua saa sijoittaa asiakkaan varoja hallinnoimiensa sijoitusrahastojen osuuksiin, ellei rahastoyhtiö ole saanut asiakkaalta hyväksyntää etukäteen. Säännösten ristiriitaisuus lienee selitettävissä ainakin sillä, että osana omaisuudenhoitoa rahastoyhtiö saa veloittaa normaalisti myös merkintä- ja lunastuspalkkiot omaisuudenhoitoasiakkailtaan.

---

<sup>138</sup> Seligson & Co Kehittyvät markkinat -avaintietoesite ja Emerging Markets Value Fund, sub-fund of Dimensional Funds plc. -avaintietoesite

<sup>139</sup> Seligson & Co kehittyvät markkinat –avaintietoesite ja Bloomberg (Bb ticker: DIMEMVB:ID)

<sup>140</sup> Seligson & Co ja Dfa Investment Dimensions Group Inc. Dfa Commodity Strategy Portfolio Supplement To Prospectus Dated February 28, 2012 s. 123

<sup>141</sup> Myös suurempi osa kuin 0.25 % voi palautua Seligsonille mikäli Seligson ja Dimensional Funds ovat sopineet esimerkiksi niin sanotusta kick-back –järjestelystä, jossa suuret sijoittajat voivat saada osan hallinnointipalkkiosta takaisin ikään kuin alennuksena suuresta sijoituksesta palkinnoksi kohderahaston kokonaisvarojen kasvattamisen avustamisesta

<sup>142</sup> UCITS-direktiivi 24 artikla 3. kohta

Sijoitusrahastot on usein jaettuna erilaisiin osuusluokkiin esimerkiksi niin, että jonkun sijoitusrahasto-osuusluokan hallinnointipalkkio on matalampi ja vastaavasti sijoitusrahasto-osuuksien hankkimiselle asetettu minimierintä on suurempi. Osuusluokat saattavat olla jaettuna myös niin, että toinen osuusluokka on kasvuosuuksia ja toinen osuusluokka on tuotto-osuuksia. Kasvuosuudet ovat osuuksia, jotka eivät myönnä vuotuista tuotonjakoa vaan sijoittavat tuotosta kertyneet varat uudestaan vähentäen (tai siirtäen) osuudenomistajien veroseuraamuksia. Tuotto-osuuksilla taas tarkoitetaan osuuksia, jotka jakavat osan sijoitusrahaston tuotosta esimerkiksi vuosittain takaisin osuudenomistajille<sup>143</sup>. Esimerkiksi Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Freedom on jakanut sijoitusrahastonsa viiteen eri luokkaan, joista luokat A, B, C ja D poikkeavat minimierintän ja hallinnointipalkkion osalta, antaen näin suurempien pääomien sijoittajille ikään kuin alennusta palkkioista. Viides eli E-osuusluokka on tuotto-osuusluokka joka sijoittaa samalla sijoitusstrategialla, mutta jonka tuotto-osuus maksetaan vuosittain osuudenomistajille<sup>144</sup>.

Sijoitusrahastot ovat aikaisemmin voineet poiketa osuus-luokittain ainoastaan edellä esitetyn esimerkin tapaisesti vain osuussarjojen laadulla tai palkkiorakenteella. Vuoden 2011 lopussa voimaanastuneella lainmuutoksella SRL 47.3 §:ään, sijoitusrahaston säännöissä voidaan myös määrätä, että tuotto- ja kasvuosuuksia voidaan laskea liikkeeseen eri valuutoissa tai että osuussarjoille voidaan hankkia erilainen indeksi-, inflatio-, korko- tai valuuttasuojaus tai muu suojaus. Eri osuusluokkien väliset suojauserot tarkoittavat sitä, että sijoitustoiminta eri osuusluokkien välisessä vertailussa saattaa tosiasiallisesti olla

---

<sup>143</sup> Kasvuosuuksien omistajat maksavat luovutusvoittoa lunastaessaan kasvuosuuksia tuloverolain 32 §:n mukaisesti. Tuotto-osuuksien tuotto ei kuitenkaan ole luovutusvoittoa vaan ennakkoperintäasetuksen 15 §:n mukaista ennakonpidätyksen alaista pääomatuloa, jolloin tuotto-osuuksien omistajat joutuvat maksamaan 30 %:n ennakonpidätyksen tuotostaan. Esimerkiksi osakkeista muodostuvassa osinkotulossa ennakonpidätys ei ole yhtä suuri, sillä listattujen yhtiöiden osakkeista saatu osinkotulo on 30 prosenttisesti verovapaata tuloa (TVL 33a § 1 mom). Tällöin tuotto-osuuksien omistajat jäävät verotuksellisesti sekä osakesijoittajia, että kasvuosuuksien omistajia huonompaan verotukselliseen asemaan, ja tuotto-osuudet eivät ole varsinkaan yksityishenkilöiden kannalta kovinkaan järkevä vaihtoehto verosuunnittelun vuoksi.

<sup>144</sup> Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Freedom -rahastoensite

osittain erilaista. Esimerkiksi sijoitusrahastoluokka voidaan eri instrumenteilla suojata vaikkapa yhdysvaltain dollarin muutoksia vastaan, jolloin yksi osuusluokka ostaa esimerkiksi EUR/USD-johdannaisia, kun muut osuusluokat eivät näitä tarvitse koska niitä ei ole suojattu samalla tavalla. Kyseinen osuusluokkapykälä ei ole osa SRL:n 11 lukua, josta erikoissijoitusrahastot saavat SRL 87 §:n nojalla poiketa, vaan se on osa SRL:n 8 lukua, joten tavallisille sijoitusrahastoille ja erikoissijoitusrahastoille eri osuusluokkien väliset poikkeamat ovat samanlaisia ja perustuvat samaan säännökseen.

Rahastoyhtiö on velvollinen korvaamaan vahingon, jonka se on tahallaan tai huolimattomuudellaan aiheuttanut sijoitusrahastolle taikka rahasto-osuudenomistajille tai muulle henkilölle tämän lain, sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten, sijoitusrahastodirektiivin perusteella annettujen Euroopan unionin asetusten tai sijoitusrahaston sääntöjen vastaisella menettelyllä (SRL 134.1 §). Norroksen mukaan rahastoyhtiön ja osuudenomistajan välisessä suhteessa aiheutettu vahinko voidaan jakaa kahteen osaan sen perusteella keihin kaikkiin vahinko kohdistuu. Rahastoyhtiön vahingonkorvausvastuu voi ensinnäkin koskea yhtä tai useampaa osuudenomistajaa tai toisaalta kaikkia osuudenomistajia yhteisesti<sup>145</sup>. Sijoitusrahastolain 139 § Kaikkia rahasto-osuudenomistajia yhteisesti kohdanneesta vahingosta johtuvasta korvausvaatimuksen esittämisestä ja kanteen nostamisesta päättää rahasto-osuudenomistajien kokous. Rahasto-osuudenomistajille yhteisesti määrätty vahingonkorvaus suoritetaan sijoitusrahastolle (SRL 139.3 §). Kun nykyinen sijoitusrahastolainsäädäntö sallii eri osuusluokkien välillä sijoitustoiminnallisia eroja suojaustarkoituksessa, olisi SRL 139 §:n päivittäminen osuusluokkakokohtaisesti myös perusteltua. On hyvinkin mahdollista, että esimerkiksi valuuttasuojauksen epäonnistuminen voisi oikeuttaa rahasto-osuudenomistajat vaatimaan vahingonkorvausta, mutta SRL 139 §:n pykälä ei salli yksittäisen osuusluokan tehdä SRL:n mukaista osuudenomistajien kannetta vaan kaikkien kyseisen rahasto-osuusluokan on kannettava yleislain säännösten pohjalta kannetta yhdessä ja erikseen. SRL 139 §:n muutos saattaisi parantaa suojattujen osuusluokkien omistajien oikeussuojaa suojausten

---

<sup>145</sup> Norros 2009 s. 339

epäonnistumisen varalta. Osuusluokkakohtainen ”ryhmäkanne” ei pitäisi olla vaikea toteuttaa, sillä vaikka kanteesta aiheutuneet kulut ja asiamiehelle menevä palkkio suoritetaan SRL 139.2 §:n mukaisesti sijoitusrahaston varoista Finanssivalvonnan vahvistaman laskelman mukaisesti, voitaisiin nämä kulut ohjata koskemaan ainoastaan yhtä osuusluokkaa laskemalla ainoastaan kyseisen osuusluokan osuuksien arvoa suhteessa kanteesta aiheutuneisiin kuluihin. Vastaavasti mikäli esimerkiksi rahastoyhtiö tuomittaisiin maksamaan korvauksia osuudenomistajille, voitaisiin korvaussumma maksaa sijoitusrahastolle, mutta suunnata vain tietyille osuusluokalle nostamalla korvaukseen oikeutetun osuusluokan arvoa ja jättämällä muiden osuusluokkien osuuksien arvot ennalleen.

### **4.3 Hyödykekaupankäynti**

Kuten aikaisemmin on mainittu, hyödykkeet ovat yksi sijoituskohteista, joita UCITS-direktiivi ei salli direktiivin mukaisille sijoitusrahastoille. Hyödykkeiksi katsotaan perinteisemmät kaupankäynnin raaka-aineet, kuten kulta, öljy, hopea ja kaikki pörssikaupankäynnin kohteena olevat maataloustuotteet kuten maissi, soijapavut, vilja, vehnä, erityyppiset riisit, karja ja vaikkapa jäädytetty appelsiinimehutiiviste<sup>146</sup>. CME:ssä voidaan käydä kauppaa myös hieman modernimmilla hyödykejohdannaisilla kuten lämpötiloilla, vesisateilla, lumisateilla ja hurrikaaneilla. Sääjohdannaisten käyttö usein ihmetyttää pörssikauppaa perehtymätöntä. Sääjohdannaisten tarpeellisuutta ei kuitenkaan ole kovin vaikeaa perustella. Perinteinen esimerkki hyödykejohdannaisten hyötykäytöstä voidaan antaa esimerkiksi lentoyhtiöesimerkillä. Suuri osa lentoyhtiön toimintakuluista muodostuu kerosiinista joten lentoyhtiön tuloksen sidonnaisuus kerosiinin hintaan on vahva. Mikäli kerosiini on halpaa, on lentoalan helpompi tehdä parempaa tulosta kuin silloin, kun kerosiini on kallista. Lentoyhtiö voi suojautua näiltä kerosiinin hinnan vaihteluilta siten, että se ostaa käyttökerosiininsa suoraan silloin kun se on halpaa, mutta

---

<sup>146</sup> Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange ja Inter Continental Exchange –sääntökirjat. (maailman suurimpia hyödykejohdannaispörssiejä)

ostaa ”säästetyillä” likvideillä varoilla kerosiinijohdannaisia tiettyyn hieman korkeampaan hintaan. Jos nyt kerosiinin hinta lähtee voimakkaaseen nousuun, joutuu lentoyhtiö ostamaan suoran käyttökerosiinin kalliina, mutta saa johdannaissijoitustensa ansiosta kerosiinin kuitenkin yleistä markkinahintaa halvemmalla. Näin lentoyhtiön tulos ei ole enää niin riippuvainen kerosiinin hinnasta. Samalla tavalla lähes mikä tahansa ala (kaivosala, maataloustuottajat, elintarvikeala jne.) voi suojata tuloksensa raaka-aineiden hinnanmuutoksilta ja keskittyä ydinliiketoimintansa kehittämiseen riippumatta raaka-aineiden lyhyen aikavälin hinnanmuutoksista. Jos tarkastellaan sääjohdannaisten tarpeellisuutta, huomataan, että useat mainitsemani hyödykkeet ja niiden hinnat ovat hyvin sääriippuvaisia: öljyä ei tarvitse lämmitykseen mikäli talvi on leuto, maissin hinta räjähtää kasvuun jos hurrikaani vie sadot, ja kaura ei kasva mikäli kasvukaudella ei sada tarpeeksi vettä. Sääjohdannaisten kaupankäynnillä kyseiset tahot voivat suojata liiketoimintaansa sääoloilta. Koska samoilla markkinoilla toimivien kilpailijoiden ei ole mahdollista käydä keskenään kauppaa samoja riskejä vastaan, tarvitaan markkinoiden (esimerkiksi lentoalan) ulkopuolinen toimija kantamaan riski ikään kuin toiseen suuntaan; tähän vastakkaisen riskin ottamiseen ja siten likviditeetin tuomiseen on sijoitusrahastoilla ja muilla finanssialan toimijoilla tärkeä funktio.

Tavallisiin sijoitusrahastoihin kohdistuva hyödykekielto voidaan ainakin jossain määrin tulkita olevan myös Suomessa yksi yleisimmistä syistä perustaa erikoissijoitusrahasto tavallisen sijoitusrahaston sijaan. Tutkimuksen kohteena olevasta 137 erikoissijoitusrahastosta 28 sijoittaa sääntöjensä mukaan hyödykkeisiin tai hyödykejohdannaisiin<sup>147</sup>. Syyt hyödykkeiden puuttumiselle UCITS-rahastojen sallittujen instrumenttien listalta ovat epäselvät ja todennäköisesti enemmän poliittiset kuin

---

<sup>147</sup> Erikoissijoitusrahastot Taaleri Hyödyke, Danske Invest Kultra, Danske Invest raaka-aine, Estlander & Partners Freedom, Estlander & Partners Global XL, EPL 100, EPL osakeoptimi, Eufex eläkevarainhoito, Eufex Hyödyke, Front Strategia, Front Struktuuri, Head Professional Hedge, HCP Black, Ice Capital Africa, Ice Capital Alternative Beta, Ice Capital Commodity Hedge, Ice Capital Frontier Markets, Ice Capital Global Tactical Asset Allocation, Ice Capital High Yield Beta, Nordea Osakesalkku, Nordea Turva 75, Nordea V – takuuturva 100, OP Equity Hedge, OP Absoluuttinen salkku, OP Raaka-aine, Tapiola Suoja, Titanium Trendi, UB View ja VISIO Allocator.



oikeudelliset. Esimerkiksi Vandamme-raportissa hyödykkeiden poisjättämistä sallituista instrumenteista ei mainita ollenkaan<sup>149</sup>. Niiden poisjättäminen on ollut ikään kuin itsestään selvää kun hyödykkeet eivät ole UCITS-direktiivin tarkoittamassa mielessä arvopapereita vaan hyödykkeitä. UCITS-rahastot ovat jo nimensäkin perusteella vaihtokelpoisiin arvopapereihin sijoittavia yhteisöjä tai rahastoja (Undertakings for Collective Investments in *Transferable Securities*).

On väitetty, että spekulatiivinen futuurikaupankäynti hyödykkeiden ympärillä on yksi suuri syy kansainväliseen nälkäongelmaan ja se tulisi tämän takia lopettaa<sup>150</sup>. On hyvin vaikea arvioida, vaikuttaako hyödykekaupankäynti pörssissä maailman nälkäongelmaan ruuan hintaa nostamalla. Kaupankäyntiä on ainakin jonkin verran rajoitettu pörsseissä, jotta suurimmilta hintamanipulaatioilta pystyttäisiin välttymään. Esimerkiksi CME on rajoittanut hyödykkeiden kaupankäyntiä asettamalla kaikille spekulatiivisen kaupankäynnin harjoittajille volyyimirajoituksia<sup>151</sup>. Säännös perustuu CFTC:n laatimaan säännökseen, jolla on rajoitettu hyödykekaupankäyntiä<sup>152</sup>. Muutettu säännös on esitelty syksyllä 2011<sup>153</sup>, mutta sitä ei ole saatu vielä saatu onnistuneesti osaksi lainsäädäntöä Yhdysvalloissa, ja tällä hetkellä pörssit itse määräävät asettamistaan rajoituksista. CFTC:n tulkinnan mukaan Dodd-Frank Act oli antanut heille mandaatin asettaa rajoituksia hyödykejohtannaiskaupankäyntiin. ISDA et al. vs. CFTC tapauksessa District of Columbian tuomioistuim on kuitenkin hyväksynyt ISDA:n kanteen, jonka mukaan CFTC:lla ei ole mandaattia päättää kaupankäyntirajoituksista<sup>154</sup>. Näin ollen säännöksiä ei ole saatu voimaan ja tilanne Yhdysvalloissa on vähintäänkin epäselvä. Tämän kappaleen kannalta mielenkiintoisinta tuomiossa on CFTC:n komissionäarin Michael V. Dunningin

---

<sup>149</sup> Vandamme 1985

<sup>150</sup> Paul – Wahlberg 2008 s. 7. Toisaalta voidaan myös väittää että myös tavallisilla sijoittajilla tulisi olla mahdollisuus suojautua esimerkiksi ruuan hinnan vaihteluilta. (AIMA 2012 s. 8)

<sup>151</sup> CME Rulebook Chapter 5, rule 559

<sup>152</sup> 17 CFR 150.2 ”Position Limits”

<sup>153</sup> RIN 3038-AD17

<sup>154</sup> ISDA vs. CFTC

julkilausuma kaupankäyntirajoitusten hyödyllisyydestä. Michael V. Dunnin mukaan kaupankäyntirajoitukset ovat parhaimmillaan lääke ongelmaan, jota ei ole, ja pahimmillaan placebo oikeaan ongelmaan<sup>155</sup>. Hänen mukaansa tähän päivään saakka CFTC ei ole saanut luotettavaa taloudellista analyysia siitä, että liiallinen markkinaspekulaatio vaikuttaisi heidän valvomiinsa markkinoihin tai että rajoitukset estäisivät liiallista spekulaatiota<sup>156</sup>. Tämän tutkimuksen puitteissa voidaan siis ainoastaan todeta, että edes yhdysvaltalaiset valvontaviranomaiset eivät osaa vastata kysymykseen hyödykekaupankäynnin väitetyistä haitoista.

Vaikka Vandamme-raportti ei ole maininnut hyödykkeitä UCITS-rahaston kaupankäyntikohteena, on tärkeää huomata, että asiaa on kuitenkin pohdittu ja alkuperäinen Euroopan Komission ehdotus vuodelta 1976 olisi sallinut vaihtokelpoisten arvopapereiden lisäksi ”muut likvidit rahoitusinstrumentit” sijoituskohteeksi. Tällöin käytettävien sijoitusinstrumenttien ehtona olisi korostuneesti ollut riskienhallinnan mahdollistaminen ja likviditeetin varmistaminen<sup>157</sup>. Hyödykkeiden luonne pörssi-instrumenttina vastaa juuri näitä mainittuja pörssikaupankäynnin ominaisuuksia. Kukaan ei ensinnäkään voi kiistää, että maailman suurilla hyödykekaupan keskuksilla ei olisi ”tarpeeksi” likviditeettiä, jos niiden kaupankäyntivolyymeja verrataan pienempiin osakepörssiin, kuten Helsingin OMX:ään. Toisaalta myös hyödykekaupankäynnin riskejä on mielenkiintoista verrata arvopaperikaupankäyntiin kuten velkakirjoihin ja osakkeisiin. Kun osakekaupankäynnin kohteena oleva pörssiyritys tekee konkurssin, on osakkeen arvo nolla ja siihen sijoittaneet sijoittajat ovat menettäneet mahdollisesti koko sijoitetun omaisuutensa konkurssissa. Hyödykkeiden kuten esimerkiksi maissin arvon laskemista nolnaan on hyvin vaikea kuvitella (vaikka se saattaisikin olla mahdollista), ja tällaisen tapahtuminen on äärimmäisen epätodennäköistä. Pörssikaupankäynnin historian aikana pörssiyhtiöt ovat kokeneet lukuisia osakeromahduksia ja konkursseja, mutta hyödykkeiden arvottomuutta ei taida vielä

---

<sup>155</sup> ISDA vs. CFTC s. 4 (“at best position limits are a cure for a disease that does not exist, or at worst it’s a placebo for one that does.”)

<sup>156</sup> ISDA vs. CFTC s. 4

<sup>157</sup> Carty 2012, s. 1-2

olla koettu. Tällaisella yksinkertaisella päätelmällä voidaan todeta, että hyödykesijoittaminen on ainakin jossain määrin jopa riskittömämpää kuin tavallinen osakesijoittaminen.

Koska hyödykkeet eivät ole sallittuja UCITS-rahastoille, on rahastonhoitajilla Euroopassa kolme vaihtoehtoa hyödyntää myös hyödykkeitä sijoitusstrategiassaan: Joko rahasto sijoittaa osan varoistaan non-UCITS rahastoon joka käy esimerkiksi pelkästään kauppaa hyödykkeillä tai se muodostetaan non-UCITS –tyyppiseksi paikallisen lainsäädännön mukaiseksi ”erikoissijoitusrahastoksi” tai rahastonhoitaja arvopapereistaa hyödykkeen tai käyttää valmiita arvopapereistettuja hyödykkeitä kaupankäynnissään.

Ensimmäisenä rahaston vaihtoehtona on siis hyödyntää hyödykekaupankäyntiä erikoissijoitusrahaston kautta. SRL 72 §:n mukaan muun kuin sijoitusrahastodirektiivin mukaisen sijoitusrahaston tai yhteissijoitusyrityksen osuuksiin saa sijoittaa enintään 30 prosenttia sijoitusrahaston varoista tietyin edellytyksin. Edellytyksenä ei kuitenkaan ole ”erikoissijoitusrahastojen” hyödykekaupankäynti (tai sen puuttuminen) vaan rahasto voi saavuttaa 30 prosentin hyödykeallokaation rahaston salkulle sijoittamalla hyödykekaupankäyntiä harjoittavaan erikoissijoitusrahastoon. Sijoittajansuojan kannalta ongelmana on jo aikaisemmin mainittu toisiin rahastoihin sijoittavien rahastojen ongelmat. Hyödykekaupankäynti ei ole kohderahasto-syöttörahasto -rakenteessa yhtä läpinäkyvää sijoittajalle ja se ei esimerkiksi näy tällöin rahaston vuosi- tai puolivuosisiraporteissa, jossa ilmoitetaan rahaston sijoitukset. Tällaisessa tapauksessa sijoittaja saa vain tiedon, että kuinka suuri osa rahaston varoista on sijoitettu tiettyyn rahastoon, mutta ilman että sijoittaja ottaa asiasta selvä, ei lopullisia sijoituskohteita näy sijoittajalle. Tällainen toimintatapa osaltaan heikentää sijoittajan saamaa informaatiota rahaston todellisesta sijoitustoiminnasta<sup>158</sup>.

---

<sup>158</sup> Esimerkiksi jo aikaisemmin mainitun syöttörahaston, POP-maailman vuoden 2012 vuosikatsauksesta näkee, että rahasto on sijoittanut 99,76 % varoistaan Aktia Global B –rahastoon ja pitänyt loput varoistaan käteisenä. Tällainen informaatio ei palvele sijoittajaa, joka haluaa tietää millaisiin sijoitusinstrumentteihin hänen varansa on lopullisesti sijoitettu.

Rahastonhoitaja tai rahastoyhtiö voi myös sijoitusrahastoa perustaessaan todeta, että hyödykekaupankäynti on sen suunnitteleman sijoitusstrategialle niin tärkeä osa kokonaisuutta, että sitä ei voida jättää pois ja rahastoa on parempi tarjota erikoissijoitusrahastona kuin UCITS-direktiivin mukaisena rahastona. Suomessa, jo aikaisemmin esitetyn perusteella, sijoittajansuoja ei muutu kovinkaan paljoa, jos lainkaan, rahaston erikoissijoitusrahasto-ominaisuuden takia. Kuitenkin on mahdollista, että muissa Euroopan Unionin maissa paikallisten muiden kuin direktiivin mukaisten rahastojen sijoittajansuoja on direktiivinmukaisia rahastoja heikompaa. Tämä saattaa johtaa siihen, että hyödykkeillä kauppaa käyvät rahastot tekevät rahaston rakenteesta sellaisen, että se ei noudata muitakaan UCITS-sääntelyn tuomia sijoittajansuojan kannalta edullisia vaihtoehtoja. Näin moni rahasto, joka voisi olla Euroopan tasolla säännelty UCITS-direktiivin kautta, ei jäisi pois Euroopan Unionin yhteisestä sääntelystä pelkästään hyödykkeiden tai hyödykejohdannaisten takia.

Rahastonhoitaja voi myös arvopapereistaa sen haluamat hyödykkeet siten, että rahasto ei suoranaisesti käy kauppaa hyödykkeillä, mutta todellinen kaupankäynti kuitenkin on hyödykekaupankäyntiä. Erilaisten swap- tai sertifikaatti-instrumenttien avulla indeksia seuraavat UCITS-rahastot voivat käydä kauppaa hyödykkeillä<sup>159</sup>. Ensinnäkin hyödykkeitä seuraavat indeksit ovat jo mahdollisia UCITS-rahastoille<sup>160</sup>. Yleisten indeksien sisältö on kuitenkin rahastoyhtiöiden hallinnan ulkopuolella ja suurten indeksien avulla pystyy vain seuraamaan suuria kokonaisuuksia kuten esimerkiksi sijoittamalla DJ-UBS hyödykeindeksiin, joka laajalti seuraa hyödykefutuuri- ja optiokaupankäynnin kehittymistä. UCITS-sääntelyn mukaan rahoitusindeksin koostumus tulisi olla sellainen, etteivät yhteen osaan kohdistuvat hintojen muutokset tai kaupankäynti vaikuta merkittävästi koko indeksin kehitykseen, indeksit kuvaavat riittävän tarkasti niitä markkinoita, joihin ne viittaavat, ja ne

---

<sup>159</sup> Laven Partners 2011 s.3

<sup>160</sup> Dillon Eustace 2010 s. 7

julkistetaan asianmukaisesti<sup>161</sup>. Indeksien määritelmän mukaisesti tietyt rahastot ovat aikaisemmin voineet ikään kuin piilottaa hyödykekaupankäynnin TRS-instrumentin alle luoden oman hyödykeindeksin johon rahasto sitten ”sijoittaa”. Säännön kiertämistä on viime kesästä hankaloitettu ESMA:n uusilla säännöillä, joiden mukaan käytettävän indeksin tulee olla sellainen, että UCITS-rahastoon sijoittavien osuudenomistajien tulisi niin valitessaan pystyä replikoimaan indeksin sisältö<sup>162</sup>. Tämä aiheuttaa ongelmia salkunhoitajien oman indeksin käytölle, sillä he eivät halua paljastaa päivittäin kaikkia sijoituksiansa indeksin sisällä koska silloin he paljastavat myös kilpailijoilleen täysin omat tekemisensä. Ernst & Young onkin esittänyt että käytännössä tämä vaatimus kieltää TRS-instrumenttien käytön indeksinseurantamenetelmänä<sup>163</sup>. Financial Timesin mukaan uudet säännöt eivät kuitenkaan tule täysin lopettamaan kompleksejen UCITS –rahastojen käyttöä<sup>164</sup>. Lehtiartikkelin mukaan esimerkiksi Deutsche Bank on pohtinut indeksin tasapainottamisen harventamista. Koska indeksi täytyy olla täysin replikoitavissa, voivat rahastoyhtiöt antaa sijoittajien replikoida indeksiään, mutta tehdä sen esimerkiksi niin, että indeksi päivittyykin esimerkiksi kvartaaleittain aikaisemman päivittäisen tasapainottamisen sijaan. Tällöin indeksinhoitaja ei siis tee muutoksia indeksiin niin usein kuin haluaisi, vaan tyytyy huonompaan tuotteeseen jolloin ulkopuoliset saavat tietää indeksin takana olevista sijoituspäätöksistä paljon harvemmin. Tämä on erityisen tärkeää yhtiöille, jotka käyttävät systemaattisia menetelmiä sijoituspäätöksissään jolloin kilpailijoiden päivittäinen seuraaminen käytännössä antaisi mahdollisuuden kopioida toisen sijoituspäätöksiä ja mahdollisesti sijoituspäätösten takana olevia algoritmeja. Sääntelymuutosten aiheuttamana ainakin hyödykkeisiin TRS-instrumenttien kautta sijoittavat UCITS-rahastot eivät enää pysty toimimaan kuten niiden hoitajat ovat niiden tarkoittaneet toimivan. TRS-instrumenttien käytön loppuminen osana UCITS-rahastoa saattaa pienentää sijoituksiin kohdistuvia riskiä sillä TRS-instrumentit ovat johdannaispimuksia joihin liittyy myös vastapuoliriski. Toisaalta mikäli suorat hyödykesijoitukset olisivat sallittuja

---

<sup>161</sup> 2007/16/EY 9 artikla

<sup>162</sup> ESMA/2012/832EN, kohta 54

<sup>163</sup> Ernst & Young July 2012 s. 1

<sup>164</sup> FT - EU rules will not kill complex Ucits

sijoitusrahastodirektiivissä, ei rahastoyhtiöiden tarvitsisi edes rakentaa tällaisia monimutkaisia instrumentteja joiden sisältöä ei ole kovinkaan yksinkertaista selittää, joiden järjestelemisestä todennäköisesti vain aiheutuu kustannuksia, ja joihin liittyy riskitekijöitä joita perinteisiin sijoitusinstrumentteihin ei samalla tavalla liity (esimerkiksi vastapuoliriski TRS-johdannaisten käytössä).

Tällä hetkellä Suomessa ei ole mitenkään erityisen suurta riskiä sallivia erikoissijoitusrahastoja ja esimerkiksi suurin johdannaissopimukseen kohdistuva vakuusvaade, joka erikoissijoitusrahastoille säännöille on hyväksytty, on 50 %. Finanssivalvonnan tulkintarekisterin mukaan johdannaissopimukseen (SRL 80 §), takaisinostosopimukseen (SRL 81 §) vakuudellisiin luottoihin (SRL 83.2 §) ja muihin lainaksiotettuihin arvopapereihin liittyvät vastuut voivat olla korkeintaan 50 %. Kyseessä oleva vakuusvaatimus voi erikoissijoitusrahaston säännöissä olla jopa 100 % rahaston varoista edellyttäen, että näiden rahastojen säännöissä on suoraan rajoitettu vastuiden lyhyeksi myytyjen positioiden ja varojen koko lyhyeksi myytyjen positioiden rajoituksessa 250 %:iin ja pitkien positioiden ollessa 350 % rahaston arvosta<sup>165</sup>.

Suomessa ei ole muutoinkaan kovin eksoottisia rahastosijoituskohteita. Kyselytutkimuksessa The Perfect UCITS, on rahastoalan toimijoilta kysytty mm. kello-, viini-, urheilija- ja hevossijoittamisesta ja niiden sopivuudesta UCITS-rahastorakenteeseen<sup>166</sup>. Myös esimerkiksi taiteeseen sijoittaminen voisi olla ainakin jossain määrin mielekästä jonkinlaisen rahastostruktuurin kautta. Sijoitusrahastolaki teoriassa sallii tämäntyyppiset investoinnit kunhan vain Finanssivalvonta hyväksyy tällaisen erikoissijoitusrahaston säännöt. Tulisiko esimerkiksi hevosten tuolloin olla säilytysyhteisön talleilla, koska SRL 31 §:n mukaan säilytysyhteisön tehtävänä on säilyttää sijoitusrahaston varat. Entä jos kyseessä olisikin urheilija, olisiko urheilijan säilyttäminen rikoslain mukaisesti vapaudenriistoa? Näyttää siltä, että vaikka suomalainen

---

<sup>165</sup> Finanssivalvonta - Varojen käyttö vakuutena

<sup>166</sup> The Perfect UCITS 2012, s. 1-6

sijoitusrahastolainsäädäntö ei suoranaisesti kiellä rahastoinstrumentteja, joita esimerkiksi muualla Euroopassa saattaa olla, ei tällaisten rahastojen perustaminen ole tosiasiallisesti mahdollista sen takia, että sijoitusrahastot ja erikoissijoitusrahastot ovat säänneltyjä samassa laissa. Erikoissijoitusrahastojen käyttötarkoitus jää tällöin hyvin kapea-alaiseksi. Koska erikoissijoitusrahasto voi poiketa vain SRL:n 11 luvusta, jää erikoissijoitusrahaston käyttötarkoitukseksi ainoastaan instrumentit, jotka muutoin vastaavat hyvin paljon myös tavallisten sijoitusrahastojen piirteitä. Tällä hetkellä erikoissijoitusrahastot poikkeavat tavallisista sijoitusrahastoista vain riskitasoltaan, hajautukseltaan, hyödykekaupankäynniltään ja toisiin rahastoihin sijoittamisessa. Eksoottiset rahastorakenteet jäävät suomalaisen lainsäädännön ulottumattomiin, koska tosiasialliset instrumenttivaatimukset erikoissijoitusrahastoille muodostuvat epäsuorasti lähes suoraan UCITS-direktiivistä. Epätavallisemmat instrumentit eivät ole kovinkaan mahdollisia suomalaisessa erikoissijoitusrahastorakenteessa.

## **5. Lopuksi**

Kaikkeen sijoitustoimintaan liittyy aina riski sijoitettujen varojen vähenemisestä. Sijoitusrahastotoiminnassa taloudellinen riski säilyy varojen omistajilla vaikka varojen sijoittaminen ulkoistetaan rahastoyhtiölle. Osuudenomistajat maksavat rahastoyhtiölle palkkioita heidän asiantuntijuudestaan johon he luottavat, mutta he eivät pysty ulkoistamaan taloudellista riskinottoa salkunhoitajille tai rahastoyhtiöille. Sijoitusrahasto- tai erikoissijoitusrahastotoiminnan turvallisuus ei perustu ensisijaisesti rahastoyhtiön ja osuudenomistajien väliseen selkeään vastuunjakoon vaan tehokkaaseen finanssialan valvontaan, sijoittajatiedottamiseen ja tiettyjen rajojen asettamiseen finanssialan toimijoille. Finanssialan kehittymistä voidaan oikeustieteen näkökulmasta pitää suhteellisen haasteellisena sen nopeuden vuoksi. Rahastoyhtiöillä ja muilla alan suurilla toimijoilla on suuri insentiivi kehittää yhä parempia sijoitustuotteita. Uusilla tuotteilla voidaan esimerkiksi parantaa sijoitusten tuottoa, pienentää sijoituksiin kohdistuvaa riskiä, vähentää

veroseuraamuksia tai mahdollisesti myös harhaanjohtaa sijoittajia monimutkaisten kulu- ja riskirakenteiden muodossa.

Euroopan Unionin yhteistyö sijoitusrahastodirektiivin mukaisten sijoitusrahastorakenteiden kehittämisessä on onnistunut sinänsä, että direktiivin mukaisiin rahastoihin sijoittava henkilö voi ainakin jossain määrin luottaa siihen, että sijoitusrahaston varat ovat hajautettu asianmukaisella direktiivin vaatimalla tavalla. Tämä ei tietenkään ole tae siitä, että sijoitustoiminta olisi tuotollista tai sijoitustoimintaan kohdistuisi pienempi riski.

Erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminta perustuu sen suhteeseen kansalliseen lainsäädäntöön ja Finanssivalvontaan. Finanssivalvonta myöntää rahastoyhtiölle toimiluvan ja vahvistaa rahastojen säännöt, jotka täytyy tehdä tiettyjen lain säätämien edellytysten puitteissa. Finanssivalvonta myös jatkuvasti valvoo rahastoyhtiöiden toimintaa ja määrää rikemaksuja tai lievempiä toimintoja rahastoyhtiön lainvastaisesta toiminnasta. Finanssivalvonnan toiminnan teho voidaan taata pitkälti julkisuusvaikutuksella. Suuruudeltaan pienehköt rikemaksut eivät välttämättä rahastoyhtiön taloudellisessa tilanteessa ratkaise merkittävästi, mutta kaikki julkiset huomautukset ja varoitukset vaikuttavat rahastoyhtiön maineeseen finanssimarkkinoilla. On uskoakseni todennäköisempää, että potentiaalinen sijoittaja valitsee rahojensa hoitajaksi mieluummin toimijan jonka toiminta on ollut kaikkien sääntöjen mukaista jo pidemmän aikaa kuin varainhoitajan, joka on antanut kilpeensä tulla särön huonosti hoidettujen asioiden vuoksi. Erityisesti suuret institutionaaliset sijoittajat tutkinevat tarkkaan kaikkien valitsemiensa rahastojen ja rahastoyhtiöiden taustat ennen kuin tekevät lopullisen riskipäätöksen.

Finanssivalvonnan ja sen edeltäjän Rahoitustarkastuksen toimintaa voidaan pitää siinä mielessä hyvin onnistuneena, että rahastoyhtiöiden toiminta ei ole koskaan läpäissyt tätä sääntelyn tuomaa turvaverkkoa, ja rahastoyhtiön sijoitustoiminta ei ole koskaan päätynyt yleisten oikeusistuimien käsiteltäviksi. Finanssivalvonnan toiminta ei kuitenkaan kuuluisi olla vain rahastoyhtiöitä rajoittavaa. Lukuisten ja useasti muuttuvien säännösten vuoksi



rahastoyhtiöt ovat pakotettuja käyttämään paljon resursseja lakimiehiin, jotka varmistavat rahastoyhtiön toiminnan lainmukaisuuden. Lakimuutokset vaativat paljon panostusta rahastoyhtiöiltä, jotka lopulta joutuvat siirtämään kulunsa sijoitustuotteidensa hintoihin ja lopullinen sijoittaja kärsii myös tästä korkeampina palkkioina. Finanssivalvonnan ja lainsäätäjän tavoitteena tulisi siis ainakin jossain määrin olla edellä esitettyjen vakauden ja luottamuksen lisäksi myös rahastomarkkinoita edistävä toiminta.

Suomalainen lainsäädäntö seuraa sijoitusrahastotoiminnan kehitystä. Kuitenkaan mielestäni se ei täysin vastaa täysin alan ajankohtaisia tarpeita. Tutkimuksen lyhyehköt vertailut eri maiden sijoitusrahastolainsäädäntöön osoittavat, että muissa maissa on saatu toimimaan järjestelmiä, jotka voisivat olla mahdollisia Suomessakin. Esimerkiksi ruotsalainen esimerkkinä käytetty Aktie Ansvar –rahastomalli on sellainen joka mielestäni tulisi tehdä mahdolliseksi myös Suomeen. Erikoissijoitusrahastoille voitaisiin mahdollistaa 100 % lainoitusaste, jotta rahastoyhtiöt pystyisivät tarjoamaan samaa sijoitusstrategiaa usealla eri riskitasolla. Rahastosijoittajat pystyisivät tällaisella kahden volatiliteetin struktuurilla valitsemaan käytännössä minkä tahansa itselleen sopivan riskitason 50 % ja 100 % välillä allokoidessa omat sijoituksensa oman halunsa mukaan näihin kahteen rahastoon. Suomessa tämä ei ole mahdollista ja sijoittajan ainoat allokointimahdollisuudet liittyvät joko sijoitusasteen vähentämiseen tai sijoituslainan ottoon.

Sijoitusrahastolainsäädäntö voisi ottaa myös paremmin huomioon kansainvälisen kilpailun kiristäminen. On oudoksuttavaa, että englantilainen rahastoyhtiö pystyy markkinoimaan Suomessa sateenvarjorakenteellista rahastoaan suomalaisille piensijoittajille, kun suomalaisilla rahastoyhtiöillä ei mahdollista tehdä samanlaista nähdäkseni hallinnoltaan kevyempää rakennetta. Ei voida pitää riittävänä, että hallituksen esityksessä toisistaan poikkeavat osuussarjat sallitaan vain suojaustarkoituksessa (tai palkkioissa), kun monessa muussa Euroopan Unionin maissa direktiivin mukaisten rahastojen osuussarjat voivat poiketa toisistaan paljon laajemmalti. Hallituksen esityksen mainitsema kannanotto

kilpailukyvyn turvaamisesta ei ole tältä osin onnistunut tai ainakin se on jo hieman ajastaan jäljessä.

Sijoitusrahastolainsäädäntö sisältää myös jonkun verran kummallisuuksia, joita ei tämän tutkimuksen puitteissa ole onnistuttu oikeuttamaan. Lainsäätäjä ei mielestäni ole ottanut huomioon uutta SRL 47.3 § valmistellessaan, että osuusluokkien väliset erot erilaisten ”indeksi-, inflaatio-, korko- tai valuuttasuojauksen tai muiden suojausten” hankkimiseksi toteutetaan tosiasiallisesti osana sijoitustoimintaa. SRL 139 §:n pykälän mukaista ”kaikkia rahasto-osuudenomistajia yhteisesti kohdanneesta vahingosta” voitaisiin ylettää myös pelkästään kaikkia saman osuussarjan omistajia yhteisesti kohdanneisiin vahinkotilanteisiin. Tällöin osuussarjan suojauksesta aiheutuva vahinko (joka koskee kaikkia saman osuussarjan omistajia) voitaisiin korvata samalla tavalla suoraan pelkästään yhdelle osuussarjalle samalla tavalla kuin nykyisin on mahdollista korvata vahinko koko rahastolle. Tällöin yhden osuussarjan omistajat voisivat myös 139.2 §:n mukaisesti valita itselleen asiamiehen ja kulut ja asiamiehen palkkiot voitaisiin veloittaa suoraan osuussarjan varoista.

Seuraava suuri rahastoalan muutos, AIFM-direktiivi, tulee voimaan heinäkuussa 2013, joka näillä näkymin tulee muuttamaan mm. riskienhallintaa, likviditeetin hallintaa, säilytysyhteisötoimintaa, arvonlaskennan järjestämistä, viranomaisraportointia ja annettua sijoittajainformaatiota suomalaisten erikoissijoitusrahastojen osalta<sup>167</sup>. Lopullista hallituksen esitystä direktiivin implementoinnista ei ole vielä annettu ja Finanssivalvonnan mukaan se tullaan antamaan huhtikuussa 2013. Näillä näkymin on mahdollista että sijoitusrahastolaki eritellään erikseen sijoitusrahastolaiksi ja erikoissijoitusrahastolaiksi, joka myös vaikuttaa tämän tutkimuksen relevanssiin tulevaisuudessa. Finanssialan ja oikeustieteen yhteensovittamisen ongelmana voidaankin nähdä finanssialan ja finanssialan sääntelyn vauhdissa on tutkivan oikeustieteen vaikea pysyä mukana. Varsinkin pienempiä kokonaisuuksia tutkivan tutkimuksen on toistaiseksi vaikeaa ollut pysyä kehityksen perässä

---

<sup>167</sup> AIFM-direktiivi

ja relevanttien ja ajankohtaisten tutkimuslähteiden löytäminen oikeuskirjallisuudesta on haastavaa. Juridiikan rooli on keskittynyt perinteisemmistä juridiikan aloista poiketen hyvin vahvasti valvovien elimien lyhyisiin lausuntoihin syvätutkivan oikeustieteen sijaan.

Oikeustieteellisen tutkimuksen haasteellisuus erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa kohtaan näyttäytyy myös osana tätä tutkimusta. Olen tutkimuksessani pystynyt melko onnistuneesti osoittamaan joitakin erityispiirteitä erikoissijoitusrahaston sijoitustoiminnassa (kuten hyödykkeiden käyttö ja hajauttamissäännöksistä poikkeaminen). Ongelmana tutkimuksen tekemisessä on kuitenkin erikoissijoitusrahastojen sääntöjen yleinen taso, joissa ei kovinkaan tarkasti pureuduta rahaston sijoitustoiminnan yksityiskohtiin. Näkisin että yhtenä lähtökohtaisena ongelmana on SRL 11 luku ja se kuinka erikoissijoitusrahastot pakotetaan peilaamaan omaa sijoitustoimintaansa direktiivin mukaisten rahastojen sijoitustoimintaan. Tämä johtaa siihen että erikoissijoitusrahastot toteavat suurilta osin noudattavansa SRL 11 lukua, ja sijoitustoiminnan ytimen kuvaus jää näin puutteelliseksi. Eräs ratkaisu erikoissijoitusrahastojen sijoitustoiminnan kuvaukseksi voisi olla täysin eriytetty lainsäädäntö, jossa erikoissijoitusrahastojen toiminta olisi omana erillisenä lakinaan. Samalla poistettaisiin nykyisen SRL 12 luvun viittaus SRL 11 lukuun ja pakotettaisiin erikoissijoitusrahastot (tai niiden rahastoyhtiöt) kuvaamaan sijoitustoimintaansa ikään kuin puhtaalta paperilta. Erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa tulisi kuitenkin ohjata samoilla periaatteilla kuin tälläkin hetkellä; rahoitusmarkkinoiden vakaus, luottamus sijoitustoimintaan, harhaanjohtamisen kieltä, sijoitettavien varojen hajauttaminen ansaitsevat kaikki paikkansa suomalaista sijoitusrahastotoimintaa ohjaavina tekijöinä.

**Liite 1: luettelo tutkimuksessa käytetyistä erikoissijoitusrahastojen säännöistä ja käytettyjen sääntöjen ilmoitetuista vahvistamispäivämääristä**

<b>Erikoissijoitusrahaston Nimi</b>	<b>Rahastotyyppi</b>	<b>Rahastoyhtiö</b>	<b>Säännöt vahvistettu</b>
Erikoissijoitusrahasto AJ Value Hedge	hedge	AJ Rahastoyhtiö Oy	28.4.2009
Erikoissijoitusrahasto Aktia Asset Allocation	osake	Aktia Fondbolag Ab	16.8.2004
Erikoissijoitusrahasto Aktia Bond Allocation	pitkä korko	Aktia Fondbolag Ab	16.2.2007
Erikoissijoitusrahasto Aktia High Conviction	osake	Aktia Fondbolag Ab	24.1.2012
Erikoissijoitusrahasto POP Eurooppa	osake	Aktia Fondbolag Ab	11.1.2005
Erikoissijoitusrahasto POP Korkosalkku	pitkä korko	Aktia Fondbolag Ab	12.4.2007
Erikoissijoitusrahasto POP Maailma	osake	Aktia Fondbolag Ab	ei mainintaa
Erikoissijoitusrahasto POP Optimi	yhdistelmä	Aktia Fondbolag Ab	10.10.2005
Erikoissijoitusrahasto POP Pohjoismaat	osake	Aktia Fondbolag Ab	ei mainintaa
Erikoissijoitusrahasto POP Suomi	osake	Aktia Fondbolag Ab	11.1.2005
Erikoissijoitusrahasto POP Vakaa	pitkä korko	Aktia Fondbolag Ab	10.10.2005
Erikoissijoitusrahasto Sp-Yhdistelmärahasto	yhdistelmä	Aktia Fondbolag Ab	16.8.2004
Erikoissijoitusrahasto Contango Hyödyke Beta (nyk. Erikoissijoitusrahasto Taaleri Hyödyke)	hedge	CFM Contango Rahastoyhtiö Oy	11.5.2012
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Emerging Markets Debt	pitkä korko	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Europe Enhanced Index	osake	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011

Erikoissijoitusrahasto Danske Invest High Yield	pitkä korko	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Kulta	hedge	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest North America Enhanced Index	osake	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Raaka-aine	hedge	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Danske Invest Trans-Balkan	osake	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Eliksir	hedge	Danske Invest Rahastoyhtiö Oy	5.10.2011
Erikoissijoitusrahasto eQ Active Hedge	hedge	eQ Rahastoyhtiö Oy	4.5.2012
Erikoissijoitusrahasto eQ Emerging Markets Corporate Bond	pitkä korko	eQ Rahastoyhtiö Oy	28.9.2007
Erikoissijoitusrahasto eQ Emerging Markets Local Currency Credit	pitkä korko	eQ Rahastoyhtiö Oy	22.12.2011
Erikoissijoitusrahasto eQ High Yield Bond	pitkä korko	eQ Rahastoyhtiö Oy	5.7.2007
Erikoissijoitusrahasto eQ Pikkujättiläiset	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy	12.5.2009
Erikoissijoitusrahasto eQ Sectors	osake	eQ Rahastoyhtiö Oy	6.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Freedom	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy	13.6.2012
Erikoissijoitusrahasto Estlander & Rönnlund Global XL (nyk. Erikoissijoitusrahasto Estlander & Partners Global XL)	hedge	Estlander & Partners Rahastoyhtiö Oy	13.6.2012
EPL 100 Erikoissijoitusrahasto	osake	Eufex Rahastohallinto Oy	ei mainintaa
EPL Malti Plus Erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	Eufex Rahastohallinto Oy	lakkautettu
EPL Osakeoptimi Erikoissijoitusrahasto	osake	Eufex Rahastohallinto Oy	30.11.2011
Eufex Aegis Erikoissijoitusrahasto	hedge	Eufex Rahastohallinto Oy	ei mainintaa
Eufex Eläkevarainhoito Erikoissijoitusrahasto	yhdistelmä	Eufex Rahastohallinto Oy	1.1.2012
Eufex Hyödyke Erikoissijoitusrahasto	hedge	Eufex Rahastohallinto Oy	1.11.2012
Eufex Suoja Erikoissijoitusrahasto	hedge	Eufex Rahastohallinto Oy	18.6.2012

Front Strategia Erikoissijoitusrahasto	yhdistelmä	Eufex Rahastohallinto Oy	24.3.2012
Front Strukturi Erikoissijoitusrahasto	yhdistelmä	Eufex Rahastohallinto Oy	24.3.2012
Head Professionals Erikoissijoitusrahasto	hedge	Eufex Rahastohallinto Oy	18.6.2012
Erikoissijoitusrahasto Evli Ilmasto	osake	Evli-Rahastoyhtiö Oy	13.3.2012
FIM Euro High Yield Erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy	8.2.2011
FIM Kehittyvä Korko Erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy	31.12.2010
FIM Korko Optimaattori Erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	FIM Varainhoito Oy	31.12.2010
Finlandia Bric+ Erikoissijoitusrahasto	osake	Finlandia Rahastoyhtiö Oy	19.6.2012
Finlandia High Yield+ Erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	Finlandia Rahastoyhtiö Oy	19.6.2012
Finlandia Likvidi Erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	Finlandia Rahastoyhtiö Oy	19.6.2012
Finlandia Osakevarainhoito Erikoissijoitusrahasto	osake	Finlandia Rahastoyhtiö Oy	19.6.2012
Finlandia Tasapainoinen Erikoissijoitusrahasto	osake	Finlandia Rahastoyhtiö Oy	19.6.2012
Erikoissijoitusrahasto Fourton Fokus Suomi	osake	Fourton Oy	17.6.2009
Erikoissijoitusrahasto Fourton Hannibal	osake	Fourton Oy	17.6.2009
Erikoissijoitusrahasto Fourton Odysseus	osake	Fourton Oy	17.6.2009
Erikoissijoitusrahasto Fourton Stamina	osake	Fourton Oy	17.6.2009
Erikoissijoitusrahasto Handelsbanken Click Ruotsi 90	yhdistelmä	Handelsbanken Fondbolag Ab	10.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Handelsbanken Eurooppa Protect	yhdistelmä	Handelsbanken Fondbolag Ab	9.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Handelsbanken Eurooppa Selective	osake	Handelsbanken Fondbolag Ab	9.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Handelsbanken Pohjoismaat Selective	osake	Handelsbanken Fondbolag Ab	9.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Handelsbanken Ruotsi Selective	osake	Handelsbanken Fondbolag Ab	9.2.2011

Erikoissijoitusrahasto Handelsbanken Takuu Plus	yhdistelmä	Handelsbanken Fondbolag Ab	lakkautettu
Erikoissijoitusrahasto HCP Black	hedge	Helsinki Capital Partners	16.9.2009
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Africa	osake	Rahastoyhtiö Oy ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Alternative Beta	hedge	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Commodity	hedge	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Emerging Markets Stock Index	osake	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Euro Government Bond Index	pitkä korko	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Euro Investment Grade Bond Index	pitkä korko	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL European Stock Index	osake	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Frontier Markets	osake	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2011
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Global Tactical Asset Allocation	yhdistelmä	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL High Yield Beta	hedge	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL Japan Stock Index	osake	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
Erikoissijoitusrahasto ICECAPITAL US Stock Index	osake	ICECAPITAL Rahastoyhtiö Oy	11.11.2010
JOM Silkkitie –erikoissijoitusrahasto	osake	JOM Rahastoyhtiö Oy	25.10.2010
Erikoissijoitusrahasto Nordea II Takuuturva 100	yhdistelmä	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	11.5.2011
Erikoissijoitusrahasto Nordea III Takuuturva 100	yhdistelmä	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	9.11.2011
Erikoissijoitusrahasto Nordea IV Takuuturva 100	yhdistelmä	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	11.5.2011
Erikoissijoitusrahasto Nordea Korkosalkku	pitkä korko	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	11.5.2011
Erikoissijoitusrahasto Nordea Korkosalkku Plus	pitkä korko	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	11.5.2011
Erikoissijoitusrahasto Nordea Osakesalkku	osake	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	15.2.2012

Erikoissijoitusrahasto Nordea Suomi 130/30	osake	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	15.4.2008
Erikoissijoitusrahasto Nordea Takuuturva 100	yhdistelmä	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	11.5.2011
Erikoissijoitusrahasto Nordea Turva 75	yhdistelmä	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	11.5.2011
Erikoissijoitusrahasto Nordea V Takuuturva 100	yhdistelmä	Nordea Rahastoyhtiö Suomi Oy	11.5.2011
OP - Equity Hedge –erikoissijoitusrahasto	hedge	OP-Rahastoyhtiö Oy	13.2.2012
OP-Absoluuttinen Salkku –erikoissijoitusrahasto	hedge	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-EMD Hard Currency Sovereign –erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy	2.7.2012
OP-EMD Local Currency –erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-EMD Local Currency Short Term -erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-EMD Portfolio –erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-Focus-erikoissijoitusrahasto	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-Intia –erikoissijoitusrahasto	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-Japani –erikoissijoitusrahasto	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-Kehittyvä Aasia –erikoissijoitusrahasto	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-Kehittyvät Osakemarkkinat –erikoissijoitusrahasto	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-Kiina –erikoissijoitusrahasto	osake	OP-Rahastoyhtiö Oy	3.2.2012
OP-Pääomaturva 2012 –erikoissijoitusrahasto	yhdistelmä	OP-Rahastoyhtiö Oy	22.12.2011
OP-Pääomaturva 2015 (95) –erikoissijoitusrahasto	yhdistelmä	OP-Rahastoyhtiö Oy	22.12.2011
OP-Pääomaturva 2017 –erikoissijoitusrahasto	yhdistelmä	OP-Rahastoyhtiö Oy	22.12.2011
OP-Raaka-aine –erikoissijoitusrahasto	hedge	OP-Rahastoyhtiö Oy	22.12.2011
OP-Reaalikorko –sijoitusrahasto	pitkä korko	OP-Rahastoyhtiö Oy	30.1.2012



Erikoissijoitusrahasto Elite	osake	PYN Rahastoyhtiö Oy	8.7.2009
Erikoissijoitusrahasto Populus	osake	PYN Rahastoyhtiö Oy	6.10.2011
Erikoissijoitusrahasto Systematica	hedge	Quorum Rahastoyhtiö Oy	lakkautettu
Erikoissijoitusrahasto SEB European Index	osake	SEB Gyllenberg Fondbolag Ab	9.12.2011
Erikoissijoitusrahasto SEB North America Index	osake	SEB Gyllenberg Fondbolag Ab	9.12.2011
Erikoissijoitusrahasto Phoebus	osake	Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj	ei mainittu
Erikoissijoitusrahasto Seligson & Co Kehittyvät markkinat	osake	Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj	ei mainittu
Säästöpankki Amerikka –erikoissijoitusrahasto	osake	SP-Rahastoyhtiö Oy	ei mainittu
Säästöpankki Kehittyvät Markkinat -erikoissijoitusrahasto	osake	SP-Rahastoyhtiö Oy	ei mainittu
Säästöpankki Pääomaturva –erikoissijoitusrahasto	hedge	SP-Rahastoyhtiö Oy	ei mainittu
Säästöpankki Trendi –erikoissijoitusrahasto	hedge	SP-Rahastoyhtiö Oy	ei mainittu
Säästöpankki Venäjä –erikoissijoitusrahasto	osake	SP-Rahastoyhtiö Oy	ei mainittu
Säästöpankki Yrityslaina –erikoissijoitusrahasto	pitkä korko	SP-Rahastoyhtiö Oy	X
Erikoissijoitusrahasto Taaleritehdas Parkki	pitkä korko	Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy	ei mainittu
Erikoissijoitusrahasto Tapiola Aasia-Tyynimeri	osake	Tapiola Varainhoito Oy	10.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Tapiola High Yield	pitkä korko	Tapiola Varainhoito Oy	10.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Tapiola Japani	osake	Tapiola Varainhoito Oy	10.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Tapiola Kehittyvät Korkomarkkinat	pitkä korko	Tapiola Varainhoito Oy	6.5.2011
Erikoissijoitusrahasto Tapiola Suoja	pitkä korko	Tapiola Varainhoito Oy	10.2.2011
Erikoissijoitusrahasto Titanium Trendi	hedge	Titanium Rahastoyhtiö Oy	12.4.2010
Erikoissijoitusrahasto UB Korkosalkku	pitkä korko	UB Rahastoyhtiö Oy	ei mainintaa

Erikoissijoitusrahasto UB Nordic	osake	UB Rahastoyhtiö Oy	ei mainintaa
Erikoissijoitusrahasto UB Russia	osake	UB Rahastoyhtiö Oy	18.5.2012
Erikoissijoitusrahasto UB View	hedge	UB Rahastoyhtiö Oy	ei mainintaa
Erikoissijoitusrahasto VISIO Allocator	hedge	UB Rahastoyhtiö Oy	ei mainintaa
Erikoissijoitusrahasto VISIO Finland 140/40	hedge	UB Rahastoyhtiö Oy	11.3.2010