

Pro gradu -tutkielma

Lappeenrannan teknillinen yliopisto  
School of Business and Management  
Laskentatoimi

Jose Jukkola

Suomen kilpailukyky sijoitusrahastotoiminnan kotipaikkana

Pro gradu -tutkielma 2017

1. tarkastaja: Professori Kati Pajunen

2. tarkastaja: Tutkijaopettaja Helena Sjögren

## TIIVISTELMÄ

Tekijä:	Jose Jukkola
Tutkielman nimi:	Suomen kilpailukyky sijoitusrahastotoiminnan kotipaikkana
Tiedekunta:	Kauppatieteellinen tiedekunta
Pääaine:	Laskentatoimi
Valmistumisvuosi:	2017
Pro gradu -tutkielma:	Lappeenrannan teknillinen yliopisto 93 sivua, 1 liite, 2 taulukkoa ja 1 kuvio
Tarkastajat:	Professori Kati Pajunen Tutkijaopettaja Helena Sjögren
Hakusanat:	UCITS, AIF, AIFMD, sijoitusrahasto, vaihtoehtorahasto, rahastoyhtiö, rahastosäätely

Säätely-ympäristö on rahastotoimijoiden kilpailukykyyn vaikuttava tekijä kansainvälisillä markkinoilla. Tässä tutkielmassa tarkasteltiin, millainen säätely-ympäristö tukee rahastotoimintaa eurooppalaisilla yhteismarkkinoilla. Lisäksi tutkittiin, kuinka kilpailukykyinen suomalainen rahastosäätely on. Tutkielma toteutettiin laadullisena tutkimuksena. Tutkimusaineisto hankittiin haastatteluilla ja käsiteltiin sisällönanalyysin menetelmin.

Tutkielman perusteella rahastotoimintaa edistää selkeä ja ennakoitava säätely-ympäristö. Säätelyn tulee tukea kansainvälistymistä ja toiminnan järjestämistä eri tavoilla. Kansalliset poikkeukset lähtökohtaisesti heikentävät kotipaikan kilpailukykyä yhteismarkkinoilla.

Suomen rahastosäätely on tulosten perusteella pääosin toimivaa. Säätely ei sisällä merkittäviä rahastojen kustannuskilpailukykyä heikentäviä puolia. Myös verosäätely on pitkälti kilpailukykyistä. Säätelyn selkeyttä heikentää hajanainen erikoissijoitusrahastosäätely. Osuusrekisterisäätelyn kehittäminen ja sijoitusyhtiörakenteen salliminen kaikille rahastoille edistäisivät suomalaisten rahastojen kansainvälistymistä. Lisäksi säätely sisältää useita vanhentuneita ja toimimattomia kansallisia poikkeuksia, joiden muokkaaminen voisi parantaa Suomeen sijoittuneen rahastotoiminnan kilpailukykyisyyttä Euroopassa.

## ABSTRACT

Author:	Jose Jukkola
Title:	Competitiveness of Finland as a Fund Domicile
Faculty:	School of Business and Management
Major:	Accounting
Year:	2017
Master's thesis:	Lappeenranta University of Technology 93 pages, 1 appendix, 2 tables and 1 figure
Examiners:	Professor Kati Pajunen Associate Professor Helena Sjögren
Keywords:	UCITS, AIF, AIFMD, mutual fund, alternative investment fund, fund management companies, investment fund regulation

Regulatory environment is a competitive factor in international fund markets. This thesis studied, what kind of regulatory environment supports fund industry in European common markets. Besides this, the competitiveness of Finnish fund regulation was examined. The study was conducted as a qualitative research. Research data was collected from interviews and processed with content analysis techniques.

According to the results, explicit and foreseeable regulation supports fund activities. Regulation should promote internationalization and organizing operations in different forms. National exceptions usually reduce the competitiveness of the domicile.

Finnish fund regulation seems to work mostly well. Regulation does not include crucial factors decreasing the cost competitiveness of the funds. Tax regulation is also mainly competitive. However, rules regarding special common funds reduce the clarity of fund regulation. Modifying unitholder legislation and permitting investment company form for all funds would improve internationalization of Finnish funds. Revising outdated and dysfunctional national exceptions could further improve the competitiveness of Finnish fund industry in the European markets.

## SISÄLLYSLUETTELO

<b>1.</b>	<b>JOHDANTO .....</b>	<b>7</b>
1.1.	Tutkimusongelma ja rajaukset.....	9
1.2.	Tutkimusmenetelmä ja aineisto .....	10
1.3.	Teoreettinen viitekehys .....	11
1.4.	Keskeiset käsitteet.....	13
1.5.	Tutkielman rakenne .....	14
<b>2.</b>	<b>YHTEISSÄÄNTELYN VAIKUTUS RAHASTOTOIMINTAAN EUROOPASSA .....</b>	<b>15</b>
2.1.	Rahastojen yhteissääntelyn tausta .....	15
2.2.	Mahdollisuudet poiketa yhteissääntelystä.....	19
<b>3.</b>	<b>MUUT SÄÄNTELYYN LIITTYVÄT KILPAILUKYKYTEKIJÄT RAHASTOMARKKINOILLA ..</b>	<b>23</b>
3.1.	Juridiset rakenteet .....	23
3.2.	Verotus .....	26
3.3.	Kustannustekijät.....	31
<b>4.</b>	<b>TUTKIMUSMENETELMÄT JA -AINEISTO .....</b>	<b>34</b>
4.1.	Tutkimusasetelma ja -menetelmät .....	34
4.2.	Aineiston hankinta, kuvailu ja käsittely .....	35
<b>5.</b>	<b>SÄÄNTELY-YMPÄRISTÖN MERKITYS RAHASTOTOIMINNAN KILPAILUKYKYYN .....</b>	<b>38</b>
5.1.	Hyvä rahastosääntely ja sen merkitys kilpailukykyyn .....	38
5.2.	Vahvuuksia Suomen rahastosääntelyssä.....	41
5.3.	Kehityskohtia Suomen rahastosääntelyssä .....	44
5.4.	Juridiset rakenteet .....	60
5.5.	Verotus .....	63
5.6.	Kustannustekijät ja muu toimiympäristö .....	71
<b>6.</b>	<b>YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>76</b>
6.1.	Keskeiset tulokset.....	76
6.2.	Tulosten pohdinta.....	80
6.3.	Tutkimuksen arviointi ja jatkotutkimusaiheet.....	85
<b>LÄHTEET .....</b>	<b>87</b>	

## **LIITEET**

Liite 1. Haastattelurunko

## **TAULUKOT**

Taulukko 1. Teorettinen viitekehys. ....13

Taulukko 2. Haastattelujen kuvailu. ....36

## **KUVIOT**

Kuvio 1. Aikajana rahastojen yhteissääntelystä Euroopassa.....16

## LYHENNELUETTELO

AIF	Alternative Investment Fund
AIFM-direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU
AIFML	Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista 7.3.2014/162
ALV-direktiivi	Neuvoston direktiivi 2006/112/EY
ALV	Arvonlisävero
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KRL	Kiinteistörahastolaki 19.12.1997/1173
KVL	Keskusverolautakunta
MIFID-direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU
PRIP-asetus	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1286/2014
SRL	Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48
TVL	Tuloverolaki 30.12.1992/1535
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UCITS IV -direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2009/65/EY
UCITS V -direktiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/91/EU
VM	Valtiovarainministeriö

## 1. JOHDANTO

Viimeisten vuosikymmenten aikana sijoitusrahastoista on muodostunut kiinteä osa sijoitusmarkkinoita. Eurooppalaiset rahastomarkkinat muodostuvat karkeasti ottaen kahdesta osasta: UCITS- ja AIF-rahastoista (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities ja Alternative Investment Fund). UCITS-rahastot ovat tavanomaisia, hajautusperiaatteen mukaan toimivia yhteissijoittamisen välineitä. AIF-rahastot puolestaan kattavat laajan kirjon UCITS-sääntelystä poikkeavia rahastoja.

Kiinnostus sijoitusrahastoja kohtaan on vahvaa. Vuosien 2009 ja 2016 välillä eurooppalaisten UCITS-rahastojen nettovarallisuus kasvoi keskimäärin yhdeksän prosenttia ja AIF-rahastojen keskimäärin 17 prosenttia vuodessa. Rahastojen arvonnousun lisäksi rahastoihin on sijoitettu keskimäärin lähes 400 miljardia euroa uusia varoja vuosittain. (EFAMA 2017)

Rahoitusmarkkinoiden kehityksen mukana on törmätty toimialaa koskeviin ongelmiin. Tuotekehittelyn ja riskienhallinnan pettämisen merkittävänä negatiivisena seurauksena voidaan pitää vuosikymmenen takaista subprime-kriisiä, joka ajoi läntiset taloudet taantumaan. Kriisi todisti, että rahoitusmarkkinat ovat varsin integroituneet eri maanosien välillä. Taantuma levisi nopeasti syntysijoiltaan Yhdysvalloista Eurooppaan ja aiheutti suurta epävakautta rahoitusjärjestelmässämme.

Viranomaiset ovat vastanneet kehitykseen uudistamalla lainsäädäntöä ja valvontaa. Euroopassa harmonisoitua sääntelyä edistää Euroopan unioni (EU), jonka säädöksiä jäsenvaltiot ovat panneet täytäntöön. Tärkeimpiä rahastoja koskevia sääntelyhankkeita edustavat UCITS-rahastoja sääntelevät UCITS IV ja V -direktiivit (2009/65/EY ja 2014/91/EU) ja AIF-rahastonhoitajia sääntelevä AIFM-direktiivi (2011/61/EU). Sääntelyllä on pyritty parantamaan sijoittajansuojaa, alan toimijoiden valvontaa ja yhteiseurooppalaisten rahastomarkkinoiden kehitystä (Euroopan parlamentti 2010, Cumming, Imad´Eddine ja Schwienbacher 2012).

Yhteissääntelyn myötä eurooppalaiset sijoitusrahastot toimivat yhä enemmän yhteisillä säännöillä. Samalla jäsenvaltioille on jätetty asioita päätettäväksi oman harkintansa mu-



kaan. Osassa jäsenvaltioita lainsäädäntöuudistuksissa on otettu aktiivinen ote, jotta olosuhteet rahastojen toiminnalle EU-sääntelyn asettamissa rajoissa olisivat mahdollisimman houkuttelevat (Khorana, Servaes ja Tufano 2005). Näin ollen yhteismarkkinoilla kilpailee joukko yrityksiä, joilla on yhteinen sääntelyperusta, mutta joita ohjaa samalla paikallinen sääntely ja on siten erilaiset toimintamahdollisuudet.

Sääntelyn yhdentymisen myötä rahastojen kilpailu on kehittynyt paikallisesta Euroopan ja jopa maailman laajuiseksi. Markkinoiden avauduttua maiden välinen kilpailu rahastotoimijoista on koventunut (Lang ja Schäfer 2013). Eurooppaan on syntynyt muutama keskeinen rahastomaa, jotka ovat onnistuneet houkuttelemaan alueelleen poikkeuksellisen suuren määrän rahastonhoitajia ja rahastoja. Euroopan rahastovarallisuudesta yli 70 prosenttia on keskittynyt neljään suurimpaan rahastomaahan. Luxemburg on Euroopan suurin rahastomaa lähes 28 prosentin markkinaosuudella, mitä seuraavat Irlanti, Saksa ja Ranska 13-16 prosentin markkinaosuuksilla. (EFAMA 2017) Keskittyneisyyden lisääntyttyä myös rajan ylittävä rahastokauppa on kasvanut huomattavasti (EFAMA 2016).

Hiljattain myös Suomen kilpailukykyisyys rahastomaana ja sijoitusrahastolainsäädännön ajantasaisuus on saanut huomiota. Valtiovarainministeriön (VM) selvityksen (2016) mukaan Suomen rahastosääntely kaipaa uudistusta sekä muuttuvan toimintaympäristön että lakiteknisten syiden takia. Arvion mukaan rahoitusala on murroksessa, jossa teknologia valtaa alaa ja rahastojen rajan ylittävä kauppa kasvaa entisestään. Vanhan sääntelyn ei koeta enää tukevan erilaisten rahastotoimijoiden kilpailukykyä yhteisillä markkinoilla. Suomen rahastolainsäädännöstä on tullut lukuisten uudistusten myötä hajanaista ja epäselvää. (VM 2016) Suomen rahastoinfrastruktuuri ja toimintakulttuuri tarjoavat potentiaalin pärjätä eurooppalaisilla rahastomarkkinoilla, mutta sääntely-ympäristömme on vaikeaselkoinen ja hajanainen (Kari 2014). Kansallisen poikkeussääntelyn koetaan hankaloittavan suomalaisen rahastotoiminnan kansainvälistymistä (Virta 2016).

Suoran rahastosääntelyn rinnalla verotusta pidetään keskeisenä kilpailukykytekijänä rahastomarkkinoilla (mm. VM 2016, Cumming ja Dai 2009). Eri sijoitusmuotojen verokohtelun arviointi on kirjattu osaksi Suomen nykyisen hallituksen ohjelmaa, joten myös verotuksellisten lähtökohtien tarkastelu rahastojen kilpailukykyyn näkökulmasta on ajankohtaista (Valtioneuvoston kanslia 2015).

Suomen rahastosäätelyn kehittämishanke on tärkeä useasta syystä. Rahastotoimijoiden tukeminen kilpailukykyisellä säätelyllä edesauttaa nykyisten paikallisten toimijoiden kehittymistä ja pärjäämistä paitsi kotimaisilla myös kansainvälisillä markkinoilla. Kotipaikan kilpailukykyisyys korostuu myös jokaisen uuden eurooppalaisen rahaston ja rahastonhoitajan valitessa kotipaikkaansa. Rahastomarkkinoiden keskittyneisyys osoittaa, ettei kotipaikkaa määrittele enää ainoastaan toimijoiden alkuperäinen sijainti. Yhteismarkkinoiden potentiaalista voidaan hyötyä enemmän, jos alueelliseen kilpailukykyyn panostetaan. Suorien taloudellisten hyötyjen lisäksi vahvempi rahastotoimiala heijastuu muun muassa työpaikkojen määrään ja osaamisen kehittymiseen.

### **1.1. Tutkimusongelma ja rajaukset**

Tämän tutkielman tarkoituksena on tutkia paikallisen säätely-ympäristön vaikutuksia rahastotoiminnan kilpailukykyisyyteen yhteismarkkinoilla. Teoriaosuudessa tarkastellaan, millaiset raamit yhteissäätely asettaa eurooppalaisille sijoitusrahastomarkkinoille. Tutkimuskirjallisuuden perusteella pyritään tunnistamaan keskeiset säätelyyn liittyvät tekijät, jotka vaikuttavat kotipaikan kilpailukykyyn rahaston ja rahastonhoitajan kannalta. Tutkimuksella pyritään vastaamaan kahteen tutkimuskysymykseen:

- *Millainen säätely-ympäristö tukee rahastotoiminnan kilpailukykyä yhteismarkkinoilla?*
- *Kuinka hyvin Suomen säätely-ympäristö vastaa rahastotoiminnan nykyisiin tarpeisiin?*

Tutkimus rajataan koskemaan eurooppalaisia sijoitusrahastoja sisältäen UCITS- ja AIF-rahastot ja niiden hoitajat. Kyseiset toimijat kilpailevat samoilla markkinoilla osittain yhteisen ja osittain erillisen säätelyn piirissä. Tutkielman ulkopuolelle rajataan erityiset EUSEF, EUVECA ja ELTIF -rahastorakenteet. Aihetta käsitellään lähtökohtaisesti rahaston ja rahastonhoitajan näkökulmasta. Toisinaan esimerkiksi sijoittajalle koituvalla vaikutuksella on tärkeä rooli myös rahaston kilpailukykyisyydelle, joten rajanvetoa on pidettävä tässä suhteessa joustavana. Tutkielmassa keskitytään säätelyyn liittyviin tekijöihin ajankohtaisia säätelyhankkeita silmällä pitäen (VM 2016, Valtioneuvoston kanslia 2015).

Säätelyuudistusten ajankohtaisuuden lisäksi tutkielma täydentää tutkimuspohjaa säätelyn merkityksestä rahastotoiminnassa. Kansainvälinen rahastotutkimus perustuu pitkälti

erillisten tekijöiden tarkasteluun. Tutkielmassa sääntelyä ja sen vaikutusta rahastojen kilpailukykyyn käsitellään kokonaisuutena. Suomalaista rahastokenttää ja sen sääntelyä on tutkittu lähinnä yksittäisten lakien ja markkinoiden pankkikeskeisyyden osalta. Tutkielma laajentaa paikallista rahastotutkimusta valitun näkökulman myötä.

## **1.2. Tutkimusmenetelmä ja aineisto**

Tutkimus toteutetaan laadullisena tutkimuksena. Tutkimus käsittelee moniulotteista kokonaisuutta, jossa eri osien asettaminen mitattaviksi muuttujiksi olisi kyseenalaista. Toisaalta tutkielmassa tarkastellaan aihetta paikallisesta näkökulmasta, jolloin kontekstin huomioiminen on oleellista. Tutkielma pyrkii eri näkökulmien ymmärtämisen kautta tunnistamaan mahdollisia säännönmukaisuuksia, joten laadullisia menetelmiä pidetään sopivampina tutkielman toteuttamiseen.

Aineistonhankinnan metodina käytettiin haastatteluita. Aineisto kerättiin seitsemällä asiantuntijahaastattelulla. Haastateltavien valinnassa pyrittiin aiheen kannalta monipuoliseen kokonaisuuteen. Haastateltavat edustivat rahastoyhtiöitä, rahastotoimintaan liittyviä keskeisiä viranomaisia sekä rahastotoimintaa tukevia organisaatioita.

Haastattelut toteutettiin teemahaastatteluina. Teemahaastattelut mahdollistivat keskeisten aiheiden käsittelyn kaikkien haastateltavien kanssa ja tarvittaessa tarkemman syventymisen tapauskohtaisesti. Haastatteluteemat ja -kysymykset muodostettiin teoriakatsauksen pohjalta. Haastatteluissa käsiteltyjä teemoja olivat rahastosääntelyn kilpailukykyisyys, juridiset muodot, verotus sekä kustannustekijät ja muu toimiympäristö.

Haastattelurunko koostui 16 kysymyksestä, minkä lisäksi haastatteluissa kysyttiin tarkentavia kysymyksiä (Liite 1). Haastattelut äänitettiin ja litteroitiin. Äänitettyä aineistoa kertyi yhteensä kuusi tuntia ja 18 minuuttia ja litteroitua aineistoa 58 sivua. Aineisto luokiteltiin teemoihin: ”hyvä rahastosääntely ja sen merkitys kilpailukykyyn”, ”vahvuuksia Suomen rahastosääntelyssä”, ”kehityskohtia Suomen rahastosääntelyssä”, ”juridiset rakenteet”, ”verotus” sekä ”kustannustekijät ja muu toimiympäristö”.

### 1.3. Teorettinen viitekehys

Tutkielman teorettinen viitekehys rakentuu kahdesta osasta: rahastosääntelystä ja siihen liittyvästä tutkimuksesta, sekä rahastotutkimuksesta (Taulukko 1). Euroopan sijoitusrahastomarkkinoilla sääntelypohja rakentuu yhteissääntelystä ja paikallisesta lainsäädännöstä. Yhteissääntely koostuu UCITS- ja AIFM-direktiiveistä. Paikallisen rahastosääntelyn kilpailukykyyn vaikuttavat poikkeukset yhteissääntelystä. Muita maakohtaisesti säänneltäviä merkittäviä kokonaisuuksia rahastotoiminnan kannalta ovat yhtiö- ja verolainsäädäntö.

Finanssiskriisin jälkeen tarve erilaisten rahastojen sääntelylle on melko yleisesti tunnistettu. Sen sijaan sääntelyn ankaruudesta ja laajuudesta on esitetty eriäviä mielipiteitä (Johnston 2015, Shadab 2009, Woll 2013). Suomessa viimeisiin uudistuksiin on vastattu melko liberaalilla linjalla, joskin kansallisia poikkeuksiakin on sisällytetty mukaan (Kari 2014). Laki vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista 7.3.2014/162 (AIFML) on saanut kritiikkiä myös soveltamisalan sekavuudesta (Hilden ja Ruotsalainen 2014).

Rahastojen menestymisen ja kilpailukykyisyyden tutkimustausta on laaja. Osa tutkimuksesta on suuntautunut rahastojen menestykseen kokonaisuudessaan, osa tiettyjen tekijöiden tutkimiseen. Muun muassa Malkielin (1995) sekä Barratin, Scailletin ja Wermersin (2010) mukaan rahastot suoriutuvat keskimäärin markkinoita heikommin, jolloin toiminnan tehokkaalla järjestämisellä on keskeinen merkitys rahaston kilpailukykyyn. Myöskään Suomessa kalliit rahastot eivät ole pärjänneet edullisempia rahastoja paremmin (Korkeamäki ja Smythe 2004). Toisaalta esimerkiksi Kosowski (2006) ja Chevalier ja Ellison (1999) ovat esittäneet vastakkaisia tuloksia, joiden mukaan kulutaso ei ole rahastotoiminnan kilpailukykyyn määrittäjä.

Euroopan rahastomarkkinoiden keskittyneisyyden myötä klusterivaikutusten merkitys on kasvanut. Rahastomarkkinoilla klusterivaikutuksella on tutkittu olevan sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia rahastojen kilpailukykyyn (Lang ja Köhler 2011, Khorana, Servaes ja Tufano 2008). Skaalaedut puolestaan edistävät rahaston kilpailukykyä, jolloin raskas sääntely-ympäristö edistää suurten rahastojen kilpailuasemaa (mm. Ang ja Lin 2001, Chen, Hong, Huang ja Kubik 2004).

Rahastotoiminnan juridisilla rakenteilla on havaittu olevan vaikutuksia sekä rahaston että rahastoa hallinnoivan tahon tuottoihin. Juridisen muodon kautta saavutettavat edut ovat kuitenkin riippuvaisia rahaston ominaisuuksista. (Nanda, Narayanan ja Wather 2000) Hedgerahastojen puolelta on löydetty viitteitä sen puolesta, että sijoitusyhtiömuotoiset rahastot menestyisivät henkilöyhtiömuotoisia rahastoja paremmin (Gupta ja Szado 2008).

Verotuksellisilla kysymyksillä on yleisesti tunnistettu merkitys rahastomarkkinoiden keskittymiseen (mm. Cumming, et al. 2009 Clarkson, Jaecklin ja Kaczmariski 2014). Yritysten houkuttelu on johtanut EU-maiden väliseen verokilpailuun, jonka myötä yritysveroasteet ovat laskeneet (Devereux, Griffith ja Klemm 2002, Simmons 2006). Toisaalta Euroopan rahastomarkkinoilla on käytössä erilaisia verotuskäytäntöjä, mikä toimii esteenä maiden välisessä rahastokaupassa (Barker 2004). Rahaston verorasituksella on puolestaan negatiivinen vaikutus rahastojen keräämiin sijoituksiin (Bergstresser ja Poterba 2002).

Taulukko 1. Teoreettinen viitekehys.

<p><b>Sääntely-ympäristö</b></p> <p>Yhteissääntely</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- UCITS-direktiivit</li> <li>- AIFM-direktiivi</li> </ul> <p>Paikallinen sääntely</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sijoitusrahastolaki</li> <li>- AIFM-laki</li> <li>- Kiinteistörahastolaki</li> <li>- Yhtiösääntely</li> <li>- Verosääntely</li> </ul> <p>Sääntelytutkimus</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Beythan ja Virard-Canto 2012</li> <li>- Buttigieg 2013</li> <li>- Cumming, Imad´Eddine, Schwenbacher 2012</li> <li>- Delfrayssi 2013</li> <li>- Hilden ja Ruotsalainen 2014</li> <li>- Hyvärinen 2012</li> <li>- Johnston 2015</li> <li>- Kari 2014</li> <li>- Shadab 2009</li> <li>- Syyrilä 2002</li> <li>- Woll 2013</li> </ul>	<p><b>Rahastojen kilpailukykyisyys</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ang ja Lin 2001</li> <li>- Barrat, Scaillet, Wermers 2010</li> <li>- Chen, Huang ja Kubik 2004</li> <li>- Chevalier ja Ellison 1999</li> <li>- Khorana ja Servaes 2012</li> <li>- Khorana, Servaes ja Tufano 2008</li> <li>- Korkeamäki ja Smythe 2004</li> <li>- Kosowski 2006</li> <li>- Lang ja Köhler 2011</li> <li>- Malkiel 1995</li> </ul> <p>Juridiset rakenteet</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Gupta, Szado 2008</li> <li>- Kulms 2016</li> <li>- Nanda, Narayanan ja Wather 2000</li> <li>- Reid 2006</li> <li>- Turtiainen 2004</li> </ul> <p>Verotus</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bergstresser ja Porteba 2002</li> <li>- Cappelletti, Guazzarotti ja Tommasino 2014</li> <li>- Cumming ja Dai 2009</li> <li>- Devereux, Griffith ja Klemm 2002</li> <li>- Haufler ja Stähler 2013</li> <li>- Lang ja Schäfer 2013</li> <li>- Simmons 2006</li> </ul>
--	---

#### 1.4. Keskeiset käsitteet

Tutkielman kannalta on keskeistä määritellä muutamia käsitteitä. Tässä työssä sijoitusrahastoilla tarkoitetaan kaikkia yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia rahastoja. Eurooppalaiset sijoitusrahastomarkkinat ovat jakautuneet pääluokissaan kahteen osaan: UCITS- ja AIF-rahastoihin. UCITS-rahastoilla tarkoitetaan yritystä, jonka tarkoitus on sijoittaa yleisöltä

hankittuja varoja siirtokelpoisiin arvopapereihin. UCITS-rahastojen tulee olla avoimia eli sijoittajien vapaasti merkittävässä ja lunastettavissa. Kyseisten rahastojen tulee noudattaa hajautussääntelyä ja toimia lähtökohtaisesti ilman velkavipua. AIF-rahastoilla tarkoitetaan muita kuin UCITS-rahastoja, kuten pääoma-, kiinteistö-, hedge- ja hyödykerahastoja. AIF-rahastojen sijoituskohteita ei ole rajoitettu, ne voivat käyttää velkavipua ja toimia suljetuina.

Juridisen rakenteen puolesta tulee erottaa rahastonhoitaja ja itse rahasto. Tässä työssä rahastonhoitajalla tarkoitetaan sijoitusrahastoja hallinnoivia ja hoitavia yhteisöjä. Tietyissä rakenteissa rahasto ja rahastonhoitaja toimivat saman yhteisön alaisuudessa. Rahasto voi toimia myös sisäisesti hoidettuna ilman erillistä hoitajaa, jolloin sen tulee noudattaa myös hoitajaa koskevia velvoitteita.

Yhteismarkkinoilla erotetaan eri tyyppiset asiakkaat: ammattimaiset ja ei-ammattimaiset. Ei-ammattimaisille asiakkaille tarjottavat tuotteet ja palvelut ovat pääosin tiukemman sääntelyn piirissä. UCITS-sääntelyssä säädellään itse rahastoa ja oletettuja sijoittajia ovat sekä ammattimaiset että ei-ammattimaiset sijoittajat. AIF-sääntelyssä sääntelyn kohteena ovat AIF-rahastojen hoitajat ja oletettuina sijoittajina vain ammattimaiset sijoittajat. AIF-rahastojen tarjoaminen myös ei-ammattimaisille asiakkaille on monessa maassa tietyin edellytyksin hyväksyttyä.

## **1.5. Tutkielman rakenne**

Tutkielman toisessa luvussa käsitellään rahastojen yhteissääntelyä Euroopassa. Luvussa käydään läpi EU-sääntelyn tausta ja rakenne. Lisäksi luvussa käsitellään yhteissääntelyn kohdat, joiden osalta jäsenvaltiot voivat poiketa kansallisessa sääntelyssä. Kolmannessa luvussa käsitellään keskeiset paikalliseen sääntelyyn perustuvat kilpailukykytekijät rahastomarkkinoilla. Tutkielman neljännessä luvussa esitellään käytetty tutkimusmenetelmä, aineiston hankinta ja sen käsittely. Viides luku sisältää tutkimustulokset. Kuudennessa luvussa tehdään yhteenveto, vastataan tutkimuskysymyksiin ja pohditaan Suomen kilpailukykyisyyttä rahastomaana sekä siihen liittyviä mahdollisia kehityskohtia.

## **2. YHTEISSÄÄNTELYN VAIKUTUS RAHASTOTOIMINTAAN EUROOPASSA**

### **2.1. Rahastojen yhteissäätelyn tausta**

Eurooppalainen rahastojen yhteissäätely juontaa juurensa aina 1980-luvulle. Sääntelyn yhtenäistäminen aloitettiin säätämällä standardoidusta sijoitusrahastosta – UCITS-rahastosta. Vuonna 2007 alkaneen talouskriisin seurauksena heräsi keskustelu myös muiden rahastojen yhteissääntelystä. AIFM-direktiivin myötä UCITS-sääntelyn ulkopuoliset rahastot tulivat yhteisen sääntelyn alaiseksi vuonna 2011 (Kuvio 1).

#### **UCITS-sääntelyn tausta**

Euroopan unioni toteuttaa 28 jäsenvaltionsa yhteissäätelyä pääosin asetuksilla ja direktiiveillä. Rahoituslalla EU on toteuttanut joukon sääntelyhankkeita yhtenäistääkseen kansallista lainsäädäntöä. UCITS-rahastojen yhteissäätelyn pyrkimyksenä on ollut lisätä sijoittajansuojaa, parantaa toiminnan läpinäkyvyyttä ja rajan ylittävää rahastojen jakelua (Cumming et al. 2012).

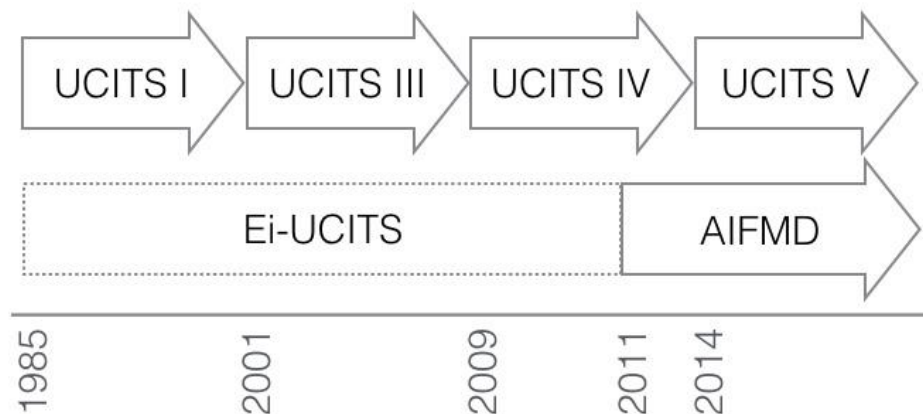
UCITS I -direktiivillä (85/611/ETY) muodostettiin perusta määrämuotoiselle eurooppalaiselle rahastolle. Direktiivistä juontuvia UCITS-rahastojen periaatteita ovat rahaston vapaa merkintä ja lunastus, rajoitukset sijoituspolitiikassa ja rahastojen valvonnanalaisuus. Merkittävä askel markkinoiden yhtenäistämiseksi otettiin, kun rahastojen markkinointi yli EU-valtioiden rajojen sallittiin ilmoitus- eli notifiointimenettelyllä. (Anderberg ja Laurence 2006) Käytännössä useat valtiot toimivat kuitenkin protektionistisesti ja tekivät ulkomaisien rahastojen markkinoinnista vaikeaa. Maakohtaisen sääntelyn seurauksena rajat ylittävä toiminta ei todellisuudessa toiminut (Buttigieg 2013, Cumming et al. 2012).

Alkuperäistä direktiiviä yritettiin korjata 1990-luvun alussa. Hanke kaatui jäsenvaltioiden erimielisyyksiin, ja UCITS II jäi toteuttamatta. Vuonna 2001 esiteltiin UCITS III -direktiivi, joka koostui niin sanotuista rahastonhoitaja-direktiivistä ja rahastotuote-direktiivistä



(2001/107/EY ja 2001/108/EY). Uudistuksilla laajennettiin rahastonhoitajien toimintamahdollisuuksia sekä tuotevalikoimaa ottamalla esimerkiksi pörssinoteeratut indeksi- ja rahamarkkinarahastot UCITS-sääntelyn piiriin. (Cumming et al. 2012)

Vuonna 2009 EU:n sijoitusrahastosääntelyssä koettiin kokonaisvaltaisempi uudistus UCITS IV:n myötä, mikä vastaa pitkälti sääntelyn nykytilaa. Direktiivi vie rahastomarkkinoiden yhtenäistämisen pidemmälle ja helpottaa muun muassa sijoitusrahaston hallinnointia toisesta EU-valtiosta. (Cumming et al. 2012) Direktiivillä päivitettiin myös toimimattomia rajat ylittäviä rekisteröinti- ja ilmoitusprosesseja sekä yhtenäistettiin vaatimuksia sijoittajille annettavista tiedoista. (Buttigieg 2013) Toistaiseksi viimeinen päivitys UCITS-sääntelyyn tehtiin vuonna 2014 UCITS V -direktiivin muodossa, kun sääntelyä säilytysyhteisöistä, palkkiorakenteista ja sanktioista saatettiin vastaamaan uutta AIFM-sääntelyä (Beythan ja Virard-Canto 2012).



Kuvio 1. Aikajana rahastojen yhteissääntelystä Euroopassa.

Kokonaisuudessaan UCITS-sääntely on edistänyt eurooppalaisia rahastomarkkinoita monessa suhteessa. Sen etuina pidetään tarkkuuden tuomaa ennakoitavuutta, jolloin erot jäsenmaiden välillä vähentyvät. UCITS-sääntelyn heikkoutena on sen jäykkä rakenne, jonka myötä se kohtaa uudistustarpeita säännöllisin väliajoin. (Syyrilä 2002) Aiemmin yhtenäistämistä hidastanutta jäsenvaltioiden protektionismia on onnistuttu vähentämään ja UCITS-rahastojen yhteismarkkinat toimivat melko integroituneesti. Tämän myötä UCITS-rahastoista on muodostunut tunnistettu rahastobrändi ympäri maailman (Delfrayssi 2013).

### **AIFM-sääntelyn tausta**

Ennen AIFM-direktiiviä EU-tasoinen sääntely koski vain UCITS-rahastoja, jolloin muut, niin sanotut ei-UCISTS -rahastot, toimivat paikallisen sääntelyn alaisuudessa. Ennen muutosta paikallinen sääntely oli hajanaista ja AIF-rahastojen jakelu ja markkinointi Euroopassa edellyttivät monenkirjavan sääntelyn noudattamista maasta riippuen.

Vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin jäljiltä EU:ssa tunnistettiin tarve säännellä korkeariskistä ja talouden vakaata toimintaa horjuttavaa toimintaa rahoitusmarkkinoilla. Rahasto-toimintaa ei pidetä keskeisenä kriisin aiheuttajana, mutta niiden sääntely on osa kokonaisuutta, jolla riskienhallintaa on pyritty parantamaan. (Euroopan parlamentti 2010)

AIFM-direktiiviin taustalla on ollut kolme päätarkoitusta. Direktiivillä on tarkoitus saattaa AIF-toiminta valvonnan alaiseksi ja lisätä siten sen läpinäkyvyyttä. Toisena tavoitteena on sijoittajien parempi suojaaminen ja riskisimmän toiminnan vähentäminen. Lisäksi direktiivillä tavoitellaan UCITS-markkinoita vastaavaa eurooppalaista yhteismarkkinaa AIF-rahastoille. (Euroopan parlamentti 2010) AIFM-direktiivillä täytettiin käytännössä sääntelemättömien rahastojen aukko Euroopassa. Samalla eri tyyppisten rahastojen sääntelyt lähentyivät toisiaan. Siinä missä AIFM-direktiiviin on omaksuttu periaatteita UCITS-sääntelystä, UCITS V -direktiivin katsotaan saaneen vaikutteita AIFM-direktiivistä (Beythan et al. 2012).

Sääntelyn lähtökohdat ovat AIFM-direktiivissä erilaiset verrattuna UCITS IV -direktiiviin. UCITS-sääntely on toteutettu yksityiskohtaisena tuotesääntelynä, missä sääntelyn kohteena on itse rahasto. AIFM-direktiivissä sääntelyn kohteena on sen sijaan rahastonhoitaja ja sääntely on luonteeltaan yleisempää (Kulms 2016). Direktiivissä todetaankin suoraan, ettei sillä säännellä itse AIF-rahastoja, koska se olisi liian mittava ja vaikea toteuttaa rahastojen laajan kirjon takia. Puitesääntelyn hyötyinä on sen parempi mukautuminen muuttuviin tilanteisiin, joskin sen noudattaminen edellyttää yksityiskohtaista sääntelyä enemmän tulkintaa (Syyrilä 2002).

Päätös säännellä rahastonhoitajia rahastojen sijaan saa ymmärrystä lakiteknisesti, mutta sisältää ongelmia yhteismarkkinoiden kehityksen kannalta (Kari 2014). Direktiivi lisää AIF-hoitajia koskevia velvoitteita ja yhtenäistää sääntelyä, mutta ei vähennä eroja erityyppisten

AIF-rahastojen kesken. AIFM-direktiivi vaikuttaa rahastotasolla esimerkiksi säilytysyhteisövelvoitteiden kautta, mutta tuotesäntely on jätetty pääosin jäsenvaltioiden päätäntävalan alaisuuteen (Hilden et al. 2014). Näin ollen kansalliset ratkaisut ja erot rahastotyyppien sääntelyssä maiden välillä säilyvät direktiivistä huolimatta.

AIF-sääntelyn laaja sääntelyala luo haasteita sääntelyn toimivuudelle. Karin (2014) mukaan yritys puuttua yhden tyyppisen toiminnan ongelmiin laajan soveltamisalan sääntelyllä ei välttämättä puolla toisen tyyppistä toimintaa. Myös Euroopan komissio (2009) on tunnistanut sääntelyhankkeen laajan sääntelyalan muodostamat haasteet. Komissionkaan mukaan yksi sääntelymalli ei sovi kaikille, vaikka direktiivillä se onkin pyritty toteuttamaan. AIFM-direktiiviä pidetään esimerkkinä EU-sääntelylle tyyppillisestä monimutkaisesta kompromissista (Hyvärinen 2012).

AIF-rahastojen, erityisesti hedgerahastojen sääntelyyn on suhtauduttu vaihtelevasti. Toisten mielestä rahoitusmarkkinat ovat aina lähtökohtaisesti epävakait, jolloin lainsäätäjien on lähestulkoon mahdotonta saada viitteitä markkinahäiriöistä ja näin puuttua epäkohtiin (Johnston 2015). Toisten tutkijoiden mukaan sääntelytarve on laajalti tunnistettu ja pohdittavana on enemmän sen laajuus ja ankaruus (Woll 2013).

Kevyempää sääntelyä puolustetaan sillä, että rahastot pystyisivät toimimaan enemmän markkinoiden kuin lainsäätäjän asettamien strategioiden mukaisesti. Shadabin (2009) mukaan rahastojen parempi menestys joustavamman sääntelyn piirissä suojaa sijoittajia paremmin kuin rajoittava sääntely ja heikompi menestys.

Sijoittajansuojan tarve on kuitenkin kasvanut ajan myötä. Aiemmin sitä ei ole pidetty yhtä tärkeänä osana rahastosääntelyä, koska monimutkaisemmat sijoitustuotteet ovat olleet lähinnä ammattimaisten sijoittajien käytettävissä. Myöhemmin tuotteita on alettu myymään laajemmalle sijoittajajoukolle ja sijoittajansuoja on noussut keskeisempään rooliin. Sijoittajansuojaa on pyritty parantamaan lainsäädännöllisin keinoin, koska tuotteiden riskit ovat osittain vaikeasti ymmärrettäviä (Berkel 2008). Ratkaisuina on pidetty muun muassa rahastojen laajempaa tiedonantovelvollisuutta ja sijoittajaluokittelua (Fagetan 2012).

Vastaavasti markkinoiden vakaus on suuremmassa roolissa kuin ennen, koska markkinat ovat aiempaa integroituneempia toisiinsa (Fagetan 2012). Hedgerahastojen koetaan voimistavan erilaisia markkinareaktioita ja suurten rahastojen ongelmat voivat välittyä rahoitusmarkkinoilla eteenpäin esimerkiksi rahastojen vastapuolena olevien pankkien kautta. (Garbaravicius, Dierick 2005) Berkelin (2008) mukaan AIF-rahastojen läpinäkyvyyttä tulisi lisätä ja esimerkiksi vivutukselle pitäisi asettaa tarkempia rajoituksia.

Siinä missä raskas sääntely lisää sijoittajansuojaa, heikentää se rahastojen tehokkuutta. Kasvava hallinnollinen taakka nostaa kustannuksia ja laskee rahastojen tuottoja. Toisaalta tiukempi sääntely lisää eri sidosryhmien luottamusta toimintaa kohtaan, mikä voi osaltaan parantaa kilpailuasemaa.

## **2.2. Mahdollisuudet poiketa yhteissääntelystä**

Yhteissääntelyn tarkoituksena on luoda yhteinen sääntelypohja ja yhdenmukainen kilpailuasema eurooppalaisille rahastomarkkinoille. EU-sääntelyyn on kuitenkin jätetty avoimia kohtia jäsenvaltioiden itsensä päätettäväksi. Mahdollisuudet poiketa yhteissääntelystä ovat monenkeskisen sääntelyn lopputulos. Poikkeukset mahdollistavat paikallisten erojen huomioimisen, mutta lisäävät eroja maiden välillä. Toisaalta sääntelyyn sisällytettyä joutavuutta on katsottu käytetyn protektionistisesti ja yhteismarkkinoiden toimintaa heikentävästi (EFAMA 2016).

UCITS-sääntely on kehittynyt nykyiseen muotoonsa yli 30 vuotisen historiansa aikana ja jäsenvaltioiden sääntely on yhtenäistynyt sen myötä. Direktiiviin sisältyy kuitenkin edelleen varaus soveltaa paikallisesti direktiiviä ankarampia tai laajempia vaatimuksia. Lisävaatimusten tulee olla kuitenkin yleisesti sovellettuja ja ristiriidattomia direktiivin kanssa. (UCITS IV -direktiivi 1 artikla) Poikkeusmahdollisuudet ovat laajat ja jäsenvaltiot voivat esimerkiksi asettaa vapaasti rajoituksia rahastojen oikeudelliselle muodolle.

UCITS IV -direktiivissä on erikseen säädetty jäsenvaltioiden mahdollisuudesta sallia rahastoyhtiöiden toimintojen ulkoistaminen kolmannelle osapuolelle. Direktiivin mukaan rahastoyhtiö ei saa siirtää toimintoja kuitenkaan siinä laajuudessa, että yhtiö menettää todellisen toiminnallisuutensa. (UCITS IV -direktiivi 13 artikla) Ulkoistamisen salliminen on pitkälti

jäsenvaltiokohtaista. Suomessa toimintojen ulkoistaminen on lainsäädännössä sallittu, jos se ei aiheuta ongelmia riskienhallinnalle, sisäiselle valvonnalle tai rahastoyhtiön liiketoiminnan hoitamiselle (Sijoitusrahastolaki 29.1.1999/48 26a §).

Suomessa sijoitusrahastolaki (SRL) sisältää useita kansallisia poikkeuksia. Suomessa UCITS-rahastoissa tulee olla vähintään 50 osuudenomistajaa ja vähintään kaksi miljoonaa euroa pääomia (SRL 27 §). Hallituksen esityksessä Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta (HE 59/1996 vp) vaatimusta osuudenomistajista perusteltiin sillä, että rahastoja käytettäisiin yhteissijoittamiseen, eikä yksittäisten sijoittajien verosuunnitteluun. Pääomavaatimuksella puolestaan on pyritty estämään niin sanottujen pöytälaatikkorahastojen olemassaolo. (HE 59/1996 vp)

Keskeisissä rahastomaissa vähimmäispääomavaatimukset ovat tavanomaisia, mutta sijoittajien lukumäärää rajoitetaan harvemmin. Sijoittajien määrästä on tietyn edellytyksin mahdollista poiketa myös Suomessa, joten sääntelyn tarpeellisuus voidaan nykyisellään kyseenalaistaa. Vastaavasti SRL:iin sisältyy yhteissääntelyä huomattavasti laajempaa sääntelyä rahastoyhtiöiden ylläpitämästä rahasto-osuusrekisteristä (SRL 9 luku). Vaatimuksia rekisteristä on pidetty ongelmallisina varsinkin ulkomaisten sijoitusten hankinnan kannalta (Virta 2016).

AIFM-direktiivissä jäsenvaltioiden mahdollisuudet poiketa yhteissääntelystä on määritelty asiakohtaisesti. On kuitenkin huomattava, että raja koskee AIF-hoitajia, eikä AIF-rahastoja, joita jäsenvaltiot sääntelevät lähtökohtaisesti itse. AIF-rahastoja koskevat paikalliset lisävaatimukset eivät kuitenkaan saa estää muualla sijoittautuneiden ja eri sääntelyn alaisena toimivien AIF-rahastojen markkinointia ammattimaisille asiakkaille kyseisessä maassa (AIFM-direktiivi 10 alkuehto). Kyseinen ehto on siinä mielessä merkittävä, että se mahdollistaa hyvin erilaiset sääntelyratkaisut ja erot Euroopan sisäisillä markkinoilla. Samalla ehto kuitenkin edellyttää niin sanottua syrjäntäkieltoa markkinoinnin suhteen, mikä lisää painetta yhtenäisempään sääntelyyn.

AIFM-direktiiviin on sisällytetty kevennettyä sääntelyä, jota jäsenvaltiot voivat soveltaa pienempien AIF-hoitajien kohdalla. Niin sanottua rekisteröintimenettelyä voidaan soveltaa

AIF-hoitajiin, jotka suoraan tai välillisesti hoitavat AIF-rahastoja, joiden hoidetut varat alittavat 100 miljoonaa euroa vivutus mukaan luettuna tai joiden hoidetut varat alittavat 500 miljoonaa euroa vivuttamattomina ja joissa lunastusoikutta ei voi käyttää viiden ensimmäisen vuoden aikana alkusijoituksesta. (AIFM-direktiivi 3 artikla)

Rekisteröintimenettely mahdollistaa pienten AIF-hoitajien toiminnan toimiluvallista toimintaa huomattavasti kevyemmin velvollisuuksin. Rekisteröityneen rahastonhoitajan kannalta ongelmalliseksi muodostuvat rahaston markkinointi yli rajojen ja kohdeasiakkaiden rajaus. Rekisteröityneellä AIF-hoitajalla ei ole mahdollisuutta markkinoida rahastoja muissa EU-maissa pelkän ilmoitusmenettelyn nojalla. Lisäksi kyseiset toimijat voivat markkinoida rahastoja pääsääntöisesti vain ammattilaisille asiakkaille. (Hilden et al. 2014) Kritiikkiä on annettu myös alhaisille pääomarajoille, joiden piirissä rekisteröityminen on mahdollista (EVCA 2009).

Rekisteröitymismahdollisuus on otettu laajalti käyttöön Euroopassa. Rekisteröityminen on mahdollista esimerkiksi Suomen, Luxemburgissa ja Irlannissa. Sen sijaan merkittävänä AIF-rahastojen kotipaikkana Saksa ei ole sallinut kevennettyä menettelyä. (Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi 94/2013 vp) Rekisteröintimenettelyn salliminen Suomessa on hyvin merkityksellistä, koska suurin osa suomalaisista AIF-hoitajista on sen piirissä (Kari 2014). Menettelyn myötä hallinnollinen taakka on huomattavasti kevyempi paitsi AIF-hoitajilla myös Suomen valvovalla viranomaisella, Finanssivalvonnalla (FIVA).

Markkinointisääntelyn osalta AIFM-direktiivissä on tehty selkeästi erilainen linjaus UCITS IV -direktiiviin verrattuna. UCITS IV -direktiivi sääntelee rahastojen markkinointia kaikille sijoittajille, kun AIFM-direktiivissä lähtökohtana pidetään ammattimaisia sijoittajia. AIFM-direktiivi jättää jäsenvaltioiden päätettäväksi, sallivatko ne AIF-rahastojen markkinoinnin ei-ammattimaisille asiakkaille alueellaan. Jos markkinointi on sallittua, jäsenvaltiot voivat määrätä sijoitusrahastoille tai niiden hoitajille tiukempia vaatimuksia kuin mitä direktiivi ammattimaisten sijoittajien kohdalla edellyttää. (AIFM-direktiivi 43 artikla)

AIF-rahastojen markkinointi ei-ammattimaisille sijoittajille on sallittu Suomessa tietyin edellytyksin. AIF-hoitajan tulee olla lähtökohtaisesti toimiluvallinen ja markkinoitavasta rahastosta tulee laatia avaintietoesite. ETA-valtion ulkopuoliselle AIF-rahastolle voidaan myöntää markkinointilupa vain erityisen painavasta syystä. Lisäksi rahastojen juridiselle muodolle ja ennakkomarkkinoinnille on asetettu rajoitteita (AIFML 13 luku).

Edellä mainittujen säännösten lisäksi jäsenvaltiot voivat soveltaa paikallista sääntelyä AIF-direktiivin nojalla liittyen lisävaroihin ja liitännäispalveluihin. AIF-hoitajien tulee kerätä omia lisävaroja, kun sen hoidettavien rahastojen arvo ylittää 250 miljoonaa euroa. Jäsenvaltiot voivat sallia näiden varojen kattamisen luottolaitoksen tai vakuutusyrityksen takauksella 50 prosenttiin asti. (AIFM-direktiivi 9 artikla)

Jäsenvaltioiden niin päätettäessä, ulkopuolisille rahastonhoitajille voidaan sallia sijoitussalkkujen hoitaminen sekä liitännäispalveluina sijoitusneuvonta, rahasto-osuuksien säilytys ja hallinnointi, ja toimeksiantojen vastaanottaminen ja välittäminen. (AIFM-direktiivi 6 artikla) Liitännäispalveluiden salliminen lisää rahastonhoitajan mahdollisuuksia tarjota liike-toimintaa tukevia palveluita asiakkailleen.

Kaiken kaikkiaan Suomessa tehtyjä valintoja AIFM-direktiivin implementoinnissa voidaan pitää melko liberaaleina. AIFML sisältää kuitenkin joitakin tiukkojakin kansallisia linjauksia, kuten hyvin rajallisen mahdollisuuden markkinoida kolmansista maista tulevia AIF-rahastoja. (Kari 2014) Kansallisten linjausten haastavuus liittyy paikallisen ja rajan ylittävän toiminnan yhteensovittamiseen. Poikkeavalla sääntelyllä voidaan huomioida paikallisen toimiympäristön erityiset piirteet, mutta saatetaan heikentää edellytyksiä kilpailla kansainvälisillä rahastomarkkinoilla.

### **3. MUUT SÄÄNTELYYN LIITTYVÄT KILPAILUKYKYTEKIJÄT RAHASTOMARKKINOILLA**

EU-tasoiset UCITS- ja AIF-sääntelyt edustavat suoraa eri rahastotyyppistä sääntelevää yhteissääntelyä, jotka ovat implementoitu tietyin poikkeuksin kansallisiin lainsäädäntöihin. Näiden lisäksi rahastojen ja rahastonhoitajien kannalta keskeistä sääntelyä on yhtiö- ja verosääntely. Kyseinen lainsäädäntö on EU:ssa paikallista ja sisältää eroja jäsenvaltioiden välillä. Sääntelyllä on keskeinen merkitys rahastojen hallinnolliseen taakkaan ja sitä kautta kustannusrakenteeseen. Kustannustekijöillä on puolestaan moniulotteisia vaikutuksia rahastotoiminnan kilpailukykyyn.

Erilaisen yhteissääntelyn implementoinnin ja paikallisen sääntelyn seurauksena maiden välinen kilpailukykyisyys rahastojen kotipaikkana on eriytynyt. Rahastomarkkinoiden keskittymisen perusteella Luxemburg ja Irlanti ovat suhteellisesti kokoaan suurempia rahastomaita ja muita kilpailukykyisempiä houkuttelemaan toimintaa alueelleen (EFAMA 2017).

#### **3.1. Juridiset rakenteet**

Yhteissääntely ei määrittele tarkkoja vaatimuksia rahastojen juridisille rakenteille tai yhtiömuodoille. Näin ollen vastuu toiminnan järjestämismahdollisuuksista on jätetty jäsenvaltioiden vastuulle. Osa EU:n jäsenvaltioista on toiminut aktiivisesti ja kehittänyt rahastojen toimintaa varten suunniteltuja yhtiörakenteita (mm. Capocci ja Toussaint 2016, Thornton ja Twomey 2015). Sittemmin erot toiminnan järjestämismahdollisuuksissa on tunnistettu merkittäviksi rahastojen keskittymistä aiheuttavaksi tekijäksi Euroopan sisämarkkinoilla (VM 2016, Clarkson et al. 2014).

##### **UCITS-rahastot**

UCITS-direktiivi sallii UCITS-rahaston perustamisen kolmella eri tavalla: sopimusoikeudellisesti, yhtiöjärjestykseen perustuen tai trustina. Sopimusoikeudellisesti rahasto voidaan järjestää rahastoyhtiön hoidossa olevana rahastona (sopimusmalli). Yhtiöjärjestyksen nojalla UCITS-rahasto voi toimia erillisenä sijoitusrahastona tai sijoitusyhtiönä (sijoitusyhtiömalli).



Erillinen sijoitusrahasto tarvitsee hoitajakseen hyväksytyyn rahastoyhtiön, kun taas sijoitusyhtiö voi toimia joko itsenäisenä tai rahastoyhtiön hoidettavana. Lisäksi UCITS-rahasto voi toimia trusteja koskevan sääntelyn nojalla. (UCITS IV -direktiivi 1 artikla)

Sopimusmallissa rahasto perustetaan ilman erillistä yhtiörakennetta rahastoa hallinnoivan, tavallisimmin osakeyhtiömuotoisen toimijan alaisuuteen. Sijoittajista ei tule rahastoyhtiön omistajia, vaan omistussuhde erillisen rahasto-omaisuuteen on toteutettu välillisesti. (Reid 2006) Tässä mallissa osuudenomistajan mahdollisuudet vaikuttaa rahaston toimintaan ovat rajalliset (Turtiainen 2004).

Sijoitusyhtiömallissa rahastonhoitaja ja rahasto toimivat tyypillisesti eriytettyinä, joten rakenne on juridisesti selkeämpi kuin sopimusmallissa. Sijoittajat toimivat yhtiömuotoisen rahaston omistajina ja rahastoyhtiö hallinnoi rahastoa. Viime kädessä sijoittajat valitsevat sijoitusyhtiön hallituksen, jolloin heillä on sopimusmallia enemmän suoraa vaikutusvaltaa rahaston toimintaan (Turtiainen 2004). Etenkin vaihtuvapääomaiset yhtiömuodot toimivat joustavana välineenä rahastotoiminnassa. Niissä yhtiön pääoma voi vaihtua joustavasti sijoittajien ja sijoitettavan summan muuttuessa (Gupta et al. 2008).

Trustien käytöstä yhteisen sijoitustoiminnan järjestämisessä on historiaa Euroopassa lähinnä common law -järjestelmää käyttävissä maissa, kuten Iso-Britanniassa ja Irlannissa. Trustin omistaa niin sanottu trustee ja sitä hoitaa hallinnointiyhtiö edunsaajien (beneficial owners) hyväksi. Trustien hyötyinä pidetään sen tehokasta hallinnointimallia. (Kulms 2016) Toisin kuin sijoitusyhtiö, trusti toimii ilman omaa hallitusta ja muutoksia esimerkiksi trustin säännöissä voidaan toteuttaa ilman osuudenomistajien hyväksyntää (IF 2015).

Luxemburgissa UCITS-rahasto voidaan perustaa sopimusmallilla (FCP) tai vaihtuva- tai kiinteäpääomaisena sijoitusyhtiönä (SICAV ja SICAF) (ALFI 2015). Irlannissa vaihtoehtoina ovat näiden lisäksi trustit ja rahastoille suunnattu erityinen ICAV-yhtiörakenne (IF 2017A). Suomessa UCITS-rahaston toiminnan järjestäminen rajoitettu SRL:ssa ainoastaan sopimusmalliin (VM 2016). Näin ollen keskeiset rahastomaat tarjoavat Suomea laajemmat mahdollisuudet järjestää UCITS-toimintaa.

## **AIF-rahastot**

AIFM-direktiivi ei määrittele erityisiä vaatimuksia AIF-rahastojen tai -hoitajien juridisen rakenteen tai yhtiömuodon suhteen. AIFM-direktiivi sallii AIF-rahastojen toimia UCITS-sääntelystä käytettyjen organisointimallien lisäksi muussa oikeudellisessa muodossa. (AIFM-direktiivi 1, 3 artikla)

Eri maissa on omaksuttu erilaisia tapoja luokitella AIF-rahastoja. Keskeisistä rahastomaista Luxemburgissa on AIF-rahastoille tarjolla neljä eri juridista rakennetta, jotka on kehitetty eri tarkoituksiin. AIF-rahasto voi olla rakenteeltaan yhteissijoitushanke (UCI), erikoissijoitusrahasto (SIF), riskipääomasijoitusyhtiö (SICAR) tai erillinen AIF-rahasto (RAIF). Lisäksi kyseisistä rahastoista suurin osa voi toimia valintansa mukaan yleisenä (FCP), vaihtuva- tai kiinteäpääomaisena rahastona. SICAR rahasto voi puolestaan toimia erillisenä yhtiönä. (KPMG 2016) Toisin kuin Suomessa, valtaosaa luxemburgilaisista rahastomuodoista säädel-  
lään erillisin laein.

Irlannissa rahaston luokittelu tapahtuu usealla eri tasoilla. Ensimmäiseksi AIF-rahasto määritellään sen kohdesijoittajien perusteella vähittäissijoittajarahastoksi (RIAIF) tai ammatti-  
laissijoittajarahastoksi (QIAIF). Näiden alaisuudessa AIF-rahasto voi toimia joko sijoitusyh-  
tiönä, sijoitusyhteenliittymänä (ILP), trustina tai erityisissä ICAV- tai CCF-muodoissa. (IF  
2015)

Suomessa erillisinä AIF-rakenteina tunnustetaan erikoissijoitusrahastot ja kiinteistörahastot. Muut rahastot toimivat yleisesti AIF-sääntelyn alaisena. Ennen AIFML:n säätämistä erikoissijoitusrahastot olivat SRL:n alaisuudessa, mutta AIFML:n myötä ne tulivat osaksi AIF-  
rahastoja. Tämän seurauksena erikoissijoitusrahastojen sääntely on jakautunut sekä SRL:iin  
että AIFML:iin. (HE 94/2013 vp, VM 2016) Ainoastaan kiinteistörahastoja säännellään eril-  
lisellä tuotelailla, kiinteistörahastolailla (KRL 19.12.1997/1173).

Eri puolilla Eurooppaa AIF-rahastoja luokitellaan juridisten rakenteiden ohella myös kohde-  
sijoittajaryhmän perusteella. Sijoittajajoukkoa rajataan asettamalla rahastoille erilaisia vaa-  
timuksia, kuten korkeita vähimmäissijoitusmääriä tai ammattilaisuusvaatimuksia. Rajoituk-  
silla pyritään tavoittamaan niin sanottu kokeneiden sijoittajien luokka. Kyseistä ammatti-  
maisten ja ei-ammattimaisten sijoittajien väliin asettuvaa sijoittajaryhmää ei pidetä täysin

ongelmattomana, koska heille tarjottavissa tuotteissa sijoitettavat määrät ovat suuria ja tuotteisiin liittyvät riskit usein korkeita. Tuotteiden rajausta kokonaan ammattimaisille sijoittajille ei silti pidetä toimivana, koska luokittelukriteerien vuoksi ammattimaisten sijoittajien luokka on melko suppea. (Syyrilä 2002)

Nandan et al. (2000) ovat tarkastelleet juridisen muodon vaikutusta rahastonhoitajan tuottojen ja rahastoon virtaavien sijoitusten kannalta. Tutkimuksen mukaan sopivan rakenteen valinnalla voidaan parantaa sekä sijoittajien että rahastonhoitajien tuottoja. Toisaalta tulos on riippuvainen sijoittajien likviditeettitarpeista, eikä sitä voida yleistää laajemmin kaikkiin rahastoihin. (Nanda et al. 2000)

Hedgerahastoissa yksittäisten juridisten rakenteiden ei ole tunnistettu johtavan systemaattisesti parempaan suorituskykyyn. Henkilöyhtiömuotoiset rahastot suoriutuvat osalla markkinoista sijoitusyhtiöinä toimivia rahastoja heikommin. Toisaalta henkilöyhtiömuotoisten rahastojen suosio näyttää vähentyvän sitä enemmän mitä suurempi rahasto on kyseessä (Gupta et al. 2008). Löydökset puoltavat näkemystä, että rahaston sopiva juridinen rakenne riippuu rahastokohtaisista ominaisuuksista.

Juridisen muodon ja yhtiömuodon vaikutus rahaston kilpailukykyyn on moniulotteinen. Valinta on erilaisten tekijöiden summa, johon vaikuttavat sekä lainsäädännölliset, verotukselliset, kirjanpidolliset että operationaaliset tekijät (Gupta et al. 2008). Sääntelyn rooli asiassa on kaksijakoinen. Toisaalta se voi rajoittaa toiminnan järjestämistä, toisaalta tarjota vaihtoehtoja toiminnalle. Euroopassa on havaittavissa erilaisia lähestymistapoja juridisten rakenteiden suhteen. Suuret rahastomaat, kuten Irlanti ja Luxemburg, tarjoavat laajan valikoiman rahastorakenteita, kun taas esimerkiksi Suomessa toimintaa säännellään yleisemmällä tasolla. Erot liittyvät laajemmin sääntelyjärjestelmään. Osassa valtioita luotetaan yksityiskohtaisiin tuotelakeihin ja toisaalla yleisempään puitesääntelyyn.

### **3.2. Verotus**

EU:n jäsenvaltiot käyttävät itse välitöntä verotusoikeutta, joten verotuskäytännöt poikkeavat eri puolella Eurooppaa. Verotus aiheuttaa rahastoille erilaisia velvoitteita ja eroja rahastojen väliselle kilpailukyvyille yhteismarkkinoilla. Verotukselliset käytännöt tunnistetaan

keskeiseksi kilpailukykytekijäksi rahaston kotipaikan valinnassa (mm. VM 2016, Clarkson et al. 2014, Lang et al. 2013). Vastaavasti verotuksella on todettu olevan toimialatasolla merkittävä vaikutus keskeisten rahastomaiden kasvuun (Cumming et al. 2009).

Verotukselliset tekijät rahastotoiminnassa ovat moniulotteiset. Verokysymykset voidaan jaotella rahastonhoitajaa, rahastoa ja sijoittajia koskevaan verotukseen. Rahastonhoitajan verotuksessa merkittäviä tekijöitä ovat kotipaikan yritysverotuksen taso ja rakenne. Itse rahaston kannalta keskeisiä ovat rahaston tuottojen verokohtelu ja rahaston mahdollinen muu verotus. Sijoittajia ja rahastoja koskee ulkomailta tai ulkomaille maksettavien tuottojen lähdeverotus. (EFAMA 2016)

Euroopan komission (2015) mukaan vaihtelevat verotuskäytännöt aiheuttavat toisaalta alueellisia eroja, mutta myös hidastavat rahastojen liikkuvuutta Euroopassa. Investment Associationin (2014) näkemyksen mukaan kotipaikan verotuksellinen kilpailukyky liittyy ennen kaikkea itse rahaston verotuksen tehokkuuteen, mutta myös rahastonhoitajan yritysverotuksella on vaikutusta.

### **Rahastonhoitajien verotus**

Yritysverotuksen rakenteessa on eroja Suomen ja keskeisten eurooppalaisten rahastomaiden välillä. Suomessa ja Irlannissa yritysverotus koostuu yksinkertaisesta verokannasta. Suomessa veroaste on 20 prosenttia, kun se Irlannissa on lähtökohtaisesti 12,5 prosenttia. (EY 2017)

Suurista rahastomaista Saksassa ja Luxemburgissa noudatetaan moniportaista yritysverotusta. Saksassa yritysverotus koostuu yleisestä yritysverosta (corporate income tax), solidaarisuusverosta (solidarity tax) ja kunnallisesta kauppaverosta (trade tax), jonka myötä yritysten kokonaisveroaste vaihtelee yhtiön sijainnista riippuen 23 ja 33 prosentin välillä, ollen keskimäärin noin 30 prosenttia. Luxemburgissa yhtiöiden tuloverotus koostuu kolmesta osasta: yritysverosta, kunnallisesta yritysverosta (municipal business tax) ja varallisuusverosta (net wealth tax). Kokonaisveroaste riippuu yrityksen tuloksesta ja sijainnista ja on keskimäärin noin 27 prosenttia vuonna 2017. (EY 2017)

Rahastonhoitajien verotuksessa kysymys kotipaikan kilpailukyvyistä linkittyy laajempaan kokonaisuuteen yritysverotuksen eroavaisuudesta yhteismarkkinoilla. Maiden välinen kilpailu yritysverotuksessa on nostanut päätään Euroopan yhtenäistymisen syventyessä. Simonsin (2006) mukaan verotuksen yhdentymisen voi tapahtua joko kansainvälisen yhteistyön tai markkinavoimien eli verokilpailun kautta. Tutkijan mukaansa sekä lakisääteiset että efektiiviset yritysveroasteet ovat laskeneet kilpailun myötä Euroopassa.

Tutkiessaan yritysverotuksen vaikutusta yhtiöiden liikkuvuuteen Euroopassa Haufler ja Stähler (2013) ovat todenneet hyvin pärjäävien yhtiöiden hakeutuvan matalamman verotuksen maihin. Löydösten mukaan liikkuvuus on nostanut yritysten kannattavuutta ja vastaanottavien maiden verokertymää. Samalla kilpailu yhtiöistä on johtanut alempaan yritysverotuksen tasoon (Devereux et al. 2002). Toisaalta verokilpailu näyttäisi tapahtuvan pääosin läntisen Euroopan maiden kesken, eikä Itä-Euroopassa tehtävillä muutoksilla ole merkittävää vaikutusta kilpailuun (Cassette ja Paty 2008).

Rahastotoiminnan arvonlisäverokäytännöt juontuvat eurooppalaisesta yhteissäätelystä, arvonlisäverodirektiivistä (ALV-direktiivi 2006/112/EY). Direktiivin nojalla jäsenvaltioiden on vapautettava erityisten sijoitusrahastojen hallinnointi arvonlisäverosta (ALV-direktiivi 135 artikla). ALV-direktiivin pakottavan sääntelyn myötä rahastotoiminnan ALV-käytännöt ovat yhtenäistyneet.

Määritelmiä erityiselle sijoitusrahastolle ja sääntelyn käsittämälle hallinnoinnille on haettu oikeuskäytännön kautta EU- ja paikallisella tasolla. Erityisiksi sijoitusrahastoiksi on Euroopan unionin tuomioistuimessa luettu UCITS- ja AIFM-direktiivien mukaiset rahastot, jotka toimivat viranomaisen valvonnan alaisina (mm. EUT C-424/11, C-595/13). Suomessa vastaavaa oikeuskäytäntöä on luotu UCITS-rahastojen osalta korkeimman hallinto-oikeuden (KHO) päätöksellä 2014:194 ja AIF-rahastojen osalta päätöksellä 2016:69.

Sijoitusrahastojen ALV-vapaaksi hallinnoinniksi on katsottu palvelut, jotka muodostavat erillisen ja erityisen osan sijoitusrahaston hallinnasta. Tällaisiksi palveluiksi on luettu esimerkiksi tiedotus ja sijoitusneuvonta (EUT C-169/04, KHO 2.10.2006/T2534).

## Rahastojen verotus

Suurissa rahastomaissa rahastot toimivat juridisesta muodosta riippumatta lähtökohtaisesti verovapaina. Irlannissa rahastojen kohdalla noudatetaan täyttä verovapautta (IF 2017B). Luxemburgissa rahastot on vapautettu pääosin yritysverotuksesta. Pääomasijoitustoimintaa harjoittavien SICAR- ja RAIF-rahastojen osalta rahastojen tarkoituksenmukaisten riskipääomasijoitusten tuotot ovat verottomia ja muut tulot normaalin tuloveron alaisia. Luxemburgilaiset rahastot ovat velvollisia maksamaan erillistä merkintäveroa (subscription tax) suhteessa varallisuuteensa. Merkintävero määräytyy rahastotyyppin mukaan ja on 0,01 tai 0,05 prosenttia rahaston nettovarallisuudesta vuosittain. Osa UCITS-rahastoista, kuten indeksirahastot, on vapautettu merkintäverosta. (KPMG 2016) Erillinen merkintävero heikentää Luxemburgiin sijoittuneiden rahastojen kilpailukykyä, joskin sen vaikutus on melko marginaalinen.

Suomessa rahaston verotus riippuu sen juridisesta muodosta. UCITS-rahastot ja erikoissijoitusrahaston muodossa toimivat AIF-rahastot ovat erillisiä verovelvollisia, mutta tuloverolain (TVL 30.12.1992/1535 20 §) mukaan verovapaita yhteisöjä. Näin ollen kyseiset rahastot toimivat niin sanottuna läpivirtausyksikkönä, eivätkä kannan veroa tuloistaan. Lisäksi OY-muotoiset kiinteistörahastot ovat tietyn edellytyksin vapautettu suorittamasta tuloveroa voitoistaan (KRL 4 §). TVL:n linjauksen myötä erillisenä osakeyhtiönä toimivaa AIF-rahastoa ei pidetä läpivirtausyksikkönä, jolloin se on verovelvollinen saamistaan tuloista. Näin ollen erillisenä osakeyhtiönä toimiva AIF-rahasto on verotuksellisesti heikommassa asemassa UCITS- ja erikoissijoitusrahastoihin nähden.

Rahaston verotuksella on tunnistettu olevan negatiivinen vaikutus rahaston kilpailukykyyn. Cappellettin, Guazzarottin ja Tommasinon (2014) tutkimuksen mukaan rahastojen verotuksen poistamisella on ollut positiivinen vaikutus italialaisten rahastojen kilpailukykyyn. Aiemman verotuskäytännön mukaan rahastojen tuottoja verotettiin suoraan rahaston kautta vuosittain rahaston tulonjaosta riippumatta. Vuonna 2011 verotus muutettiin tapahtuvaksi vasta sijoittajan realisoidessa rahasto-omistuksiaan. Verotuskäytännön muutos lisäsi rahastojen keräämiä nettosijoituksia veromuutoksen vaikutusta enemmän. (Cappelletti et al. 2014)

Rahaston näkökulmasta keskeinen merkitys on lisäksi sillä, ovatko sen tulot lähdeveron alaisia. Rahastojen sijoittaessa ulkomaisiin kohteisiin rahaston tuottoja verotetaan maasta riippuen eri käytännöin. Tehokkaimmillaan sijoitustuottojen verotus tapahtuu vasta viime-sijaisten sijoittajien eli osuudenomistajien kohdalla. Lähdeverotuksella on rahaston kan-nalta keskeinen merkitys, koska kasvavan verorasituksen on todettu korreloivan negatiivi-  
sesti rahastoon virtaavien sijoitusten kanssa (Bergstresser et al. 2002). Lähtökohtaisesti ve-  
rottomista tuloista nauttiva rahasto on verotettavaa toimijaa kilpailukykyisempi. Barkerin  
(2004) mukaan rahastojen erilainen verokohtelu on ollut muuten toimivan unioninsisäisen  
rahastokaupan esteenä.

Erilaisilla lähdeverokäytännöillä on heikennetty eri maissa toimivien rahastojen kilpailu-  
asetelmia. Esimerkiksi Ranskassa paikalliset rahastot ovat toimineet lähdeverotuksen ulko-  
puolella, kun kotipaikkaa muualla pitävien rahastojen tuottoja on verotettu 25 prosentin  
veroasteella. Vuonna 2012 Euroopan unionin tuomioistuin antoi langettavan tuomion use-  
assa verokohteluun liittyvässä asiassa (EUT C-338/11–C-347/11). Tuomioistuin katsoi, että  
sijoitusrahastojen erilainen kohtelu toimii vastoin pääomien vapaata liikkuvuutta ja on si-  
ten unionin lainsäädännön vastainen. Päätös on sittemmin johtanut useampaan tapauk-  
seen, jossa rahastotoimijat ovat hakeneet ja saaneet palautuksia epätasa-arvoisen vero-  
kohtelun seurauksena (KPMG 2014).

Haasteita lähdeverokysymykseen lisäävät tapauskohtaisesti epäselvyydet siitä, mitä paik-  
kaa pidetään rahaston kotipaikkana ja miten esimerkiksi rahasto-osuuksien listaus tai sijoit-  
tajien asuinpaikka vaikuttavat kotipaikan vahvistamiseen (EFAMA 2016). Joka tapauksessa,  
mitä enemmän rahastojen tuottoihin kohdistuu ylimääräistä verorasitusta, sitä enemmän  
sijoitustoiminta johtaa myös kaksinkertaiseen verotukseen. Verorasitus kertaantuu, jos ra-  
hastot eivät saa perittyä lähdeveroja takaisin ja sijoittajaa verotetaan hänelle maksettavista  
tuotoista oman verotuksensa mukaisesti.

### 3.3. Kustannustekijät

Rahastojen kuluilla on moniulotteisia vaikutuksia rahaston kilpailukykyyn. Osa kuluista syntyy lainsäädännön velvoitteiden täyttämisestä, kuten perustamiseen liittyvistä viranomaiskustannuksista ja arvopapereiden säilytyskustannuksista, osa rahaston operatiivisesta toiminnasta, kuten kaupankäynnistä ja rahaston hallinnoinnista. Toisaalta korkeammat kulut lisäävät rahastoyhtiöiden tuloja, toisaalta vähentävät sijoittajien tuottoja (Khorana et al. 2008). Rahastojen kulutasot vaihtelevat merkittävästi eri maissa, vaikka tarjottavat tuotteet ovat verraten samankaltaisia. Kulutasoon vaikuttavat muun muassa rahaston sijoituskohteet, sijoittajien luonne, sääntelyn ankuruus ja paikallisen toimialan koko.

Suuret rahastot ovat tyypillisesti pienempiä edullisempia ja institutionaalisille sijoittajille myytävät rahastot edullisempia kuin vähittäissijoittajille myytävät. Lisäksi useassa maassa myytävät rahastot ovat vain paikallisesti toimivia rahastoja kalliimpia. Toisaalta maiden väliset erot sääntelyssä, pankkijärjestelmässä ja varallisuudessa aiheuttavat eroja rahastojen hinnoissa. (Khorana et al. 2008)

Samantyyppisiä tuloksia on löydetty myös Suomesta. Suuret ja institutionaalisille sijoittajille tarjottavat rahastot ovat muun Euroopan tapaan myös Suomessa muita rahastoja edullisempia. Suomalaisilla rahastomarkkinoilla pankkien hallinnoimat vanhat rahastot veloittavat muita rahastoja suurempia kuluja. Kilpailun lisääntyminen EU-jäsenyyden seurauksena on kuitenkin laskenut kulutasoa. (Korkeamäki et al. 2004)

Rahastoihin liittyvästä tieteellisestä tutkimuksesta merkittävä osa on keskittynyt nimenomaan rahastojen kulurakenteen ja suorituskyvyn väliseen suhteeseen. Useiden tutkimusten valossa sijoitusrahastot eivät saavuta parempia tuottoja suhteessa markkinoihin keskimääräisesti (mm. Malkiel 1995, Barrat et al. 2010). Tällöin rahastojen kulut ainoastaan laskevat rahaston suorituskykyä, jolloin mahdollisimman kustannustehokas rahasto nauttii kilpailuedusta. Suomalaisilla rahastomarkkinoilla korkeamman kulurakenteen rahastot eivät ole tuottaneet edullisempia rahastoja paremmin, mikä puoltaa raskaan kulurakenteen negatiivista vaikutusta (Korkeamäki et al. 2004).



Toisaalta tutkimuksessa on keskitytty parhaiden pärjänneisiin rahastoihin ja niiden hoitajiin. Eri metodeilla on pyritty selvittämään, perustuuko joidenkin rahastojen menestys sattumaan vai yksilöllisiin taitoihin. Kosowskin (2006) mukaan parhaiten ja heikoiten pärjänneiden rahastojen suoriutumista ei pystytä selittämään vain onnella, vaan erot ovat rahastokohtaisia. Vastaavasti Chevalierin et al. (1999) mukaan osa rahastonhoitajista pystyy tuottamaan lisäarvoa toiminnallaan rahastojen kuluja enemmän. Näiden tutkimustulosten valossa kulut eivät välttämättä heikennä rahaston suoriutumista, jolloin kulutaso yksinään ei määritä rahastojen kilpailukykyisyyttä. Tutkimukset eivät kuitenkaan ota kantaa kulujen lähteeseen tai suuruuteen, jolloin niiden suhteellinen vaikutus rahaston kilpailukykyyn jää epäselväksi.

Rahastomarkkinoiden keskittyessä tiettyihin yhtiöihin ja maihin nousee kysymys skaalaetujen ja klusterivaikutuksen merkityksestä. Yleisen talousteorian mukaan yritys pystyy laskemaan keskimääräisiä kustannuksiaan lisätessään tuotantoon eli nauttimaan suuruuden ekonomiasta. Klusterivaikutuksen mukaan tarpeeksi suuri joukko saman toimialan yrityksiä samassa sijainnissa muodostaa niin sanotun klusterin ja saavuttaa kilpailuetua markkinoilla (Porter 1998).

Rahaston koon on todettu olevan positiivisesti yhteydessä rahaston suoriutumiseen. Suuret rahastot saavuttavat skaalaetuja ja pystyvät toimimaan pieniä rahastoja alemmalla kulurakenteella. (mm. Ang et al. 2001, Chen et al. 2004, Khorana et al. 2008) Näin ollen raskaan sääntelyn voi argumentoida edesauttavan suurten toimijoiden asemaa rahastomarkkinoilla. Velvoitteiden täyttämisen aiheutuvat rasitteet jakautuvat suuremmalle rahastomassalle.

Rahastot voivat myös lisätä markkinaosuuttaan siirtämällä skaalaetujen hyötyjä sijoittajille laskemalla sijoittajilta veloittavia kuluja. Kalliimmissa rahastoissa sijoittajien on tutkittu olevan sensitiivisempiä hinnoittelun suhteen kuin halvemmissä rahastoissa. Näin ollen kalliimpien rahastojen kohdalla hyötyjen jakaminen sijoittajille on merkityksellisempää rahaston menestyksen kannalta. (Khorana ja Servaes 2012)

Klusterivaikutuksesta rahastojen kilpailukykyyn on ristiriitaisia tuloksia. Keskeisiin rahastokeskuksiin sijoittuneet rahastot ovat pääsääntöisesti sijoittajille kalliimpia kuin paikalliset

rahastot (Khorana et al. 2008). Rahastot voivat silti saavuttaa erilaisia hyötyjä sijoittamalla kyseisiin maihin. Lähtökohtaisesti rahaston jakelu moneen maahan lisää kustannustasoa. Euroopan sisällä rahastojen jakelu Luxemburgista on kuitenkin havaittu halvemmaksi muihin maihin verrattuna. (Lang et al. 2011) Tällöin sijoittuminen keskeiseen rahastomaahan voi olla perusteltua varsinkin kansainväliseen levitykseen pyrkivän rahaston osalta. Hyödyt ja haitat ovat kuitenkin toimijakohtaisia ja riippuvat sekä rahaston että rahastonhoitajan toiminnasta.

## 4. TUTKIMUSMENETELMÄT JA -AINEISTO

### 4.1. Tutkimusasetelma ja -menetelmät

Tutkielmassa pyritään vastaamaan asetettuihin tutkimuskysymyksiin kvalitatiivisen eli laadullisen tutkimuksen keinoin. Laadullisen tutkimuksen tavoitteena on ymmärtää ja tulkita tutkimusaiheen eri näkökulmia. Laadullinen tutkimussuuntaus sopii tutkimusaiheisiin, joiden mittaaminen on vaikeaa. Kvalitatiivisilla menetelmillä on mahdollista tutkia aiheeseen liittyvää moninaista todellisuutta ja sen merkityksiä. Tutkimussuuntaus pystyy huomioimaan kontekstuaalisuuden ja kulttuuriset tekijät määrällistä tutkimusta kokonaisvaltaisemmin. (Hirsjärvi ja Hurme 2001 s.22-25)

Laadullisessa analyysissä aineistoa käsitellään kokonaisuutena, jonka avulla voidaan perehtyä aiheen rakenteeseen. Toisin kuin määrällisessä tutkimuksessa, laadullisessa tutkimuksessa argumentaatiota ei voida perustaa tutkimuskohteiden eroihin muuttujien suhteen. Tilastollisen yhteyksien sijaan laadullinen tutkimus edellyttää tutkimukseen liittyvien luotettavien seikkojen selvittämistä tulkinnan mahdollistamiseksi. (Alasuutari 2011 s.38)

Tämä tutkielma käsittelee laajaa ja monitahoista kokonaisuutta liittyen rahastotoiminnan sääntelyyn. Rahastotoimijoiden näkemyksiä sääntelyn toimivuudesta olisi mahdollista tutkia myös määrällisin menetelmin, mutta eri tekijöiden absoluuttista mittaamista ei pidetä mielekkäänä aiheen osittain subjektiivisen luonteen takia. Laadulliset menetelmät mahdollistavat myös syvällisemmän perehtymisen tutkimusaiheeseen. Tutkimuksen luonne ei tue hypoteesien asettamista, mikä puoltaa laadullisten menetelmien käyttöä.

Sääntely-ympäristöön vaikuttavat eri toimijoiden, kuten lainsäätäjän, rahastoyhtiöiden ja sijoittajien intressit. Myös paikallisella historialla ja kulttuurilla on oma merkityksensä sääntelyyn. Tutkimus käsittelee Suomen kilpailukykyisyyttä yhteismarkkinoilla, jolloin kontekstin huomioiminen on keskeinen osa tulkinnan mahdollistamista. Näin ollen laadullista tutkimusmenetelmää on pidetty sopivimpana menetelmänä tutkielman toteuttamiseen.

## 4.2. Aineiston hankinta, kuvailu ja käsittely

Tutkimuksen aineisto hankittiin haastatteluilla. Haastattelut ovat paljon käytetty laadullisen tutkimuksen aineistonhankinnan menetelmä, jonka avulla on mahdollista selvittää haastateltavien käsityksiä ja kokemuksia tutkittavasta aiheesta. Menetelmä mahdollistaa syventymisen aiheeseen sekä mielipiteiden ja taustalla vaikuttavien motiivien tarkastelun. (Hirsjärvi et al. 2001 s. 34-35, 41)

Haastattelut toteutettiin puolistrukturoituina teemahaastatteluina, jotka asettuvat muodollisuudessaan täysin strukturoidun ja avoimen haastattelun väliin. Puolistrukturoidulle haastattelulle ei ole yhtä vallitsevaa määritelmää. Haastattelut voidaan tehdä kaikille haastateltaville samoilla kysymyksillä, kysymyksiä muutamalla tai niiden järjestystä vaihdellen. Teemahaastatteluissa haastattelu voi edetä keskeisten teemojen ympärillä tarkkojen kysymysten sijaan. Teemahaastattelu sopii aineistonhankinnan välineeksi, kun kiinnostuksen kohteena on ennalta määrättyjen hypoteesien testaamisen sijaan tutkittavan ilmiön perusluonne, ominaisuudet ja hypoteesien löytäminen. (Hirsjärvi et al. 2001 s. 47, 66)

Valittua aineistonhankinnan menetelmää pidettiin tutkimukseen soveltuvimpana, koska se mahdollisti aiheen tarkastelun keskeisten sääntelyelementtien ympärillä melko vapaasti. Haastattelut toteutettiin aiheen teoriataustaan pohjautuen, mutta sen ei haluttu määrittävän haastateltavien vastausmahdollisuuksia. Teemahaastatteluiden avulla teemoihin pystyttiin syventymään yksittäisen haastateltavan kohdalla tarvittaessa eri laajuudella sekä saamaan tarkempia perusteluja näkemysten tueksi.

Haastatteluja varten laadittiin haastattelurunko teorialukujen mukaisten teemojen ympärille (Liite 1). Haastattelurunko sisälsi 16 kysymystä, joiden lisäksi haastateltavilta kysyttiin tarvittaessa tarkentavia kysymyksiä. Teemat edustivat keskeisiä rahastotoimintaan vaikuttavan sääntelyn eri osa-alueita. Teemat kattoivat suoran rahastosääntelyn, rahastojen juridiset rakenteet ja yhtiömuodot sekä verotuksen. Keskeisenä teemana käsiteltiin lisäksi sääntelyn vaikutusta rahastojen kustannuskilpailukykyyn.

Haastatteluun kutsuttiin yhdeksän organisaatioita, joista haastattelu toteutettiin lopulta seitsemän kanssa (Taulukko 2). Haastattelut järjestettiin organisaatiokohtaisesti siten, että

jokaisesta organisaatiosta osallistui haastatteluun yksi tai kaksi henkilöä. Yhteensä haastatteluihin osallistui yhdeksän henkilöä. Haastattelut järjestettiin kasvotusten 21.8.2017–12.9.2017 välisenä aikana.

Taulukko 2. Haastattelujen kuvailu.

Haastattelu	Organisaation tyyppi	Haastateltavan asema organisaatiossa	Haastattelun kesto
H1	Toimiluvallinen AIF-hoitaja	1. Toimitusjohtaja, perustaja, salkunhoitaja	68 min
H2	Toimiluvallinen UCITS-rahastoyhtiö ja AIF-hoitaja	1. Johtava lakimies	41 min
H3	Toimiluvallinen UCITS-rahastoyhtiö ja AIF-hoitaja	1. Toimitusjohtaja 2. Riskienhallintapäällikkö	67 min
H4	Edunvalvoja	1. Johtava lakimies	43 min
H5	Konsultointitoimisto	1. Partner – veropalvelut	50 min
H6	Valvova viranomainen	1. Toimistopäällikkö 2. Markkinavalvoja	52 min
H7	Ministeriö	1. Lainsäädäntöneuvos	57 min

Haastateltavien valinnassa pyrittiin kokonaisuuteen, joka mahdollistaisi monipuolisen ja kattavan aineiston keräämisen aiheen ja valitun näkökulman kannalta. Haastateltavista H1, H2 ja H3 edustavat UCITS-rahastoyhtiötä ja/tai AIF-rahastonhoitajia. Rahastotoimijoista kaksi kuuluu Suomen suurimpiin rahastoyhtiöihin ja yksi edustaa pienempää toimijaa. H4 toimii monien rahastotoimintaa harjoittavien yritysten edunvalvojana ja H5 edustaa suurta rahastoille konsultointipalveluita tarjoavaa organisaatiota. H6 edustaa Suomen rahastotoimintaa valvovaa viranomaista ja H7 rahastosääntelystä vastaavaa ministeriötä.

Haastattelut äänitettiin ja litteroitiin. Haastattelut kestivät keskimäärin 54 minuuttia. Kokonaisuudessaan äänitettyä aineistoa kertyi kuusi tuntia ja 18 minuuttia. Litteroitua aineistoa muodostui keskimäärin 8 sivua haastattelua kohden ja yhteensä 56 sivua. Tekstiaineistoa käsiteltiin sisällönanalyysin keinoin. Aineisto järjesteltiin keräämällä saman aihepiirin asioita vastaavien otsikoiden alle. Useita kertoja toistuneita asioita tiivistettiin. Järjestelty aineisto luokiteltiin lopuksi teemoittain aihepiireihin: ”hyvä rahastosääntely ja sen merkitys

kilpailukykyyn”, ”vahvuuksia Suomen rahastosääntelyssä”, ”kehityskohtia Suomen rahastosääntelyssä”, ”juridiset rakenteet”, ”verotus” sekä ”kustannustekijät ja muu toimiympäristö”.

## 5. SÄÄNTELY-YMPÄRISTÖN MERKITYS RAHASTOTOIMINNAN KILPAILUKYKYYN

### 5.1. Hyvä rahastosääntely ja sen merkitys kilpailukykyyn

Aineiston perusteella hyvä sääntely-ympäristö rahastojen kannalta on selkeä, uskottava, vakaa ja ennustettava. Sääntelyn tulee olla selkeä, jotta se on käyttäjäystävällinen eikä aiheuta ylimääräistä vaivaa rakenteensa tai muiden ominaisuuksiensa puolesta eri osapuolille (H7). Sääntelyn tulee olla selkeä ja uskottava rahastotoimijoiden lisäksi toimialan muille sidosryhmille, kuten sijoittajille ja valvojalle (H3).

*H1: Sääntelyn pitää olla uskottava, koska tämä on täysin luottamusbisnes. Ilman uskottavaa sääntelyä ei voisi olla skaalautuvaa rahastobisnestä.*

Sen sijaan, että sääntely olisi mahdollisimman kevyttä, tärkeänä pidetään sääntelyn toimituutta ja luottamuksen herättämistä suuressa yleisössä. Luottamusta nostavat markkinoiden vakauden turvaaminen ja käytännössä toimiva sääntely. Ylenmääräistä byrokratiaa tulee välttää. (H2) Tässä mielessä hyvät periaatteet rahastosääntelyssä noudattavat yleisesti hyviä lainsäädännöllisiä periaatteita.

Rahastotoimintaa tukeva sääntely mahdollistaa toiminnan räätälöimisen erilaisiin tarkoituksiin. Sääntelyn osa-alueiden tärkeys vaihtelee vallitsevasta tilanteesta riippuen. Jos rahastoa kehitetään esimerkiksi valitulle sijoittajajoukolle, saattavat esimerkiksi verotukselliset näkökohdat nousta sijoittajansuojakysymyksiä tärkeämpään asemaan (H5). Rahastotoimijoiden kannalta sääntelyn tulee pystyä vastaamaan hyvin erityyppisiin tilanteisiin sijoituskohteista ja sijoittajista riippumatta.

Sisämarkkinoiden kehittyessä sääntelyn yhtenäisyyttä muun Euroopan kanssa pidetään erittäin tärkeänä. Kansallisessa lainsäädännössä tulisi välttää poikkeamista yhteissääntelystä, jotta toimintaedellytykset olisivat myös kansainvälisillä markkinoilla yhdenvertaiset. (H2, H4, H6) Sääntelyä ei voida näkemysten mukaan erottaa muusta toimiympäristöstä (H1).

*H3: Toimijan kannalta tietenkin hyvä sääntely on sellainen joka mahdollistaa kilpailua myös-kin kansainvälisellä kentällä, koska kuitenkin toimintaan samoilla markkinoilla ja samoista asiakkaista me loppupelissä kilpaillaan, on sitten kotimainen tai ulkomainen rahastoyhtiö.*

Tällä hetkellä kansalliset rajoitteet voivat estää lähinnä ulkomaisten AIF-rahastojen myynnin ei-ammattimaisille asiakkaille. Valtaosa markkinoitavista rahastoista sijoittuu tämän rajauksen ulkopuolelle, jolloin rahastojen markkinointi toisilta alueilta on todellinen uhka paikallisille rahastoille. Tämän kannalta sääntelyn kansainvälinen kilpailukyky on entistä tärkeämmässä roolissa rahastomarkkinoilla.

UCITS- ja AIFM-direktiivien lisäksi muun ympäröivän sääntelyn huomioimista pidetään keskeisenä elementtinä rahastosääntelyn onnistuneessa kehittämisessä. Esimerkiksi myöhemmin voimaan astuvat MIFID-direktiivi ja PRIIP-asetus (2014/65/EU ja EU N:o 1286/2014) tuovat omat haasteensa rahastosääntelyyn (H2, H6, H7). Kyseiset sääntelyhankkeet tulevat toimijasta ja rahaston ominaisuuksista riippuen sovellettavaksi myös rahastotoimijoihin.

Markkinoiden jatkuva muuttuminen asettaa haasteita hyvän sääntelyn ylläpitämiselle. Varsinkin uusien ja innovatiivisempien tuotteiden kohdalla edellytetään uutta tulkintaa. Sääntely voi olla kyseisissä tilanteissa uutta, puuttua kokonaan tai syntyä jälkikäteen, jolloin myös käytännöt eri maissa poikkeavat aluksi enemmän. (H3) Toisaalta eroja aiheuttaa myös sääntelyiden erilainen luonne. UCITS-rahastojen melko tarkka sääntely esimerkiksi sijoituspolitiikan osalta vähentää sääntelyn tulkinnanvaraisuutta, kun taas AIF-sääntely sisältää enemmän vapauksia.

*H3: Haasteena ei välttämättä aina ole se, että laki olisi tiukka tai lievä vaan se, että edelleenkin on paljon tulkinnanvaraisuutta. Hyvä sääntely on selkeä, oli se sitten tiukka tai ei.*

Liian yksityiskohtaista sääntelyä ei kuitenkaan pidetä hyvän sääntelyn piirteenä. Yksityiskohtaisen sääntelyn riskeinä on toiminnan liiallinen ohjaavuus ja rajoittaminen (H4). Yksityiskohtainen lainsäädäntö saattaa olla toimiva sen laatimisen aikana, mutta ei välttämättä pysty huomioimaan tulevaa kehitystä. Tällöin vaarana on, ettei sääntely mahdollista ajan mukana kehittyvää tulkintaa, kun toimintatavat ja markkinat uudistuvat.

Sääntelyä pidetään yleisesti merkittävänä kilpailukykytekijänä rahastotoiminnassa (H1, H2, H4, H6). Sääntely voi olla paitsi hidaste myös kilpailukykytekijä (H2). Lähtökohtaisesti EU-



sääntelyä pidetään positiivisena asiana, mikä parantaa Euroopan sisämarkkinoiden kehittymistä yhtenäisemmäksi. Lisäksi maakohtaisilla ratkaisuilla voidaan tarvittaessa huomioida paikallisia piirteitä ja edistää toimiympäristön houkuttelevuutta.

*H5: Ehdottomasti (sääntelyllä on vaikutusta kilpailukykyyn), se on minusta selvä, että sekä kansainväliset sijoittajat että rahastomanagerit vertailevat tarvittavilta osilta eri lainsäädäntöä ja pyrkivät valitsemaan semmoisen (kotipaikan), joka soveltuu sekä sääntelyn että verotuksen puolelta.*

UCITS-sääntelyn on koettu synnyttäneen rahastomarkkinoille maailmanlaajuisesti tunnetun brändin, jolla on luotettava leima (H4). Tällainen kehitys on edistänyt UCITS-rahastojen luotettavuutta ja kiinnostavuutta suhteessa tuntemattomampiin rahastotuotteisiin.

Sääntelyn kilpailukykyisyyden merkitys on kasvanut yhteissääntelyn syventyessä. UCITS IV -direktiivin myötä rahastojen hallinnointi toisesta jäsenvaltiosta ja fuusioiminen rajojen yli tulivat mahdollisiksi. Sääntelyn seurauksena samankaltaisten rahastojen ylläpitämisestä eri markkinoilla on tullut aiempaa epähoukuttelevampaa, koska rahaston hallinnointi ja jakelu yhdeltä markkinalta useammalle onnistuu aiempaa helpommin. Näin ollen uhka liiketoiminnan siirtymiselle pois tietyltä alueelta on kasvanut, jos kotipaikan kilpailukyky on heikko. Vastaavasti vahvasta kilpailukykyasemasta voidaan hyötyä merkittävämmän, kun kotimaisen toiminnan lisäksi voidaan hyötyä kasvavasta ulkomaisesta liiketoiminnasta. (H4)

Keskeisissä rahastomaissa sääntelyä pidetään tärkeänä osana maiden kilpailukykyä. Sääntelystä on pyritty tekemään rahastotoimijoille joustava ja erilaista toimintaa tukeva, mikä edistää toimialan elinvoimaisuutta alueilla.

*H5: Tietysti keskeiset rahastomaailman hubit tai pääpaikat, kuten Luxemburg -- heidän näkevät sääntelyn ja verotuksen vain kilpailutekijänä. Eli pyritään tekemään, sikäli kun sääntely sallii, mahdollisimman joustavia tuotteita niin, että niihin pystyy eri tyyppiset sijoittajat sijoittamaan ja managerille on helppo rakentaa ja räätälöidä niitä asiakkaalle.*

Keskeisten rahastomaiden sääntelyn kilpailukykyisyyttä edistää sekä finanssisektoria tukeva tulkinta että matala poliittinen riski (H2). Luottamus sääntelyyn lisääntyy, kun sääntely-ympäristössä ei tehdä odottamattomia muutoksia. Tämän koetaan olevan vahvasti yhteydessä alueiden vahvaan finanssisektoriin.

*H5: Tietysti se yleinen poliittinen ilmapiiri, että jos on valtio joka elää siitä finanssikeskittymästä minkä ne ovat saaneet rakennettua maansa sisään, niin siellä voidaan olla suhteellisen varmoja siitä, että valtiossa ei tule ainakaan yllättäviä äkkinäisiä muutoksia, jotka iskisi finanssisektoriin. Eli se poliittinen riski on huomattavasti pienempi.*

Sääntelyllä on myös vaikutusta erityyppisten toimijoiden kilpailukykyyn eri mittakaavassa. Sääntelyn raskaus aiheuttaa omat haasteensa varsinkin pienemmille toimijoille (H6). Suhteellisuusperiaate pyritään huomioimaan sääntelyssä ja sen täytäntöönpanossa, mutta käytännössä rahastosääntelyn kehikkoa pidetään melko massiivisena.

*H7: Kun tämä (sääntely) perustuu siihen sijoitusrahastodirektiiviin, joka myös on lähtökohtaisesti rakennettu hyvin isojen toimijoiden kannalta, niin sitten pienet alalle tulevat uudet toimijat voi kokea sen hyvin raskaana. Se on valitettavasti semmoinen mitä ei suuressa määrin, vaikka se suhteellisuusperiaate on meillä hyvinkin kauttalinjan otettu mukaan, niin sitä voidaan vaan rajallisesti lähteä toteuttamaan.*

Raskas sääntely voi aiheuttaa markkinoilla kauaskantoisia ongelmia. Sääntely on vaarassa synnyttää markkinoille tehokkaan alalle tulon esteen, jos sen paljous tai vaatimukset kasvavat liian suuriksi pienille toimijoille. Näin ollen sääntely saattaa ohjata toimintaa suurten toimijoiden eduksi ja edesauttaa markkinoiden keskittyneisyyttä. Tilanne saattaa olla erityisen ongelmallinen Suomessa, jossa suurten pankkien rooli toiminnassa on jo nykyisellään huomattavan iso.

## **5.2. Vahvuuksia Suomen rahastosääntelyssä**

Tällä hetkellä Suomen rahastosääntelyn tilaa pidetään melko hyvänä, eikä siinä nähdä olevan perustavanlaatuisia ongelmia. Sääntely on Euroopan mittapuulla melko liberaalia, eikä se sisällä erityisen protektionistisia piirteitä (H6). Sääntelyn täsmällistä täytäntöönpanoa ja uskottavuutta pidetään rahastosääntelyn positiivisina piirteinä (H1).

*H4: Meillä on muokattu sääntelyä parempaan muotoon. Aiemmin oli enemmän yksityiskohdaisia kotimaisia lisärajoitteita. Monissa suhteissa ollaan ihan hyvässä vertailutilanteessa eurooppalaisiin kilpailijamaihin nähden.*

Suomen rahastosääntelyn rakennetta pidetään pääosin hyvänä. Lainsäädäntö luo puitteet joiden piirissä voi toimia parhaaksi näkemällään tavalla (H2). Rahastotoiminnan sääntelyä

ylätasolla ilman monia tuotekohtaisia lakeja pidetään toimivana mallina. Toisin kuin esimerkiksi Irlannissa ja Luxemburgissa, Suomessa ei ole ollut tarvetta säätää uusia lakeja tiettyjen rahastotuotteiden tarpeeseen, vaan säädäntö on mahdollistanut niiden perustamisen melko joustavasti (H4).

*H4: Se joustavuus mikä siellä on, on ollut hyvä. Se on antanut mahdollisuuden kehittyä. Sen näkee ehkä eniten erikoissijoitusrahastoista. -- Rakenne on sallinut joustavasti perustaa selkälaisia rahastoja, mille on tullut tarvetta.*

*H6: Meillä on aika semmoinen selkeäkö, miten toimitaan, eikä siinä mielessä edellytetä juuri jotain tiettyä. -- Rakenteita tai funktioita, joita pitäisi rakentaa jollain tietyllä tapaa, sen tyyppistä yksityiskohtaista sääntelyä meillä ei ole.*

AIF-sääntelyn osalta Suomen päätöstä muodostaa lainsäädäntö pitkälti direktiivin pohjalta pidetään hyvänä. Monissa Euroopan maissa on pyritty säilyttämään vanha sääntelyjärjestelmä AIFM-direktiivistä huolimatta. Tämän katsotaan johtuvan muun muassa haluttomuudesta muuttaa olemassa olevia tuotekohtaisia lakeja. (H6) Suomalainen AIFM-sääntely on tässä suhteessa selkeämpää verrattuna moniin muihin Euroopan maihin.

Luxemburgin mallissa rahastoyhtiön tulee tehdä selkeämmin sääntelystä juontuvia eri tason päätöksiä. Valittavana on sääntelykehikko, johon rahasto sijoittuu, yhtiömuoto ja yhtiön pääomarakenne. Malli mahdollistaa eri variaatioiden muodostamisen sijoituspolitiikan ja sijoittajajoukon pohjalta, mutta on lainsäädäntöteknisesti melko raskas. (H5) Suomessa tällainen on mahdollista lähinnä AIF-rahastoissa, kun taas UCITS-puoli on tarkemmin rajattu.

AIFM-rahastojen puolella rekisteröitymismahdollisuuden sallimista pidetään Suomen sääntelyyn vahvuutena. Kevyempi menettely on helpottanut uusien toimijoiden tuleamista markkinoille (H2). Rekisteröityvät AIF-hoitajat voivat lähtökohtaisesti toimia vain ammattimaisten sijoittajien kanssa, jolloin tarvittava sijoittajansuoja pystytään varmistamaan myös kevyemmän valvonnan puitteissa.

Laajemmin katsottuna kansallisten poikkeusten tarve rahastosääntelyssä on vähentynyt, kun yhteissääntely on syventynyt. Poikkeusten suhteen tulisi olla varovainen melko avoimen rajan ylittävän rahastokaupan takia. Kansallista lisäsääntelyä pidetään rasitteena ja hidasteena kilpailussa ulkomaisen toimijan kanssa (H7).

*H2: Jos halutaan tukea sitä, että Suomessa on hyvä toimia, niin semmoisia omia virityksiä pitäisi aina välttää sääntelyssä alueilla, missä on jo voimakkaasti EU-harmonisaatiota. Sitten voi olla semmoisia alueita, missä ei ole EU-lainsäädäntöä juuri lainkaan ja silloin on hyvä pitää siitä kansallisesta infrastruktuurista huolta.*

EU-sääntelyn ollessa melko vakiintunutta UCITS-rahastojen osalta, maakohtaista sääntelyä voidaan pitää edeltävästä näkökulmasta melko tarpeettomana. Suomessa on tältä osin hie-man päinvastainen tilanne. Paikallinen UCITS-sääntely eli SRL sisältää enemmän kansallisia piirteitä, kun taas AIFML vastaa selkeämmin AIFM-direktiiviä.

Suomessa omaksuttua linjaa olla asettamatta lisävaatimuksia sijoituspolitiikalle pidetään rahastojen kannalta hyvänä (H4, H7). Tällöin viime kädessä valvova viranomaisen päättää, millaisia sijoitusstrategioita Suomessa sallitaan.

*H4: Sijoituspolitiikka ja tällaisessa mielessä meidän perussäännökset on toteutettu siten, ettei meillä ole mitään lisävaatimuksia. Sitten erikoissijoitusrahastot on toteutettu siinä mielessä, että ne voivat vain poiketa lähes kaikesta mitä sijoitusrahastot tekevät ja se on sitten viime kädessä FIVA:n harkintaa missä mennään.*

Kun sääntely sisältää enemmän vapauksia, valvojan rooli saa enemmän painoarvoa sääntelyn toteuttamisessa. Tulkinnan jättäminen valvovalle viranomaiselle saattaa mahdollistaa paremmin aikaa kestävänsä sääntelyn laatimisen, kun tulkintaa voidaan muuttaa joustavasti. Tällöin sääntelyn kilpailukykyisyys ja ajantasaisuus on jatkuvasti riippuvaista valvojan näkemyksestä. Toisaalta päätöksen siirtäminen valvojalle voi vähentää markkinoiden tietoutta vallitsevasta tulkintalinjasta.

*H1: Kun rupeaa syntymään vakiintuneita käytäntöjä ja -- tulkintoja laeista, niin näissä on se sääntelyn kannalta haastavampi osa. Näissä pitää sääntelyllä olla pelisilmää, että me pysyt-täisiin jokseenkin samalla viivalla muiden kanssa maailmalla. Se on varmasti jatkuva työ.*

*H7: Vahvuus voisi olla se, että se meidän sääntely ei rajoita, mutta sitä pitäisi myös rohkeasti tulkita joustavasti. -- Meillä esimerkiksi rahaston säännöille annetaan paljon merkitystä ja tavallaan sitä kautta voi nähdä, että toimija voi käyttää monenlaista joustoa. Se tietysti edel-lyttää, että valvojan kanssa keskustellaan ja että valvoja hyväksyy säännöt.*

Haastatteluiden perusteella valvojan viranomaisen toimintaan ollaan pitkälti tyytyväisiä. Valvojan viranomaisen tulkinnan koetaan muuttuneen kohtuullisesti ajan myötä ja pysyneen ajantasaisena (H4). Myös valvojan roolia toimilupaprosessia kuvattiin tunnolliseksi ja

kattavaksi. Työläisyydestään huolimatta sillä nähdään olevan toimialalle positiivinen vaikutus pitkällä tähtäimellä, koska alalle tulijat joutuvat käymään läpi hyvin tarkan seulan. (H1) Myös kanssakäymistä valvojan kanssa pidetään Suomessa helpompana verrattuna keskeisiin rahastomaihin.

*H2: Luxemburgin malli on aika raskas -- Meillä voi buukata tapaamisen ja jutella asioista, siellä sinne pitää ottaa asianajotoimisto mukaan, että se on formaalimpaa. -- Näen, että meillä Finanssivalvonta toimii hyvin ja meillä on hyvä keskusteleva valvoja. Tietysti ainahan voi toivoa, että on lisäresursseja. -- Varsinkin nyt, kun lainsäädäntö vanhenee nopeasti, pitää olla valmius tulkita vanhaa lainsäädäntöä uuden valossa ja kaikkea tämmöistä.*

Toisten arvioiden mukaan viranomaisten koetaan toimivan esimerkiksi Luxemburgissa hie- man nopeammin ja vahvemmin liiketoiminnan harjoittamista tukien. Keskeisissä maissa uusi sääntely implementoidaan usein nopeasti ja liberaalisti rahastomarkkinoiden nouda- tettavaksi (H4). Suomessa uudistuksia toteutetaan sen sijaan varovaisemmin käytäntöjen vakiintuessa ensin muualla. Erojen koetaan liittyvän rahoitusalan suurempaan rooliin ky- seisten valtioiden talouksissa. (H3)

*H7: Kyllähän se varmaan on se tendenssi, että ensin Euroopassa näissä keskeisissä rahasto- maissa otetaan käyttöön uudistuksia ja sitten ne alkavat valua muuallekin ja valvojat nähty- ään toimii ja hyväksyy käyttöön.*

Toimijoiden kannalta hitaampi reagointi saattaa aiheuttaa haasteita kilpailulle. Keskeisiin rahastomaihin sijoittumalla voidaan saavuttaa mahdollisesti pysyvääkin kilpailuetua, jos suomalaisessa tulkinnassa odotetaan toistuvasti muualle syntyvää käytäntöä sen sijaan, että linjauksia tehtäisiin aktiivisesti itse.

### **5.3. Kehityskohtia Suomen rahastosääntelyssä**

#### **Sääntelyn selkeys**

Hyvistä puolistaan huolimatta Suomen nykyistä rahastosääntelyä pidetään turhan epäsel- vänä kokonaisuutena (H6). Nykyistä sijoitusrahastolakia on moneen kertaan täydennetty ja muokattu, jonka myötä kokonaisuudesta on tullut hajanainen. Sääntelyn selkeyttä voitai- siin parantaa säädäntöä muokkaamalla ja lain muotoilua parantamalla.

*H7: Nykyistä rahastolakia voi pitää vaikeasti hallittavana kokonaisuutena, sitä on niin monta kertaa täydennetty ja lisätty. Sitten ihan käytännön asioita, kuten pykäläotsikoinnit ja tämmöiset, pienilläkin selkeyttämiskeinoilla sitä voi tehdä helpommin luettavaksi ja ymmärrettäväksi.*

Vaikka omaksuttu sääntelyrakenne saikin kiitosta, erikoissijoitusrahastoja koskevaa sääntelyä pidetään nykyisellään ongelmallisena. Tällä hetkellä sääntely on jakautunut SRL:n AIFML:n kesken. SRL määrittelee erikoissijoitusrahastojen juridisen muodon, muuta muutoin niiden sääntely juontuu pitkälti AIFML:sta. Erikoissijoitusrahastojen sääntelyä yhdessä laissa pidettäisiin selkeämpänä. (H3, H4, H6, H7) Oleellista kuitenkin on, että erikoissijoitusrahastojen verotuksellisen aseman tulee säilyä kilpailukykyisenä, jos sääntelyn rakennetta muutetaan (H4).

Erikoissijoitusrahastoja koskevan säädännön selkeyttämisestä nousi esiin eriäviä näkemyksiä. Toiset haastateltavat kokevat erikoissijoitusrahastojen olevan lähempänä UCITS-rahastoja kuin AIF-rahastoja, jolloin sitä koskevan säädännön sijoittaminen SRL:n yhteyteen olisi luonnollisinta (H3). Tämän näkemyksen mukaan AIFML tulisi jättää selkeämmin vaihtoehtoisille, perinteisistä sijoitusrahastoista poikkeaville tuotteille.

*H3: Sehän on faktisesti todella samankaltainen tai lähellä UCITS-maailmaa, mutta tekemällä pienen muutoksen tai venyttämällä sijoitussäännöksiä ja tekemällä erikoissijoitusrahaston, menetkin todella leveään laariin missä sitten yritetään hallita kaikenlaisia erilaisia sijoituskohteita.*

Lähellä UCITS-sääntelyn edellyttämää sijoituspolitiikkaa toimiva erikoissijoitusrahasto voisi luonteensa puolesta olla SRL:n alaisuudessa. Ongelmalliseksi tällaisessa ratkaisussa muodostuisivat esimerkiksi kiinteistöihin sijoittavat erikoissijoitusrahastot. Kyseiset erikoissijoitusrahastot eivät mahdu UCITS-direktiivin määritelmiin sijoituspolitiikasta, jolloin niihin tulisi tehdä selkeitä muutoksia. Tämä puoltaisi erikoissijoitusrahastosääntelyn siirtämistä AIFML:in. Lisäksi, jos yhteneväisyyttä EU-sääntelyyn halutaan vaalia, tulisi SRL pitää lähtökohtaisesti pelkkien UCITS-rahastojen sääntelyvälineenä.

Erikoissijoitusrahastotoiminnan selkeyttämistarve tunnustetaan myös viranomaispuolella. Näkemysten mukaan sääntelyn sijoittamista AIFML:in pidetään lähtökohtaisena vaihtoehtona. (H6) Haasteena on kuitenkin erikoissijoitusrahaston juridisen muodon juontuminen

SRL:sta. Sääntelyn jakautuminen kahteen lakiin säilyy, jos rahastonmuotovaatimukset säilytetään ennallaan. Tällöin uudistuksella on vaara jäädä vaillinaiseksi.

*H7: Sen tyyppisesti ollaan etenemässä, että tuotetta koskeva, sijoituspolitiikkaa ja mahdollisesti rahaston sääntöjen hyväksymistä koskeva sääntely olisi AIFM-lain puolella mihin se kuuluukin. -- Mutta erikoissijoitusrahastojen osalta -- koska sillä on – kun se on ei-itsenäinen juridinen sopimusmallinen rahasto – se rahastoyhtiö ja sitten rahastoyhtiön toiminnan sääntely on siellä sijoitusrahastolaissa, niin kyllähän se on aika luontevaa, että siltä osin sitten viitataan sinne sijoitusrahastolakiin.*

Sijoituspolitiikan kannalta erikoissijoitusrahastojen sijoittaminen AIFML:in olisi luontevaa. Sijoituspolitiikkaa ei ole aiemmin koettu tarpeelliseksi rajoittaa, koska AIF-rahastojen lähtökohtaisena sijoittajana pidetään ammattimaista sijoittajaa. Erikoissijoitusrahastojen juontuessa SRL:sta, niitä on kuitenkin tarjottu pitkään ei-ammattimaiselle sijoittajalle. Näin ollen niiden siirtäminen suoraan AIFML:n laajaan kirjoon nähdään mahdollisesti liian isona harppauksena ei-ammattimaisten sijoittajien kannalta (H7). Sijoittajien suojan kannalta AIFML:in saattaisi olla tarvetta ottaa uusia sijoituspolitiikkaa koskevia ehtoja. Tämä saattaisi kuitenkin heikentää nykyisin hyvänä pidettyä AIFML:n linjausta vapaasta sijoituspolitiikasta.

Sääntelyn kehittämisestä ja toimijoiden vaikutusmahdollisuuksista nousi esiin erilaisia näkökulmia. Viranomaiset pitävät markkinoiden tiiviyyttä tässä mielessä hyvänä piirteenä, jolloin toimijat pystyvät tuomaan omia kantojaan esille kehitystyössä (H6). Rahastotoimijoiden puolelta vaikutusmahdollisuudet myös tunnustetaan, joskin vaikuttamista pidetään osittain haastavana. Varsinkin EU-sääntelyn voimaansaattamisessa on törmätty hyvin kii-reellisiin aikatauluihin, jolloin aiheeseen perehtyminen tarvittavalla laajuudella on ollut haastavaa. (H4) Myös pienempien toimijoiden kannalta osallistumismahdollisuus tunnustetaan, mutta koetaan todellisuudessa vaikeaksi. Osallistumista pidetään käytännössä haastavana prosessien ollessa melko raskaita (H1).

### **Rahasto-osuusrekisteri**

Rahasto-osuusrekisteriä koskevaa sääntelyä pidetään merkittävänä ongelmana ja rahasto-toiminnan kilpailukykyä heikentävänä tekijänä Suomessa. Suomalaisessa rahastosääntelyssä lähtökohtana on, että rahastoyhtiö tai rahastonhoitaja ylläpitää rahasto-osuusrekisteriä. Rekisteriin tulee merkitä tunnistetietoja viimesijaisesta sijoittajasta ja sijoituksesta

(SRL 53 §). SRL nojalla säännös koskee myös erikoissijoitusrahastomuotoisia AIF-rahastoja (SRL 3a §).

Rahasto-osuusrekisterin katsotaan toimineen aiemmin suhteellisen hyvin, kun suomalaisten rahastojen osuudenomistajat ovat olleet lähinnä kotimaisia sijoittajia. Sen sijaan kansainvälisessä jakelussa rekisterisääntelyä pidetään merkittävänä hidasteena ja jopa esteenä. (H3, H4) Sääntelyä pidetään niin ongelmallisena, että sen nähdään olevan syy harkita rahaston sijoittamista muualle Eurooppaan, jos tavoitteena on rahaston kansainvälinen jakelu (H2).

Säädösten mukaan rahastoyhtiön on pidettävä rekisteriä kaikista loppusijoittajista, vaikka sijoittaminen tapahtuisi erilaisten palveluntarjoajien, kuten ulkomaisten pankkien kautta. SRL:n 9a luku mahdollistaa ulkomaalaisten omistamien rahasto-osuuksien merkitsemisen osuuden hoitajan nimiin. Poikkeusta pidetään kuitenkin riittämättömänä, koska lukuun on sisällytetty vaatimus rahaston velvollisuudesta saada tiedot rahastoyhtiölle. Aineiston perusteella vaatimus käytännössä vesittää pykälän todellisen hyödyn kansainvälisessä toiminnassa.

Näkemyksen mukaan osakemarkkinoilla käytössä olevaa moniportaista hallintamallia pidettäisiin myös rahastotoimintaan soveltuvana. Tällaisen niin sanotun hallintarekisteröinnin mahdollistaminen purkaisi haastateltavien mukaan suuria esteitä myydä suomalaisia rahastotuotteita ulkomaisten jakelijoiden kautta. Tällä hetkellä ongelma on, että jakeluketjun toimijat, kuten varainhoitoyhtiöt ovat haluttomia tai eivät ylipäättäen voi jakaa asiakastietojaan rahastoyhtiöille (H2, H7). Tämän taustalla nähdään olevan paitsi liiketoiminnalliset myös mahdolliset lainsäädännölliset esteet.

*H4: Ymmärtää hyvin, että tiedot täytyy tulla verottajalle tai viranomaisille, mutta kun tämä suomalainen rahastoyhtiö on bisnesmielessä sen ulkomaisen toimijan kilpailija -- se ei halua bisnesmielessä antaa niitä tietoja tälle. -- Toisekseen voi olla ihan perusteltuja syitä, että se ei oman lainsäädäntönsä mukaan voi luovuttaa niitä tietoja.*

Myös viranomaisten puolelta rekisterisääntelyn kehittäminen koetaan tärkeäksi, joskin ratkaisun tulee olla eri toimijoiden kannalta luotettava. Mallin tulisi taata rahaston ja jakelijan lisäksi verottajalle tarvittavat tiedot. (H7) Rahastotoimijoiden mielestä verottajan tiedonsaantitarvetta pidetään ilmeisenä, mutta myös mahdollisena ratkaista. Yhteismarkkinoilla



sääntelyn kattavuus ja viranomaisvalvonta ovat lisääntyneet. Viranomaisten tiedonsaanti on aiempaa paremmin järjestetty, koska finanssisektorin eri toimijat ovat valvonnan alaisia ja raportointivelvollisia.

*H4: Me ajatellaan niin, että jos niitä tietoja tarvitaan tänne Suomeen, suomalaisen rahastoyhtiön rekisteriin on merkitty joku ulkomainen omaisuudenhoidtaja. Sitten vielä ajatellaan, että jotta se voidaan merkitä, niin sen täytyy olla kotimaassaan sääntelyn ja valvonnan alainen. Silloin -- ne tiedot pitäisi mennä viranomaisten välisen tietojenvaihdon kautta.*

Rahasto-osuusrekisteriä pidetään rahastosääntelyn keskeisenä ongelmakohtana, mutta sen kehittämiseen liittyy myös poliittisia ongelmia (H2). Sen sijaan, että hallintarekisteröinnistä voitaisiin keskustella asialähtöisesti, uudistusten nähdään kaatuvan lähinnä heikon tietämyksen valossa tapahtuvaan politikointiin. Tällainen ei luonnollisesti edesauta markkinoiden kehitystä ja pahimmillaan pysäyttää sen täysin.

### **Rahaston arvonlaskenta**

Rahaston arvonlaskenta on rahastotoiminnassa luonnollisesti keskeinen tehtävä, jonka tulee olla oikein ja täsmällisesti toteutettu. Rahastoyhtiö tai rahastonhoitaja on vastuussa arvonlaskennan oikeellisuudesta. Eri puolilla Eurooppaa on erilaisia käytäntöjä sen toteuttamisessa ja varmentamisessa. Keski-Euroopassa on totutumpaa, että rahaston arvonlaskennan toteuttaa rahaston ulkopuolinen taho. Suomessa laskenta on totuttu tekemään sisäisesti rahastoyhtiön tai rahastonhoitajan toimesta. Järjestelyä pidetään outona piirteenä ulkomaisilta markkinoilta katsottuna. Toimintatavan nähdään olevan seurausta Suomen pienestä markkinasta ja tottumuksesta olla ulkoistamatta rahaston toimintoja. (H1)

Rahaston nettoarvon laskemista itse rahaston toimesta pidetään ongelmallisena sen intressiristiriitaisuuden takia (H1, H3). Rahastoyhtiön voi katsoa olevan arvoketjun toimija, jolla saattaisi olla halukkuutta vääristää rahaston nettoarvoa ylöspäin. Näin ollen monella muulla markkinalla omaksuttu tapa, jossa kolmas osapuoli laskee rahaston arvon, olisi luontevampi.

*H1: Yksi tällainen jäännös kansallisesta toimintatavasta, minkä toivoisi saavan pois on se perinne, että täällä rahaston varainhoitaja laskee itse rahaston NAV:n. En väitä, että ne ovat huonossa järjestyksessä, vaan varsin hyvässä järjestyksessä, mutta se on muualta päin katsoessa outo piirre, jos miettii meidän cross border marketingia.*

Toisena kansallisena piirteenä liittyen rahaston arvonlaskentaan mainittiin usein tilintarkastajien velvollisuus tarkastaa arvonlaskennan oikeellisuus kuusi kertaa vuodessa. Tarkastusvelvollisuus koskee nykyisen sääntelyn nojalla sekä UCITS-rahastoyhtiöitä että AIFML:n mukaisia rahastonhoitajia. Tällä hetkellä suomalaiset rahastot toteuttavat, dokumentoivat ja raportoivat arvonlaskennasta valvojalle. Myös säilytisyhteisö on velvoitettu valvomaan arvonlaskentaa, minkä lisäksi Suomessa on kyseinen tilintarkastajien tarkastusvelvollisuus. Tarkastus on osa sijoittajansuojasääntelyä, mutta velvoitetta pidetään nykyisellään liian päällekkäisenä ja rahastojen kilpailukykyä heikentävänä tekijänä.

*H4: Tilintarkastajien velvollisuus kahden kuukauden välein käydä katsomassa arvonlaskennan oikeellisuutta on selkeästi kansallinen lisävaatimus ja me olemme nähneet sen aika turhana erityisesti nyt, kun UCITS V -muutosten jälkeen säilytisyhteisöille tuli velvollisuus tehdä ihan sitä samaa asiaa. Säilytisyhteisön pitää tehdä sitä jatkuvasti, säilytisyhteisöille on säädetty ankara korvausvastuu, jos he laiminlyövät tehtävänsä. Sitä on pidetty turhana, päällekkäisenä ja myös jonkun verran tehottomana.*

Sääntelyn keventämistä ei pidetä ongelmallisena sijoittajansuojan kannalta, koska laskentaa valvotaan muilla keinoin laajasti (H3). Ongelmaksi ei pitäisi myöskään muodostua säilytisyhteisön kasvava rooli, koska Suomessa arvonlaskentaa ei ole voinut ulkoistaa säilytisyhteisölle (H7). Tämä puolestaan vaikuttaa järkevältä järjestelyltä intressiristiriitojen välttämisen takia.

Sen lisäksi, että nykyisessä mallissa on merkittäviä päällekkäisyyksiä, tilintarkastuksen tehoa arvonlaskennan varmentamisessa kyseenalaistetaan. Tarkastuksessa prosesseja tutkitaan jälkikäteen kahden kuukauden viiveellä, eikä sen koeta olevan tehokas keino löytää virheitä muiden varmennusmenetelmien ohella.

*H4: Tilintarkastus on aina jälkikäteistä ja sellaista, että katsotaan prosesseja. Siihen sopii hirveän huonosti se, että jos arvo on ollut kaksi kuukautta pielessä. Kyllä sitten on jo moni muukin asia pielessä. Tyypillisesti arvonlaskentavirheet huomataan siellä rahastoyhtiössä tai viimeistään säilytisyhteisössä. -- Ei ne löydy siinä tilintarkastajien tarkastuksessa tai sitten ne havaitsevat sellaiset virheet, mitkä on jo aikaisemmin havaittu ja raportoitu FIVA:lle.*

Myös viranomaisten taholta todetaan, ettei tilintarkastajien tekemässä varmentamisessa ole ilmennyt merkittävästi arvonlaskennan ongelmia. Tarkastus nähdään kuitenkin tarpeellisenä edelleen jossain mittakaavassa. Se, kuinka usein tarkastusvelvollisuutta tulee jatkossa tehdä, on vielä avoin kysymys. (H7)

### **Osuudenomistajien kokous ja edustaja**

Eräänä Suomen rahastosäätelyn kilpailukykyä heikentävänä tekijänä pidetään velvoitetta pitää rahastoittain vuosittainen osuudenomistajien kokous. Velvoitteet kokouksen pitämisestä koskevat tällä hetkellä kokonaisuudessaan SRL:n mukaisia UCITS-rahastoja sekä erikoissijoitusrahastoja. Muiden kuin erikoissijoitusrahastomuotoisten AIF-rahastojen kohdalla ylimääräinen kokous on pidettävä, jos rahastoyhtiön hallitus, tilintarkastaja tai vähintään yksi kahdeskymmenesosa osuudenomistajista sitä vaatii (SRL 21 §).

Kokousvelvoitteen taustalla nähdään olevan listatun julkisen osakeyhtiön yhtiökokous. Kokousten tosiasiallista tarkoitusta ja päätäntävaltaa ei pidetä kuitenkaan verrannollisina (H3, H4). Listatun yhtiön yhtiökokous on yhtiön päättävä toimielin, mutta osuudenomistajakokouksella on tosiasiallisesti vain rajatusti päätäntävaltaa.

*H4: Listayhtiön yhtiökokouksessa oikeasti päätetään listayhtiötä koskevista asioista. Osuudenomistajien kokouksessa valitaan yksi hallituksen jäsen ja tilintarkastaja. Ne ovat kuitenkin hankalia, työläitä ja isoja järjestää.*

Osa haastateltavista kokee, että piirre ei ole vakava kilpailukykyä laskeva tekijä, mutta tuo lakiin ylimääräistä sääntelyä. Toiset taas kokevat kokouksen järjestämisvelvoitteen hallinnollisena taakkana, millä on negatiivisia vaikutuksia toimintaan. Osuudenomistajien kokousta pidetään huonona esimerkkinä siitä, kuinka näennäisellä sijoittajia suojaavalla toimella luodaan lähinnä hallinnollista taakkaa. Menettelyä ei juuri tunneta muualla Euroopassa, minkä takia sen käytettävyys kansainvälisessä toiminnassa on haastavaa.

*H3: Osuudenomistajien kokoukset -- ei kyllä kilpailukykyyn sinällään liity, mutta on kansallinen ylimääräinen poikkeus. -- Se liittyy enemmänkin siihen, onko meillä laissa tai sääntelyssä kansallisia piirteitä, jotka eivät tuo lisäarvoa faktisesti rahastoyhtiöille tai sijoittajille.*

*H4: Osuudenomistajien kokous on yks tällöinen instituutio mitä juurikaan muualla ei ole. - Sen lisäksi, että se on hankala ja kallis järjestää, niin kun tehdään enemmän rajan yli toimintaa, niin se tuo ongelmia. -- Se on jotenkin outo, koska sitä ei tunneta muissa Pohjoismaissa niin se johtaa helposti siihen, että se edustus siellä kokouksessa muotoutuu sitten pitkälti suomalaisista. Se sopii hirveän huonosti tällöiseen Eurooppa-rakenteeseen.*

Haastateltavien mielestä vuosittaisen osuudenomistajien kokouksen sijaan käyttökelpoisempi ratkaisu olisi säilyttää lakiin mahdollisuus vaatia ja järjestää ylimääräinen kokous tar-

vittaessa (H7). Halutessaan rahastot voisivat päättää säännöissään myös säännöllisestä kokouksesta. Muutos nykyiseen sääntelyyn olisi varsin pieni, koska pykälä ylimääräisen kokouksen pitämisestä sisältyy jo nykyisellään SRL:in ja kattaa sekä UCITS- että AIF-rahastot.

*H4: Meidän ajatus on se, että ei sitä kokousta tarvitse turhaan hävittää, mutta velvoite pitää niitä vuosittaisia kokouksia voitaisiin poistaa. Eli säädettäisi vähän niin kuin listayhtiöissä, että joku tietty vähimmäismäärä voisi saada koolle ylimääräisen kokouksen ja siellä voitaisiin sitten päättää (vahingonkorvaus) kanteen nostamisesta. Säilytetään se tällaisena sijoittajansuojan viimekätisenä mahdollisuutena.*

Näkemykset puoltavat kokouksen nykyistä melko olematonta roolia. Muutoksella voitaisiin päästä paitsi selkeämpään ja kevyempään sääntelyyn myös tehokkaampaan toimintaan. Käytännössä muutos ei olisi merkittävä, koska jo nykyisellään kokouksiin osallistutaan laisasti (H7). Haastateltavien mielestä osuudenomistajan kokouksella ei ole todellisuudessa vaikutusta esimerkiksi sijoittajansuojaan (H3). Myös viranomaisten taholta kokouksen merkitystä sijoittajansuojaan kyseenalaistetaan.

*H7: Sijoittajan suojaaminenkin voi kääntyä itseään vastaan, koska meillä myös tarjotaan rajan yli paljon ulkomaisia rahastoja, jossa sijoittajansuoja on eri tavalla järjestetty. Välttämättä sijoittajat ei loppupeleissä ehkä niinkään osaa arvostaa sitä voiko osallistua osuudenomistajien kokoukseen vai tuottaako se rahasto hyvin.*

Parannuksia toivotaan myös veloitteeseen valita rahastoyhtiön hallitukseen osuudenomistajien edustaja osuudenomistajien kokouksessa. Osuudenomistajan joukosta valittavaa edustajaa pidetään paitsi periaatteellisesti ongelmallisena myös todellisuudessa toimimattomana. Edustajan tulisi osuudenomistajaroolista huolimatta tarkastella asioita myös rahastoyhtiön näkökulmasta. Myös osuudenomistajien edun ajaminen voi olla haastavaa, jos valinta ei perustu pätevyyteen. Osuudenomistajien edustajan sijaan toimivampana sekä rahastoyhtiön että sijoittajien kannalta pidettäisiin riippumattoman jäsenen valintaa rahastoyhtiön hallitukseen.

*H4: Ratkaisuna olisi ennemminkin se, että sen sijaan, että siellä on osuudenomistajien valitsema edustaja, niin todettaisiin, että siellä täytyisi olla joku sellainen edustaja, joka on riippumaton rahastoyhtiöstä tuomassa tällaista (sijoittajansuoja) näkökulmaa. Koska kuitenkin sitten, kun se on valittu sinne hallitukseen, se ei voi edustaa siellä mitään yksittäistä tahoa, vaan sen täytyy toimia hallituksessa koko sen rahastoyhtiön edun mukaisesti.*

*H7: Siitäkin on keskustelua, että kuinka paljon se yksittäinen maallikkojäsen ehkä pystyy sitten osuudenomistajien etua katsomaan vai olisiko sitten parempi, että siellä olisi riippumaton jäsen, jolle asetettaisiin pätevyysvaatimukset, joka sitten edustaisi hallituksessa. Toki pitää ajatella, että kaikilla hallituksen jäsenillä on vastuu katsoa sen yhtiön etua, mutta että myös se sijoittajan etu huomioidaan.*

Esiin nostettiin myös näkemys, jonka mukaan edustaja valitaan todellisuudessa monesti hyvin läheltä rahastoyhtiötä, jolloin sen tosiasiallisia osuudenomistajia edustavaa roolia voidaan kyseenalaistaa (H7). Riippumattomalla edustajalla voisi olla paremmat edellytykset arvioida asioita sijoittajansuojan ja rahastoyhtiön tarpeiden kannalta. On helppo uskoa, ettei rahaston osuuksia omistavan jäsenen näkemys ole joka tilanteessa objektiivinen ja huomioi koko rahastoyhtiön etua.

### **Osuudenomistajien vähimmäislukumäärä**

Kansallisena poikkeuksena Suomen UCITS-sääntelyssä on vaatimus viidenkymmenen osuudenomistajan vähimmäismäärästä (SRL 27 §). Säännöksen alkuperäisenä tarkoituksena on ollut Suomen verottajan halu estää rahastojen käyttö verotuksen lykkäämisen välineenä yksittäisille sijoittajille. Osa haastateltavista näkee rajoitusten olemassaolon edelleen perustelluksi, osan mielestä rajoitukset eivät ole enää ajankohtaisia.

Eräiden näkemysten mukaan säännöstä pidetään luontevana tapana varmistaa, ettei rahastoja käytetä verosuunnittelun keinona tilanteissa, joihin niitä ei ole tarkoitettu. Vaikka vähimmäislukumäärä ei pidetä välttämättömänä ehtona edesauttaa yhteissijoittamisen aitoa toteutumista, sitä pidetään jokseenkin toimivana tarkoituksessaan (H1, H7).

Toisten arvioiden mukaan säädös aiheuttaa ongelmia varsinkin pienempien toimijoiden ja erityisempiä strategioita noudattavien rahastojen kohdalla. Rahastomarkkinoiden nähdään kehittyneen huomattavasti monipuolisemmiksi alkuperäisen säädöksen ajalta, jolloin tuotteita oli vähän ja niitä tarjottiin lähinnä suurelle sijoittajajoukolle. Rajoituksen koetaan olevan jopa syy perustaa rahasto joustavamman sääntelyn alueelle. (H4)

*H4: Varsinkin, kun on tullut pienempiä toimijoita mukaan, eikä tarvitse olla edes kovin pieni, niin voi olla vaikea saada viittäkymmentä sijoittajaa kasaan. Sitten, jos mennään joihinkin erityislaatuiseen strategiaan, niin jo ihan isollekin toimijalle voi olla, ettei semmoinen tietynlainen rahasto vaan kiinnosta viittäkymmentä.*

Lisäksi haastatteluissa nostettiin esiin lainsäädännön tarve huomioida erilaisten sijoittajien ominaisuudet ja tarpeet. Monesti rahastosijoittamista ja -sääntelyä tarkastellaan yksityis- ja piensijoittajan näkökulmasta. Käytännössä markkinoilla toimii merkittävässä määrin myös suuria sijoittajia, kuten instituutioita, joiden sijoitustoimintaan rahastot niin ikään sopivat. Heidän kohdalla vähimmäissijoittajamäärä voi muodostua helpommin ongelmalliseksi. (H4) Tällöin kysymys ei ole niinkään tuotteen tarjoajan koosta ja kyvystä saada tarvittava määrä asiakkaita vaan pienemmästä tavoitesijoittajajoukosta. Myös viranomaispuolelta vähimmäisvaatimus tunnustetaan tietyissä tilanteissa ongelmalliseksi tekijäksi. Haasteita voi aiheuttaa myös aikamääre saavuttaa vähimmäissijoittajamäärä.

*H7: Sehän on monesti tällaisille pienille aloittaville rahastoyhtiöille tiukka paikka, kun siinä on puoli vuotta aikaa ja Finanssivalvonnan poikkeusluvalla voi jatkaa vielä puoli vuotta. Se on lyhyt aika hankkia 50 omistajaa. Se voi olla haaste jopa sitten isommisakin rahastoyhtiöissä, jos on hyvin erityinen sijoituspolitiikka, että sinne löytyy riittävästi sijoittajia.*

SRL:n linjausta pidetään myös ristiriitaisena verrattuna AIFML:in, minkä mukaan rahaston toiminta jopa yhdellä sijoittajalla on mahdollista (H4). Yhtenä vaihtoehtona olisikin, että vaatimukset yhtenäistettäisiin poistamalla lukumäärävelvoitteet. Tällöin arvio yhteissijoittamisen kriteerien täytymisestä jäisi viimekädessä valvojan ja verottajan harkintaan.

Oman haasteensa säännöksen poistamiseen tuo UCITS-rahastojen velvoite olla merkittävässä ja lunastettavissa osuudenomistajan pyynnöstä (H7). Jos lukumääräsääntely poistettaisiin, voisi pienillä rahastoilla olla suurempi uhka tyhjentyä. Instituutioasiakkaiden kohdalla sijoitustoiminta saattaa olla vakaata pienelläkin sijoittajajoukolla. Kuluttajasijoittajille suunnatuissa rahastoissa tulisi kuitenkin painottaa tarvittavan sijoittajajoukon säilymistä, jotta markkinoille ei synny toimimattomia rahastoja.

### **Rajan ylittävä toiminta**

Suomen sääntelylinjaa rajan ylittävässä toiminnassa pidetään selkeänä. Eurooppalaisten rahastojen markkinoinnin aloittamista Suomessa pidetään melko ongelmattomana. Suomessa ei edellytetä esimerkiksi erillisen paying agentin asettamista, notifiointimenettelyn maksamista etukäteen tai suuria valvontapalkkioita (H6). Markkinoinnin aloittamisen helpous vaikuttaisi riippuvan kuitenkin toimijan tulomaasta. Laajentumista Euroopasta pidetään helppona, mutta kolmannesta maasta hyvin haastavana.

*H4: Jos tullaan EU-maasta, niin meille on kohtuullisen helppo tulla, mutta sitten, jos tullaan kolmannelta maasta, niin se on jo vaikeampaa. Vaihtoehtorahaston myyminen kolmannelta maasta on kokolailla mahdotonta.*

Muuten Suomen markkinoille tulemisessa on törmätty lähinnä luonnollisiin kulttuurisiin haasteisiin. Esimerkiksi vaatimukset kotimaisten kielten käytöstä on koettu rajan ylittävää toimintaa hidastavaksi tekijäksi. Tekijät eivät ole olleet kuitenkaan ylitsempääsemättömiä esteitä laajentumisessa. (H3, H6)

Näkemykset toiminnan laajentamista Suomesta muualle Eurooppaan ovat sen sijaan vaihtelevampia. Yleisesti Euroopan laajuisia yhteismarkkinoita pidetään positiivisena ja tavoiteltavana asiana. Ajan myötä kansainvälisen toiminnan koetaan helpottuneen ja osa pitää sitä jo varsin toimivana (H4, H7). Toisten mielestä rajan yli toimiminen on vielä turhankin hankalaa yhteissäätelyn pyrkimyksistä huolimatta (H1, H3).

*H1: Cross border marketingin saaminen vielä monta pykälää helpommaksi olisi hyvä. AIFM:ää (direktiiviä) kun katsoo, niin tällainen pyrkimys siellä on, mutta sitten se käytäntö on lopulta kovin erinäköinen.*

Kansainvälisen toiminnan helppouden koetaan liittyvän myös tarjottavien tuotteiden ominaisuuksiin ja kohdeasiakkaisiin. Ammattimaisille sijoittajille tarjottavien rahastojen jakelu ulkomaille on helpompaa, kun taas ei-ammattimaisten sijoittajien kohdalla törmätään suurempiin esteisiin (H1).

*H2: Kyllähän rahastotoiminnassa on sisämarkkinat ja varsinkin tukkumarkkinat toimii hyvin. Vähittäismarkkina taas on ollut viime aikoihin asti aika paikallista ja siinä puhdas rajan yli tarjoaminen on ollut aika paljon hankalampaa. Yleensä sitä jaellaan sitten kumppaneitten kautta. -- Se että vaikka minusta tulisi jonkun ison rahastotalon asiakas, niin se ei ole ihan tätä päivää vielä.*

Instituutioiden ja muiden ammattimaisten sijoittajien kohdalla sääntelyn tarve on sijoittajansuojan kannalta matalampi, jolloin myös rajan yli tarjoaminen helpottuu. Toisaalta eroja on myös UCITS- ja AIF-rahastojen välillä. Siinä missä UCITS-rahastojen kansainvälinen jakelu on selkeämpää ja käytännöt yhtenäisempiä, AIF-puolella maat voivat asettaa enemmän omia rajoituksia. Valtiot voivat itse päättää millä edellytyksin AIF-rahastoja saa markkinoida ei-ammattimaisille asiakkaille, jos se ylipäätään on sallittu. Tämä puolestaan voi synnyttää erillisen, kotimarkkinoista poikkeavan raportointitarpeen rahaston hallinnoijalle (H1).

Notifiointimenettelyä, jossa rahastotoimija ilmoittaa omalle valvojalleen aikeistaan jaella rahastoa muualla Euroopassa ja jossa viranomaiset maiden välillä vaihtavat informaatiota, pidetään lähtökohtaisesti hyvänä järjestelynä. Käytännössä menettely ei vielä toimi toivottulla tavalla. (H1) Tietojenvaihdossa ja raportoinnissa ulkomaisten viranomaisten kanssa on ilmennyt haasteita. Käytännössä erilaisia määräyksiä pidetään osin protektionistisina toimina suojata kotimarkkinoita (H7).

*H3: Laitat omalle valvojalle viestiä, joka ilmoittaa sitten Italian valvojalle. Sen jälkeen tulevat hallinnolliset kustannukset, mitkä siinä dokumentoinnista ja paying agentin määräyksestä on niin suuret, että et pääse brake eveniin kauhean helposti.*

*H4: Siellä on joitain sellaisia pullonkauloja, mitä olisi järkevä korjata. Esimerkiksi kun ensimmäisen kerran mennään sinne, niin se menee niin, että tehdään kotimaassa omalle viranomaiselle (ilmoitus) ja viranomaset vaihtaa tietoja keskenään. Sen jälkeen kaikki muutokset pitää notifioida suoraan niihin kaikkiin maihin missä ollaan, mikä on työlästä ja aiheuttaa turhia kustannuksia.*

Ongelmallisiksi on koettu myös prosessien hitaus viranomaisia koskevista aikamääräyksistä huolimatta (H4). Haasteita on liittynyt myös termien määritelmiin eri maissa. Epäselvyyttä on liittynyt esimerkiksi siihen, milloin toiminnassa on ollut kyse markkinoinnista ja milloin ei (H4). Myös tietoteknisten vaatimusten yhteensovittamiseen liittyy haasteita. Sen sijaan asiakkaalle näkyvää osaa markkinoinnista, kuten standardoituja avaintietolomakkeita, pidetään toimivina (H1).

Rajan ylittävän toiminnan hankaluudet koetaan yhdeksi potentiaalisiksi syyksi sijoittua keskeisiin rahastomaihin (H3). Sijoittuminen kyseisiin maihin ei poista vaikeuksia muissa vastaanottavissa maissa, mutta sillä voidaan tavoittaa paikallisesti laajempi kansainvälinen sijoittajajoukko. Tällöin merkittävämpi tekijä on kyseisten maiden tunnettuus ja tutuus kokonaisuudessaan, eikä yksittäiset jakeluun liittyvät tekijät.

Sen sijaan mahdollisuudet toiminnan laajentamiseen Euroopan ulkopuolelle koetaan paljon paremmiksi keskeisistä rahastomaista. Luxemburg on kansainvälisesti tunnettu finanssikeskus, joka harjoittaa yhteistyötä Euroopan ulkopuolisten markkinoiden kanssa.

*H4: Ajatellaan, että jos haluaisi ryhtyä myymään rahastoa Kiinassa, niin Luxemburgista on viranomaislahon yhteydet, siellä on Luxemburgin rahastoyhdistyksen yhteydet, jolloin se tiedetään mikä se on.*



Haastavaksi rajan ylittävässä toiminnassa on koettu myös eri markkinoiden käytännöt palveluntarjoajien käytöstä. Vaatimus asettaa erilliset paying tai transfer agentit on koettu hidasteena toisessa maassa toimimiselle (H3, H6, H7). Vaatimukset saattavat asettaa eri koiset toimijat erilaiseen asemaan. Suurille toimijoille laajentuminen voi olla helpompaa kuin pienille.

*H7: Isoilla rahastoyhtiöillä on omat hyvät verkostonsa, joita ne pystyvät hyödyntämään siinä markkinoinnissa, niillä ehkä siihen on enemmän rahkeita. Sitten pienillä toimijoilla se on todella iso tie lähteä markkinoimaan itseänsä, löytää sellainen jakelukanava ja sitten kun vielä monissa EU-maissa se markkinoinnin järjestäminen on paljon mutkikkaampaa kuin meillä.*

Asian kokemista haasteelliseksi voidaan argumentoida myös markkinoiden erilaisen rakenteen ja tottumuksen kautta. Rahastotoiminta on Keski-Euroopassa eriytyneempää suurista pankeista, jolloin erillisten palveluntarjoajien käyttöön on totuttu. Suomessa erillisiä palveluntarjoajia ei ole varsinaisesti edes toivottu markkinoille (H7). Siinä missä eri toiminnot on Suomessa totuttu tekemään yhden toimijan kautta tai sisäisesti, voivat erot tuntua suuremmilta kuin mitä ne välttämättä käytännössä ovat. Näkökulmat saattavat heijastaa myös suomalaisten toimijoiden vähäistä kokemusta ulkomaisista rahastomarkkinoista.

*H3: Meillä on kansainvälisille markkinoille suuntaavia ja tähtääviä toimijoita ja osa siinä onnistunutkin, mutta verrataan nyt taas kuuluisaan Ruotsiin, niin kuitenkin se lähtötilanne on se, että me ollaan pikemminkin lähdetty siitä Suomen markkinasta, eikä lähtökohta ole ollut se kansainvälinen kenttä.*

Markkinoiden kansainvälistyessä laajentuminen kotimarkkinoiden ulkopuolelle nähdään yhä tärkeämmäksi (H3). Näkökulma tulisi kääntää myös Suomessa kansainväliseksi, koska markkinat yhtenäistyvät jatkuvasti. Tällöin myös paikallinen kilpailu tulee lisääntymään, kun ulkomaisten kilpailijoiden tuleminen markkinoille on vapaampaa.

### **Markkinointisääntely ja sijoittajien luokittelu**

Markkinointisääntelyssä UCITS- ja AIF-puoli ovat hieman erilaiset. UCITS-rahastoja voi tarjota lähtökohtaisesti kaikille, kun taas AIF-rahastojen markkinoinnille ei-ammattimaisille sijoittajille voidaan asettaa maakohtaisia rajoituksia. Osassa Euroopan maita tietynlaisten tuotteiden tarjoaminen ei-ammattimaisille asiakkaille on kielletty tai niille sovelletaan erillisiä hyväksymismenettelyjä tai muita rajoituksia (H6). Toisinaan rajoitukset juontuvat paikallisista skandaaleista, jolloin rajoitusten asettaminen saa haastateltavilta ymmärrystä

(H2). Erilainen sääntely luo kuitenkin eroja maiden välille ja hidastaa kansainvälistä toimintaa.

Suomen linjauksia rahastotuotteiden markkinoinnista erityyppisille sijoittajille pidetään melko liberaaleina. Nykyisellään toimiluvallinen rahasto tai rahastonhoitaja voi lähtökohdaisesti markkinoida tuotteitaan sijoittajille riippumatta tuotteen tarkemmasta tyypestä.

(H6) Tässä mielessä suomalainen sääntely on kevyttä ja yksiselitteistä.

*H2: Meillä on ollut se perinne, että on voinut tarjota näille retail-sijoittajille, laajalle sijoittajajoukolla aika vapaasti. Sekin on minun mielestä ihan hyvä. Siinä sitten tulee muun sijoittajansuojasääntelyn asema tietysti, ettei ihmisille myydä vääriä rahastoja.*

Melko vapaan markkinointisääntelyn käänköpuolena nähdään sekä rahasto- että viranomaispuolella riskipitoisten tuotteiden lisääntyvä tarjoaminen kokemattomalle sijoittajajoukolla (H2, H6). Valvojan keinoja rajoittaa tarjoamista pidetään turhankin rajallisina ja keinojen lisäystä tulisi harkita (H6). AIF-rahastoissa sijoituspolitiikkaan puuttuminen on kuitenkin vaikeaa, koska sääntely kattaa hyvin erityyppisiä rahastoja. Toisaalta nykyistä sääntelyä pidetään jo nykyisellään aiempaa rajoittavampana. AIFML on lisännyt esimerkiksi pääomasijoittajia koskevaa sääntelyä.

*H7: Pääomasijoittajat ovat kokeneet AIFM-sääntelyn myötä, että heidän elämänsä on tiukentunut, koska siellä taas aiemmin kommandiittiyhtiöt sai kaiken sääntelyn ulkopuolelta tarjota osuuksiaan, niin nyt sitten tämän (AIFM) sääntelyn myötä heille on tullut tiukemmat rajat siihen.*

Sijoittajien luokittelu on kysymyksenä sijoitusrahastoja laajempi ja luokittelua ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin sijoittajiin pidetään tulkinnallisesti haastavana. Ammattimaisten sijoittajien tiukan kriteeristön johdosta ei-ammattimaisten sijoittajien kategoria on hyvin laaja sisältäen erityyppisiä ja eri ammattitaidon omaavia sijoittajia. Luokittelu on saanut osakseen paljon kritiikkiä rahastomarkkinoilla ja sen laajentamista pidettäisiin hyödyllisenä (H7). Erytysten EUSEF ja EUVECA rahastojen osalta, joihin tässä tutkielmassa ei perehdytä, on säädetty niin sanotusta kokeneesta sijoittajasta, joka sijoittuu nykyisten kahden kategorian väliin. Osassa Euroopan maita laajempaa luokittelua on sovellettu pidempään myös muissa rahastoissa ja kokemuksia menettelystä pidetään hyvinä.

*H2: Yleinen politiikkatarve saattaisi olla, että onko tällaiselle high net worth asiakaskunnalle tarpeen luoda oma kategoria. Mitä isompi toimija niin sitä helpommin se näkee tämän. Jos*

*juttelee esimerkiksi Sveitsin finanssialan yhdistyksen kanssa niin ne näkevät tässä kultasen mahdollisuuden, että tässä olisi tällainen kategoria, jolle vois myydä sofistikoituneempia ratkaisuja.*

*H7: Direktiivi on implementoitu kaikissa (maissa) vastaavasti, mutta tiedetään, että esimerkiksi Irlannissa ja Briteissä on näitä sijoittajaluokituksia enemmän ja kyllä ne niitä käyttää. Ilmeisesti se toimii siellä ihan fine, mutta niillä on ollut se perinne jo aikaisemminkin, että on ollut niitä sijoittajaluokkia. Se on ollut heidän tapa.*

Haasteena uuden sijoittajaluokan käyttöönotossa Suomessa nähdään rahoitusmarkkinoiden muu lisääntyvä yhteissäätely ja sen vaikutus rahastoalaan. Jos rahastotuotteita tarjoaa MIFID-direktiivin alainen toimija, kuten sijoituspalveluyritys, tulee sen noudattaa eivaltamattimainen–ammattimainen -luokittelua. Vastaavasti kaikille muille kuin ammattimaisille sijoittajille tarjottavissa rahastoissa vastaava luokittelu tulee tulevaisuudessa eteen PRIIPS-asetuksen kautta. Tästä johtuen uuden luokan käyttöönottamista ei pidetä tällä hetkellä viranomaisten mielestä houkuttelevana (H7). Myös rahastotoimijoiden puolella muutoksia luokittelussa pidetään epätodennäköisinä, vaikka ne olisivatkin tervetulleita. Tällä hetkellä huolta aiheuttaa tulevan MIFID-direktiivin tulkinta. Hyvin tiukka tulkinta aiheuttaisi alalle ongelmia, koska tuotteiden tarjonta olisi paljon rajatumpaa.

*H2: Mikään ei näytä siihen, että olisi tulossa lainsäädäntöratkaisua (sijoittajaluokittelun laajentamisesta). Nyt meillä on MIFID ja sillä mennään. Pikkuisen olisin huolissani siitä, kun MIFID:in myötä tulee niin sanottu kohdemarkkinasäätely. -- Huonosti sovellettuna se saattaa johtaa siihen, että retail-tarjonta supistuu joissain maissa ja tulee hyvin tällaista paternalistista sääntelyä. Sitten jos se tehdään hyvin ja maltilla, niin silloin se johtaa siihen, että meillä sijoittajat saa omaan riskiprofiiliinsa ja elämäntilanteeseensa paremmin soveltuvia tuotteita.*

Kyse on loppujen lopuksi siitä, millaisia tuotteita asiakkaalle voidaan tarjota hänen asiaprofiilinsa perusteella. Valvovan viranomaisen näkemys tulee olemaan sääntelyn soveltamisessa kriittisessä asemassa. Rahastojen kilpailukyvyyn kannalta olisi olennaista, että tulkinnasta tulee joustavaa ja ettei se rajoita tuotteiden tarjoamista liikaa. Keskeisten rahastomaiden tulkinta tulee todennäköisesti olemaan liberaalia, jolloin tuotteita tarjotaan vapaammin ulkomailta Suomeen myös jatkossa. Näin ollen kotimaisten tuotteiden toivoisi olevan tarjottavissa samoilla lähtökohdilla ulkomaisten rahastojen kanssa.

### Lunastusten hallintakeinot

Tulevaisuuden kannalta sekä Suomessa että muualla Euroopassa tulee pohtia rahastojen mahdollisuuksia hallita rahasto-osuuksien lunastuksia nykyistä laajemmin. UCITS IV -direktiivi sallii jo nykyisellään osuuksien takaisinoston tai lunastamisen keskeytyksen rahaston sääntöjen, kansallisen lainsäädännön tai säilytysyhteisön perustamisasiakirjojen mukaisesti (84 artikla). Keskeyttäminen on mahdollistettu myös Suomessa SRL 50 pykälän nojalla. Käytäntöjä pidetään kuitenkin puutteellisina verrattuna keskeisiin rahastomaihin ja olemassa oleviin tarpeisiin nähden (H7).

Lunastusten hallintakeinojen puuttumisen nähdään lisäävän ennen kaikkea epävarmuutta markkinoilla. Työkaluille koetaan olevan tarvetta poikkeustilanteiden varalle ja markkinoiden vakauden tukemiseksi. Vastikään Iso-Britannian EU-eron äänestämisen yhteydessä brittiläiset kiinteistörahastot joutuivat niin sanottuun likviditeettikriisiin.

*H2: Pitemmällä aikavälillä (kehityskohtana olisi) tämmöisten työkalujen luonti -- että voidaan asettaa lunastusrajoituksia tietyissä tilanteissa, jos on markkinahäiriö olemassa. Se on vähän käänteisesti samanlainen, kuin joku talletussuojarahastomekanismi, joka olemassaolollaan turvaa sitä luottamusta pankkijärjestelmään. Tässä on vähän sama meininki, eli jos on mahdollisuuksia asettaa lunastusrajoituksia niin ei tule sellaista ryntäystä, että sijoittajat ryntäävät ensimmäisenä lunastamaan, jotta omat rahat ei jää sinne kaniin.*

Välttämättä tilanne ei edellytä edes makroekonomista kriisiä, vaan rahaston sijoituspolitiikka ja sijoituskohteet voivat olla syynä odottamattomiin massareaktioihin. Samankaltainen tilanne voi syntyä myös esimerkiksi, jos rahaston sijoittajajoukko on hyvin keskittynyttä ja sijoittavat lunastavat omistuksiaan laajasti (H7).

Lunastusten hallintaan nähdään tarvittavan erilaisia keinoja, joista yksi voisi olla niin sanottu lunastusten porrastus. Menettelyssä on kyse rajan asettamisesta lunastusten enimmäismäärälle tietyllä aikavälillä. Keskeisissä rahastomaissa kyseisiä keinoja on käytetty jo pidempään. (H7) Kuten monessa muussakin tapauksessa, Suomessa keinojen käyttämättömyys vaikuttaisi ainakin osittain juontuvan melko tiukasta tulkinnasta. Harkinta jää lopulta valvojalle, vaikka sääntely mahdollistaa kyseisten keinojen käytön jo nykyään. Tämän ja rahastoyhtiöiden tottumattomuuden myötä kyseisiä keinoja ei ole tuotu rahaston sääntöihin, jolloin niiden käyttäminen ei ole ollut käytännössä mahdollista.

## 5.4. Juridiset rakenteet

Nykyisen yhtiösäädännöstä haastateltavat eivät löytäneet mainittavan arvoista parannettavaa rahastojen näkökulmasta. Sääntely on sen suhteen vakiintunutta ja sitä pidetään yleisesti rahastotoimintaa soveltavana. Käytettävissä olevien juridisten rakenteiden sääntelyä pidetään melko hyvänä. Yleisesti laajoja mahdollisuuksia järjestää rahastotoiminta pidetään hyvänä asiana, kunhan niitä käytetään vain aitoon yhteissijoittamiseen.

*H5: Kyllähän se tietysti kilpailukykyä lisäisi, jos vaihtoehtoja on enemmän. -- Sikäli, kun ne tarjottavat tuotteet on rahastoja ja jollain tavoin sääntelyssä varmistettaisiin se, että niiden käyttö verosuunnittelun välineenä yksittäiselle sijoittajalle olisi jotenkin rajattu.*

Erityisesti AIF-sääntelyn puolella rahastotoiminta voidaan järjestää vapaasti eri tavoilla. Tärkeäksi koetaan, että rahasto voi valita käytettävän rakenteen sijoituskohteita ja sijoittajakohderyhmää silmällä pitäen (H6).

UCITS-puolella toiminnan järjestäminen on sen sijaan rajattu sopimusmalliin, jota pidetään suurimpana ongelmana liittyen juridisiin rakenteisiin Suomen rahastosääntelyssä. Ratkaisuna tähän esitetään sijoitusyhtiömuotoisen rahastotoiminnan sallimista AIF-puolen lisäksi myös UCITS-puolella. Sijoitusyhtiömuotoinen toiminta tulisi voida järjestää vaihtuvapääomaisessa yhtiömuodossa, jotta se olisi käyttökelpoinen UCITS-rahastojen kohdalla. Vaihtuvapääomaisena rahaston merkintöjen ja lunastusten hallinta olisi joustavaa, mutta tällä hetkellä lainsäädäntömme ei kyseistä mallia tunnista (H5).

*H7: Se tarkoittaisi sitä, että kirjoitettaisiin ihan oma laki siitä vaihtuvapääomaisesta sijoitusyhtiöstä, että se ei mene edes meidän osakeyhtiölain alle. Meillä on erikseen osakeyhtiölaki, jossa on tämä kiinteä malli ja sitten on tämä vaihtuvapääomainen ja se olisi vain tätä tarkoitusta varten.*

Sijoitusrahastomuotoisen ja vaihtuvapääomaisen rahastoyhtiön toimintaa pidetään tietyillä markkinoilla standardina, jolloin niiden käyttäminen kyseisillä markkinoilla toimiessa olisi luonnollisinta. Vaihtuvapääomaiset sijoitusyhtiöt ovat tunnettuja ja tuttuja rahastomuotoja Keski-Euroopassa, jolloin niiden mahdollistaminen Suomessa olisi erityisen tärkeää rajan ylittävän toiminnan kannalta. Vaikka sopimusmallista rahastorakennetta pidetään sinällään yhtä toimivana mallina, voisi sijoitusyhtiömuoto helpottaa laajentumista kansainvälisille markkinoille (H1, H4).

*H2: Meidän rahaston juridinen muoto on vähän semmoinen erikoisuus. Eihän se meille suomalaisille ole koskaan ollut mikään epäselvyys, mutta se (sijoitusyhtiömuoto) olisi ehkä ulkomaisille sijoittajille helpompi mieltää, että tämä on samanlainen SICAV, kun on Luxemburgissa tai Irlannissa tai muilla isoilla markkinoilla.*

Haastateltavat kokevat, että ulkomaisten sijoittajien on helpompi mieltää sijoitusyhtiömuotoisen rahaston rakenne ja sijoittajien asema niissä (H7). Lisäksi poikkeavien rakenteiden koetaan aiheuttavan ylimääräisiä hidasteita varsinkin suurempien sijoittajien kohdalla. Samalla, kun vaatimukset suurten sijoittajien tekemistä due diligence tarkastuksista ovat tiukentuneet, on tuntemattomamman rakenteen tuoma lisäselvitystarve mahdollisesti merkittäväkin hidaste pysyä mukana kilpailussa yhteismarkkinoilla (H4).

Kansainvälisyyden edistämisen ja tunnettuuden lisäksi sijoitusyhtiömuotoisella rahastolla voitaisiin keventää rahastoyhtiöiden hallinnollista taakkaa. Sijoitusyhtiömuodossa rahastojen ja rahastosarjojen luomista ja ylläpitämistä pidetään kevyempänä (H3, H4, H6). Uuden rahaston perustaminen sopimusmallissa edellyttää muun muassa rahaston rekisteröimistä ja hakemista verovelvolliseksi. Käytännössä sijoitusyhtiömuoto tarjoaa tähän tarkoitukseen kevyemmän ratkaisun, niin sanotut alarahastot. Sen sijaan, että rahastonhoitaja perustaisi kokonaan uuden rahaston, sijoitusyhtiössä voidaan perustaa uusi alarahaston saman yhtiön alaisuuteen.

Periaatteessa alarahastojen käyttö nähdään mahdolliseksi myös sopimusmallilla toimivassa rahastotoiminnassa, mutta käytännössä niissä on totuttu käyttämään vain eri osuussarjoja (H4). Osuussarjat sopivat esimerkiksi rahaston laajentamiseen eri valuuttaperusteisiksi tai eri sarjojen luontiin eri sijoittajaluokille. Sen sijaan täysin toisen tyyppistä sijoitusstrategiaa noudattavan rahaston perustamiseen osuussarjoja ei ole hyväksytty (H3).

Lisäksi osuussarjojen käyttöön saattaa liittyä tulevaisuudessa ongelmallista tulkintaa EU-tasolla. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA:n) on tulkittu esittäneen tiukenevaa kantaa siihen, millaisia osuussarjoja ylipäätään voidaan käyttää.

*H4: ESMA:n argumentaatio meni vähän niin, että joskus on käytetty osuussarjoja sellaisessa tilanteessa, vaikka on tosiasiallisesti erillisestä rahastosta tai alarahastosta kyse ja se ei ole hyväksyttävää. -- Suomalaisnäkökulmasta se nousee erityisen vaikeaksi, kun meillä ei tunneta niitä alarahastoja. Silloin vaihtoehto olisi, että osuussarjasta hypätään suoraan erillisen rahaston perustamiseen.*

Suomen sääntely-ympäristössä linjauksen toteuttaminen tarkoittaisi hallinnollisesti huomattavasti raskaampaa järjestelmää. Tällöin esimerkiksi saman rahaston instituutioille ja yksityissijoittajille tarkoitetut erilliset osuussarjat tulisi perustaa kokonaan erillisinä rahastoina. Tämä lisäisi huomattavasti rahastoyhtiöiden hallinnollista taakkaa ja saattaisi aiheuttaa lisäksi muita ongelmia, kuten vaikeuksia sijoittajien vähimmäismäärän saavuttamisessa (H4). Toisena vaihtoehtona olisi, että vähän käytettyjä osuussarjoja poistuisi markkinoilta, jolloin vastaaviin strategioihin sijoitettaisiin mahdollisesti ulkomaisten toimijoiden alarahastojen kautta.

Sijoitusyhtiömuotoinen rahasto voisi myös rakenteena soveltua paremmin listattavaksi julkisen kaupankäynnin kohteeksi, joskaan tarkkaa näyttöä asiasta ei ole (H7). Luontevaa kuitenkin olisi, että erillisenä yhtiönä toimiva rahasto olisi rahastoyhtiöön sidoksissa olevaa sopimusmallista rahastoa sopivampi listattavaksi.

Sijoitusyhtiömuotoisen rahastotoiminnan sallimisessa ei nähdä erityisiä haittoja. Viranomaispuolella kokemukset nykyisestä AIF-puolen muotovapaudesta ovat olleet positiivisia.

*H7: Ei ole havaittu, että olisi mitään ongelmia ollut AIFML:n puolella. -- Ei nyt ainakaan tämän hetkisen kokemuksen valossa siitä, että siellä AIFML:n puolella on ollut niitä vaihtoehtoja, ole ollut haittaa.*

Aineiston valossa sijoitusyhtiömuotoisen rahastotoiminnan sallimisen seuraukset olisivat positiivisia. UCITS-rahastot hyötyisivät uudesta rakenteesta selkeimmin, mutta myös tiettytyypisille AIF-rahastoille uudistus toisi lisää mahdollisuuksia. Nykyisellään AIF-rahastot perustetaan tyypillisimmillään erikoissijoitusrahastomuotoisiksi rahastoyhtiöiksi tai kommandiittiyhtiöiksi. Jos rahasto halutaan pitää suljettuna, sitä ei voida perustaa erikoissijoitusrahastona mallia koskevan sääntelyn vuoksi. Toisaalta kommandiittiyhtiö sopii huonosti, jos sijoittajia on paljon. Tällä hetkellä kyseisiin tarpeisiin on kehitetty monimutkaisempia ratkaisuja.

*H6: Kommandiittiyhtiön äänettömät yhtiömiehet pitää erikseen rekisteröidä niin sitten se on hankalaa... Tai helpompaa, jos on 15 sijoittajaa kun 10 000. -- Sitten, jos kommandiittiyhtiömallissa halutaan laajemmalle sijoittajajoukolle tarjota, on sellaisia voitonjakolainatyyppisiä ratkaisuja.*

Näin ollen vaihtuvapääomainen sijoitusyhtiö voisi tuoda toimivan lisän myös AIF-puolelle, kun rahasto voitaisiin perustaa suurelle sijoittajamäärälle suljettuna ilman kommandiittiyhtiön rajoitteita. On kuitenkin melko ilmeistä, että verotus ohjaa rahastoja juridisten rakenteiden valinnassa. Ollakseen kiinnostava käytännössä, sijoitusyhtiömuotoisen osakeyhtiön tulisi olla jatkossa myös verotuksellisesti samalla viivalla nykyisten sopimusmuotoisten rahastojen kanssa (H5).

## **5.5. Verotus**

### **UCITS- ja erikoissijoitusrahastojen verotus**

Suomessa rahastoja koskevia verotuskäytäntöjä pidetään pääosin selkeinä ja johdonmukaisina. Verotuksen tilaa pidetään kokonaisuudessaan kohtuullisen hyvänä ja kilpailukykyisenä. (H1, H2, H6) Tärkeää on, että rahastojen verotus vastaa muiden sijoitustuotteiden verotusta (H4). Sekä rahastoyhtiöiden että sijoittajien kannalta on oleellista, että verotus on mahdollisimman staattista ja herättää näin yleistä luottamusta (H2, H5).

Yleisemmin rahaston kotipaikan verotuksen kilpailukykyyn katsotaan liittyvän kolme tekijää: rahaston verotus sijoittajien ja sijoitusten välissä, voitonjaon verotus ja sijoittajan veroilmoituksen antovelvollisuus (H5). Rahaston tasolla verotus jakautuu edelleen rahaston verotukseen sen kotivaltiossa ja rahaston sijoitusten verotukseen sijoitusten kotivaltioissa.

UCITS- ja erikoissijoitusrahastomuotoisten AIF-rahastojen verotonta asemaa pidetään yksimielisesti toimivana. Näissä tapauksissa rahaston tuloverotus on eliminoitu ja rahasto toimii neutraalina välineenä sijoittajien ja sijoituskohteiden välissä.

Ulkomaille sijoitettaessa neutraalisuus ei ole sen sijaan varmaa, sillä tuotoista peritään vaihtelevan käytännön mukaan lähdeveroja (H3). Vastaavasti ulkomaisille rahastoille suomalaisista sijoituskohteista maksettavat tuotot ovat lähtökohtaisesti veronalaisia. EU-sääntelyn mukaan esimerkiksi Suomen tulisi vapauttaa suomalaisia rahastoyhtiöitä vastaavat eurooppalaiset rahastot lähdeverosta, koska kyseiset suomalaiset yhtiöt nauttivat veroedusta. Koska näin ei ole kuitenkaan toimittu, asiasta on käyty oikeutta eri puolilla Eurooppaa. Vapautuksen piiriin kuuluvien rakenteiden ala on hiljalleen laajentunut, mutta lähdeverokäytännöt toimivat edelleen tehokkaan Euroopan sisäisen rahastotoiminnan esteenä. (H5)



Rahaston verottamisen suurena ongelmana on sijoittajien oman verotuksellisen aseman syrjäyttäminen ja siten epätarkoituksenmukaisen verotuksen toteutuminen (H5). Tällöin esimerkiksi työeläkeyhtiöiden rahastotuotot tulisivat verotettavaksi, vaikka ne ovat erikseen vapautettu sijoitustuottojen verotuksesta.

*H4: On tärkeätä, että se on neutraali väline se rahasto siinä välissä, koska jos sitä rahastoa verotettaisiin, niin silloin se johtaisi sijoittajien tuplaverotukseen tai päällekkäiseen verotukseen. Varsinkin näiden osalta, jotka on tarkoituksella vapautettu, niin ne joutuisivat maksamaan veroa. Se ei ole ollut tarkoitus sen sijoittajan verosääntelyssä.*

Veroneutraalia periaatetta pidetään hyvänä myös siksi, ettei se ohjaa sijoitustoimintaa. Tällöin verokohtelu ei ota kantaa rahastojen tuotonjakoon tai sijoittajien päätökseen nostaa tai jättää tuotot rahastoon. (H4) Linjaus toteuttaa vastaavaa periaatetta esimerkiksi suoran osakesijoittamisen kanssa, missä yhtiöön jätettyä tulosta ei veroteta sijoittajan tulona, vaan vasta jaettaessa yhtiöstä omistajille.

Ylimääräinen verokulu aiheuttaa kilpailukykyä alentavan tekijän rahastolle. Mitä suuremaksi sijoitettavat pääomat kasvat, sitä suurempi merkitys verotuksen kilpailukykyisyydellä nähdään olevan (H5). Verotuksellisilla poikkeamilla nähdään olevan kasvava merkitys varsinkin, jos tuote ei sisällä muuta, esimerkiksi salkunhoidollista, positiivista lisäarvoa.

*H5: Tyypillisesti yhtään sofistikoituneemmat sijoittajat eivät halua sijoittaa tuotteeseen missä on verokulu, joka syö hänen sijoitustuottoa ja jota ei olisi, jos tehtäisiin se vastaava sijoitus suoraan. Ja totta kai verrataan sitä, että onko rahastonhoitaja semmoinen, että hänen palkkiot plus mahdollinen kulu, niin silti kannattaa vaihtoehto, jossa on yhtä hyvä rahastonhoitaja, mutta ei ole sitä vastaavaa verokulua.*

Näkemyksen mukaan rahaston verotus tulee pitää erillään sijoitustoiminnasta saatavien tuottojen lopullisesta verotuksesta. Sijoitustoiminnan verotus todellisen hyödynsaajan kohdalla tulee voida säätää halutulle tasolle, mutta verotuksen ei tulisi kannustaa rahastotoimijoita sijoittumaan tiettyyn paikkaan.

*H5: Niinhän se pitäisi olla, että me säädetään se verotuksen taso semmoiseksi mikä se on, mutta pyritään pitämään se yksinkertaisena niin, että ei veroteta samaa tuloa moneen kertaan vaan pyritään säätämään verotuksen taso oikealle kohdalle ja varmistamaan, että se peritään aina kertaalleen pitämällä veropohjaa rapauttavat tekijät minimissään.*

Ruotsissa omaksuttua mallia, jossa rahastosijoittajaa verotetaan laskennallisesta tuotosta, ei pidetä houkuttelevana. Järjestelmää pidetään paitsi omintakeisena ja mutkikkaana, sen nähdään sisältävän suuremman riskin muuttua poliittisen päätöksenteon seurauksena (H4). Kynnys verotuksen korottamiseen voi laskea, jos neutraaliusperiaatteesta luovuttaisiin. Erityisen ongelmallisena pidetään politikoinnin seurauksena poukkoilevaa verotusta, joka pahimmillaan pysäyttää kehityksen. Vaihteleva linja aiheuttaa lisäksi suuria kuluja palveluntarjoajille.

*H2: Kaikkein hankalin on se, että tehdään jotain, kehitetään ja sitten veropolitiikka vaihtuu kolmen tai viiden vuoden päästä. Hirveät kustannukset, nämä ovat aina isoja järjestelmähankkeita mitä tehdään. -- Jos seuraava hallitus sen sitten kumoo, niin ei semmoinen ole hyvää politiikkaa.*

Siinä missä rahastoja verotetaan Luxemburgissa marginaalisella promilleissa laskettavalla veroasteella, vastaavan veron toimivuutta Suomessa epäillään. Luxemburg houkuttelee rahastotoimintaa alueelleen olemassa olevan finanssiklusterin ja tunnettuuden myötä. Suurten pääomien seurauksena jopa hyvin marginaalinen vero on valtiolle hyödyllinen (H4). Suomessa vastaavasti kerättäviä summia pidettäisiin rahastotoiminnalle aiheuttavaan haitallisuuteen nähden melko pieninä. Lisäksi riskinä pidetään rahastojen melko helppoa siirtymistä toiseen paikkaan.

*H2: Tulee helposti houkutus poliitikolle, joka tähän perehtyy, että verotetaanhan rahastoa Luxemburgissakin, mutta kun ne pääomat ovat vähän erilaiset, niin semmoisen yksinkertaisen laskelman tekeminen, että näin paljon saataisiin, jos laitettaisi näinkin pieni vero, on äärimmäisen vaarallinen, koska tämä toimiala voi siirtyä helposti -- ja silloin ne verotulot jäävät saamatta.*

Näkemyksen mukaan finanssisektorin erillisestä verotuksesta on muutoinkin huonoja kokemuksia. Aiemmin Ruotsissa käytössä ollut rahastojen verotusta pidetään katastrofaalisena paikallisille rahastomarkkinoille. Sääntelyn seurauksena moni ruotsalainen toimija perusti rahastotoimintaa muihin Pohjoismaihin välttääkseen ylimääräisen verorasituksen (H4). Toisena huonona esimerkkinä esitettiin Ruotsin finanssitransaktiovero, jonka seurauksena merkittävä osa sen alaisesta kaupankäyntitoiminnasta siirtyi pois maasta (H2). Samalla sääntelyllä tavoitellut hyödyt jäivät olemattomiksi.

### **AIF-rahastojen verotus**

AIF-puolella henkilöyhtiömuotoisia rahastoja pidetään verotuksellisesti toimivina, kun sijoittajat ovat kotimaisia. Verotus toimii UCITS-rahastojen tapaan neutraalisti tuloksen siirtäessä voitto-osuuksina sijoittajille. Sen sijaan osakeyhtiön käyttö erillisenä AIF-rahastona on tällä hetkellä verotuksellisesti huonossa asemassa. Osakeyhtiöitä on nähty käytettävän ainoastaan harvoissa, lähinnä kiinteistöihin sijoittavissa rahastoissa.

*H5: Suomessa nimenomaan se yhtiömuoto ajaa sen verokohtelun ja osakeyhtiötä verotetaan sen saamasta tulosta normaalilla yhteisöverokannalla, piste. Oikeastaan ainut poikkeus on siihen nämä (KRL:n mukaiset) asuinhuoneistoihin sijoittavat rahastot, jotka on hakeneet erityisen verohuojennuksen. -- Ja silloin vaatimukset ovat hyvin tiukat.*

AIFM-direktiivissä valittu menettely säännellä rahastonhoitajaa on aiheuttanut verotuksellisesti epävarmuutta silloin, kun rahastonhoitaja ja rahasto sijaitsevat eri valtioissa. Haastatteluissa nousi esiin kysymys siitä, synnyttääkö rahastonhoitajan toiminta toisessa valtiossa rahastolle tai sijoittajalle kiinteän toimipaikan hoitajan kotivaltioon (H5). Esimerkiksi Iso-Britanniassa hoitajan ei ole katsottu synnyttävän kiinteää toimipaikkaa ulkomaiselle rahastolle.

Suomessa tulkintalinja on epäselvä, mikä aiheuttaa epävarmuutta toimijoiden keskuudessa. Toistaiseksi lainsäädäntömme ei ota asiaan kantaa, eikä verottaja ole ohjeistanut kyseisestä tilanteesta. Sen sijaan keskusverolautakunnan ratkaisu (KVL: 2015/2) puoltaa linjaa, jonka mukaan ulkomaiselle rahastolle ei synny kiinteää toimipaikkaa suomalaisen rahastonhoitajan takia. Tämä tukee suomalaisten AIF-hoitajien toimintamahdollisuuksia laajemmin ulkomaisten rahastojen hoitajina. On silti selvää, että asian vahvistaminen lainsäädännöllä tai verottajan toimesta puoltaisi toimialan luottamusta linjaukseen.

### **Sijoittajien verotus**

Kotimaisten sijoittajien kannalta verotuskäytäntöjä pidetään selkeinä ja ennakoitavina. Sen sijaan ulkomaisten sijoittajien verotusta rasittaa tuottojen lähdeverotus. Suomi noudattaa tässä suhteessa vastaavaa linjaa muiden Pohjoismaiden kanssa (H5). Lähdeverotus aiheuttaa lisärasitteita, vaikka niiden takaisinperintä on tietyin edellytyksin mahdollista.

*H5: Ulkomaisille sijoittajille sikäli, kun siitä menee voitonjaosta lähdevero, niin silloin se ei tietysti ole houkutteleva. Elikkä sijoittaja joutuu ylimääräisen verorasituksen piiriin, jonka hän*

*voi mahdollisesti saada kotivaltiossaan hyvitettyksi, mutta niille hyvityksille on aina erinäköisiä rajoituksia maasta riippuen. Ne ei voi johtaa veronpalautukseen, joten se voi jäädä lopulliseksi kustannukseksi.*

Ongelma korostuu niin sanottujen tuotto-osuuksien kohdalla, joissa maksetusta tuosta peritään lähdevero pääsääntöisesti vallitsevien verosopimusten mukaisesti. Sen sijaan kasvu-osuuksiin lähdeverotusta kohdistetaan harvemmin. Tässä suhteessa keskeisiin rahastomaihin sijoittuneet rahastot ovat sijoittajille houkuttelevampia vaihtoehtoja, koska niissä lähdeverotus on sijoittajasta ja sijoituskohteesta riippumatta eliminoitu (H5).

Ulkomaalaisten sijoittajien kohdalla myös AIF-rahastoille tyypillisessä KY-muotoisessa rakenteessa on törmätty haasteisiin. Tulkinta vastuunalaisen yhtiömiehen synnyttämästä kiinteästä kotipaikasta myös äänettömänä yhtiömiehenä toimivalle sijoittajalle on aiheuttanut sijoittajille ylimääräisiä veroseuraamuksia.

*H5: Ulkomaisessa kontekstissa meillä on korkeimman hallinto-oikeuden tulkintalinja, joka sanoo, että jos kommandiittiyhtiön vastuunalainen yhtiömies on suomalainen, niin sille ulkomaiselle äänettömälle yhtiömiehelle eli sijoittajalle käytännössä syntyy kiinteä toimipaikka sen vastuunalaisen yhtiömiehen toiminnan johdosta, joka johtaa siihen, että ulkomainen sijoittaja joutuisi maksamaan Suomeen veron hänelle allokoitusta voitto-osuudesta.*

Myöhemmin tilannetta on pyritty korjaamaan TVL:n säädöksellä (TVL 1.9 §). Pykälän perusteella sikäli, kun KY harjoittaa pääomasijoitustoimintaa ja sijoittaja on oikeutettu verosopimusten mukaisiin etuihin, tuloa voidaan verottaa ikään kuin sijoittaja olisi saanut sen suoraan. Käytännössä haasteeksi on kuitenkin muodostunut määritelmä pääomasijoitustoiminnasta (H5). Tulkintaa on tehtävä rahastokohtaisesti, mikä on tietyissä tilanteissa aiheuttanut epävarmuutta poikkeussäännöksen soveltamisessa. Näkemysten mukaan kriteeristöä tulisi tehdä tarkkarajaisemmaksi tai höllentää, jos tuotteiden perustamista ulkomaisille sijoittajille halutaan edistää (H5).

Lisäksi ulkomaalaisten sijoittajien verotukseen liittyy haasteita kiinteistöihin sijoittavissa AIF-rahastoissa. Kansainvälisenä normina pidetään, että kiinteistön sijaintimaalla on verotusoikeus kiinteistön tuottamaan tuloon. Tästä seuraavaa veroilmoituksen antovelvollisuutta on pidetty ulkomaisten sijoittajien kohdalla ongelmallisena.

*H5: Varsinkin sen veroilmoituksen failausvelvollisuus on monille ongelmallinen. Sitä ei mielellään haluta, koska jos on laaja sijoitussalkku niin se, että syntyy siinä sijoitusvaltiossa veroilmoituksen antovelvollisuus, on hallinnollisesti äärimmäisen hankalaa ja kallista toteuttaa.*

Näin ollen suomalaisiin AIF-rahastoihin sijoittavien ulkomaalaisten verotuksessa on kilpailukykyä heikentäviä puolia sekä tuoton verotuksessa sekä ilmoitusvelvollisuudessa. Haasteena pidetään myös suomalaisten verotuskäytäntöjen tuntemattomuutta kansainvälisillä sijoitusmarkkinoilla. Siinä missä kansainvälisten finanssikeskusten verotuskäytännöt ovat tunnettuja, Suomen kaltaisen reunamarkkinan normeja ei tunneta. (H6) Tämä saattaa ohjata valitsemaan tutumman vaihtoehdon keskeisiltä rahastomarkkinoilta. Käytännössä seikat lisäävät keskeisten rahastomaiden houkuttelevuutta, koska niissä menettelyt ovat selvempiä ja monesti sijoittajien kannalta tehokkaampia.

### **Rahastonhoitajien verotus**

Rahaston ja sijoittajan verokohtelun lisäksi merkittäväksi tekijäksi rahastotoiminnan sijoittautumisessa pidetään rahastoyhtiön ja rahastonhoitajan verotusta. Sen, korostuuko toiminnan sijoittumisessa rahaston vai rahastonhoitajan verokysymykset, koetaan olevan tapauskohtaista (H5). Yleisenä toivomuksena on, että verotukselliset linjaukset olisivat ennakoitavia ja muuttuisivat harvoin (H1). Alhaisella yritysverotuksella nähdään kilpailtavan Euroopassa edelleen tietyssä määrin, mistä selvimpiä esimerkkejä ovat Alankomaiden ja Irlannin alhainen yhteisöverotus (H2, H3). Monessa suhteessa aggressiivista verokilpailua pidetään kuitenkin jo pääosin menneenä ongelmana Euroopan rahastomarkkinoilla.

*H4: Siellä (Luxemburgissa ja Irlannissa) on aikaan ollut verotuksellisia syitä, mutta ne on enemmän ollut ja menneet.*

*H5: Kyllä rahastonhoitajat varmasti miettivät sitä (yritysverotusta) valitessaan sitä maata mihin sijoittuvat. Nykyisellään siinä ei ehkä ole ihan niin dramaattisia eroja, kun mitä aikaisemmin.*

Pankkisalaisuudella ja veronvälttelyn mahdollistamisella kilpailua on pidetty aiemmin vakavana ongelmana Euroopassa. Kehittyneen sääntelyn, kuten yhdysvaltalaisen Foreign Account Tax Compliance Actin ja OECD:n Common Reporting Standardin myötä salaisuudella kilpailua ei enää pidetä niinkään suurena ongelmana. Tällaisen kehityksen nähdään käytännössä hyödyttävän erityisesti Suomen kaltaisten maiden kilpailukykykehitystä, kun hyvin vahva verotuksellinen kannustin sijoittua tiettyihin maihin poistuu. (H2)

Toisena esimerkkinä rahastoyhtiöiden veroeduista keskeisissä rahastomaissa mainittiin Luxemburgissa aiemmin käytetty konsernin sisäisen liikearvon kirjaaminen. Monikansallisten konsernien perustaessa rahastonhoitoa Luxemburgiin, niiden on ollut mahdollista saada tietyn edellytyksin verotuksessa vähennettävää liikearvoa kirjattavaksi taseisiinsa. Menettely on käytännössä poistunut myös Luxemburgista. Käytäntöjen vähentymisen katsotaan olevan seurausta lisääntyneestä keskustelusta liittyen kielletyn vationtuen antamiseen. (H5) Suomen linjaa olla tarjoamatta erillisiä veroetuja varsinkaan finanssisektorille pidetään hyvänä.

*H5: Tyypillisesti Suomi ei ole lähtenyt tähän kansainväliseen verokilpailuun sillä tavalla, että se olisi tarjonnut tällaisia porkkanoita varsinkaan finanssisektorin toimijoille. Kyllä se varmasti yleistä veronmaksumoraalia rapauttaa, jos yhtäkkiä päätetään finanssisektorille antaa joku tietty veroetu. En näe sitä suomalaisen oikeusjärjestykseen oikein hyvin istuvana.*

Vaikka verotuksellisia tekijöitä ei enää pidetä merkittävimpinä kriteereinä sijoittua keskeisiin rahastomaihin, on niillä edelleen merkitystä maiden kilpailukykyyn. Verotukselliset tekijät ovat olleet keskeisessä roolissa esimerkiksi Irlannin ja Luxemburgin finanssiklustereiden rakentumisessa. Sen myötä alueille on syntynyt laaja erilaisia toimijoita ja toimintoja palveleva infrastruktuuri. Nykyisellään palvelusektorin ja työvoiman saatavuus toimii jo itsessään houkuttimena sijoittua kyseisiin paikkoihin. Suuren finanssisektorin nähdään myös puoltavan valtioiden poliittista tasaisuutta kyseisissä maissa. (H3, H5)

Rahastoyhtiöiden verotuksessa Suomessa epäselvyyttä on aiheuttanut palkkioiden maksu KY-muotoisissa rahastorakenteissa. Rahastoa hallinnoiva yhtiö toimii kyseisissä rakenteissa tavallisesti vastuunalaisen yhtiömiehen roolissa, jolloin myös esimerkiksi hallinnointipalkkiot tuloutuvat sille. Haastatteluiden perusteella tuottopalkkioiden verotuksen liittyy sekä kansainvälisesti että Suomessa runsaasti tulkinnanvaraisuutta (H5). Epäselvää on, pidetäänkö vastuunalaisena yhtiömiehenä toimivan rahastonhoitajan tuottopalkkioita tällaisessa järjestelyssä pääoma- vai ansiotuloina.

*H5: Markkinat ovat tyypillisesti lähteneet siitä, että tämän (tuottopalkkion) pitäisi olla tuottoa heidän (rahastonhoitajan) sijoitukselleen mitä verotetaan pääomatulona tai sen hallinnointiyhtiön tulona, kun taas verottaja on halunnut nähdä tämän monessa valtiossa ansiotuloon rinnastettavana tulona.*

Suomessa tulkintakysymykseen on otettu kantaa eri tasoilla. Verottaja on argumentoinut selvityksessään sen puolesta, että tuottopalkkiot laskettaisiin rahastonhoitajan ansiotuloksi (Verohallinto 2016). Myöhemmin KVL on kuitenkin antanut useamman ratkaisun, joissa tuottopalkkion on katsottu kuuluvan yksittäisen rahastonhoitajan sijaan hallinnointiyhtiölle (mm. KVL:2016/51). Näin ollen tulkinta on hieman ristiriitaista ja aiheuttaa epävarmuutta rahastopuolella.

Verotuksellisiin kysymyksiin liittyen hyvänä menettelynä pidettäisiin sitä, että verosääntely ei kannustaisi yhtiöitä jakamaan tulostaan ulos yhtiöstä. Varsinkin finanssisektorin osalta pidetään tärkeänä, että yhtiöiden vakavaraisuus olisi nykyistä vahvempi heikompien aikojen varalle (H1). Tässä mielessä sääntelyä toivottaisiin kehitettävän siten, ettei esimerkiksi osinkoverotuksella ainakaan rangaistaisi yhtiöitä, jotka pitävät varoja yhtiössä voitonjaon sijaan.

### **Arvonlisäverotus**

Maiden välillä on verotuksellisia eroavaisuuksia rahastojen käyttämiin palveluihin liittyen. Toisaalta kysymykset liittyvät siihen, mistä palveluista vastaa rahasto ja mistä rahasto hoitaja, toisaalta palveluiden ALV-alaisuuteen.

Tyypillisesti rahastoyhtiön liiketoiminta perustuu rahastoinnin hallinnoinnista saataviin palkkioihin. Sillä, vastaako palveluista rahastonhoitaja vai rahasto ei periaatteessa ole merkitystä toiminnan kannalta. Jos palveluista vastaa rahasto, maksetaan palvelut suoraan rahastosta, jolloin hallinnointipalkkioina veloittettavien kulujen määrä laskee. Jos palveluista vastaa rahastonhoitaja, siirtyvät palvelumaksut sijoittajien maksettavaksi korkeampina hallinnointipalkkioina. Näin ollen erona on lähinnä sijoittajalle palkkionmuodossa näkyvä kulu, vaikka palveluiden kattaminen jää joka tapauksessa heidän vastuulleen.

Haasteet liittyvät kulujen ja tulojen arvonlisäverotukseen. Eri maiden välillä on erilaisia käytäntöjä siitä, mistä kuluista vastaa rahasto ja mistä rahastonhoitaja (H3). Tällöin, jos rahastonhoitajan tulot ovat pääosin arvonlisäverotonta hallinnointipalvelua ja se kattaa toimintaa liittyviä pääosin arvonlisäverollisia palveluja, jää sille enemmän vähennyskelvotonta ar-

vonlisäveroa maksettavaksi. Toisaalta, jos kuluja voidaan viedä suoraan rahaston katettavaksi, jää vähennyskelvottomien kulujen ala pienemmäksi, mikä hyödyttää rahastonhoitajaa.

Esimerkiksi säilytyspalveluita on käsitelty Irlannissa ja Luxemburgissa ALV-vapaina, kun taas Suomessa tuoreen päätöksen myötä palvelut eivät kuulu vapautuksen piiriin (KVL:2017/12). Niin ikä samojen nimikkeiden alla myytävien palvelujen laajuudessa on havaittu eroja. (H3)

*H5: EU-alueella kaikkien valtioiden arvonlisäveropohja, säännöt ja näiden tulkinta tulisi olla yhdenmukaisia, mutta kyllä siinä valitettavasti on edelleen tulkinnanvaraisuutta. Ruotsin verottaja antoi juuri huhtikuussa uuden ohjeen liittyen vaihtoehtorahastojen hallinnointipalkkioiden verotukseen. Aikaisemmin he ovat tulkinneet vaihtoehtorahaston käsitettä hyvin suppeasti -- kun taas nyt he avasivat sitä käsitettä huomattavasti laajemmaksi elikkä se hallinnointipalkkion verottomuuden ala kasvoi. Manageripuolella vähennysoikeuksien määrä suppeni eli silloin sinne hallinnointiyhtiöön jää enemmän vähennyskelvotonta arvonlisäveroa.*

Suomessa ja muualla Euroopassa tehdään tulkintaa lisäksi siitä, mitkä rahastot luetaan rahoituspalveluita koskevien ALV-säännösten piiriin. Suomessa yhden sijoittajan muodostamia rahastoja ei ole luettu kuuluvan niin sanottuun erityisen sijoitusrahaston käsitteeseen, jolle hallinnointipalkkioiden arvonlisäverottomuus on määritelty. Esimerkiksi Luxemburgissa käsitettä tulkitaan löyhemmin (H5). ALV-kysymyksissä tulkinta ja käytännöt vaikuttavat olevan vielä varsin erilaiset eri valtioissa.

## **5.6. Kustannustekijät ja muu toimiympäristö**

Kustannuskilpailukyvyyn koetaan vaikuttavan merkittävästi maan houkuttelevuuteen rahastotoiminnan sijaintimaana. Muulla toimiympäristöllä vaikuttaa kuitenkin olevan sääntelyä suurempi merkitys kustannuskilpailukykyyn. Edellä käsitelty paikallinen poikkeus rahastojen arvonlaskennan tarkistamisesta tilintarkastajien toimesta koetaan selkeimmäksi sääntelystä johtuvaksi kustannuskilpailukykyä heikentäväksi tekijäksi Suomessa. Arvonlaskentaa salkunhoitoyhteisön toimesta pidetään kannustimiltaan nurinkurisena, minkä lisäksi sen nähdään synnyttävän rahastoille myös aiheettomia kustannuksia. (H1, H3, H4, H6, H7) Arvonlaskennan oikeellisuuden tarkastaminen synnyttää paitsi suoria kuluja ostetusta tilintarkastuksesta, myös toimikustannuksia rahastonhoitajalle lisätyön myötä.



Suomalaisen rahasto-osuusrekisteröintisääntelyn koetaan lisäävään vastaavasti toimintakustannuksia (H3). Osuusrekisterin suurimpana ongelmana pidetään kuitenkin sen toimimista esteenä kansainväliselle toiminnalle. Ongelmallisena pidetään myös velvoitetta järjestää vuosittaiset osuudenomistajakokoukset. Niitä pidetään käytännössä tarpeettomina ja toimikustannuksia lisäävänä osana kansallista lisäsääntelyä (H4).

Juridisten rakenteista sijoitusrahastomuotoista mallia pidetään hallinnollisesti kevyempänä verrattuna Suomessa omaksuttuun sopimusmuotoiseen rakenteeseen (H3, H4, H6). Mahdollisuus hyödyntää alarahastoja erillisen rahaston perustamisen sijaan toisi kustannussäästöjä. Suomessa UCITS- ja erikoissijoitusrahastumuotoiset AIF-rahastot ovat kuitenkin sääntelyn kautta pakotettuja käyttämään sopimusmallia, jonka myötä rakenteesta hyötyminen ei ole mahdollista.

Yhtenä epäkohtana Suomen sääntelyssä pidetään valvovan viranomaisen sakotusperiaatteita. Tiettyjä, esimerkiksi raportoinnin myöhästymisestä lankeavia rikemaksuja pidetään eri kokoisten toimijoiden kannalta epäsuhtaisina. Vaikka suurinta osaa maksuista on mahdollista suhteuttaa tapauskohtaisesti, sakkoja pidetään jopa toiminnan aloittamisen esteenä hyvin pienille toimijoille.

*H1: Pro-bisnes näkökulmasta niin ehkä se, miten näihin liittyvät sakot ja sakotus Finanssivalvonnan osalta tapahtuu, niin niissä pitäisi siirtyä esimerkiksi puhtaasti liikevaihtoperusteisiin sakkojen kokoihin. -- Se on selkeästi ei bisnestä lisäävä, siitä tulee barrier of entry markkinalle, eli jopa ronski negatiivinen vaikutus.*

Suomen ollessa pieni rahastomarkkina Euroopan mittakaavassa, liittyy siihen muita välillisesti kustannuskilpailukykyyn vaikuttavia tekijöitä. Pienellä markkinalla valvovan viranomaisen koetaan toimivan lähempänä rahastotoimijoita, jolloin sen kanssa toimimista pidetään joustavampana ja edullisempänä verrattuna suuriin markkinoihin (H2, H4). Osittain seikka johtuu myös Suomessa omaksutusta kevytrakenteisemmasta puitesääntelystä. Suomessa tuotteita ei säännellä juurikaan tuotekohtaisesti, jolloin sääntelykehikko on yksinkertaisempi.

Vastaavasti suomalaisia toimintatapoja pidetään kustannusmielessä tulevaisuuden kannalta parempina, koska vastuu- ja läpinäkyvyysvaatimusten odotetaan kasvavan. Suomessa

toimivien rahastotoimijoiden koetaan sopeutuvan tällaiseen, yhteiskuntaa enemmän huomioivaa kehitykseen helpommin, koska tulkinta ja käytännöt ovat myös todellisuudessa pitkälti samat kuin miltä ne ulkoapäin näyttävät. (H1)

*H1: Sanoisin niin, että seuraavat 15-20 vuotta, jos on suomalainen rahastoyhtiö vs vaikka luxemburgilainen niin olen hyvin vakuuttunut, että se luxemburgilainen tulee käyttämään juristiapua ronskisti enemmän yrittäessään tottua yhteiskunnan uusiin haasteisiin. -- Siinä meillä on pitkän päälle vahvuutta.*

Keskeisissä rahastomaissa toimiminen edellyttää enemmän erilaisten palveluiden, kuten konsultointi ja lakipalvelujen käyttöä. Toisaalta palveluntarjoajia ja osaavaa työvoimaa on keskittynyt kyseisiin maihin tavanomaista enemmän, mikä luo edellytyksiä niiden saatavuudelle. (H2, H4) Samalla maiden finanssiklusterit ruokkivat palveluiden ja työvoiman kysyntää, mikä näkyy niiden hinnoissa. Palveluiden ja työvoiman kustannustasoa pidetään esimerkiksi Luxemburgissa Suomea korkeampana. (H2, H3, H5).

Toisaalta, vaikka toimiminen keskeisissä maissa olisi kalliimpaa, nähdään sinne sijoittumisesta olevan etua sekä rahastotoimijalle että sijoittajille. Keskeisten rahastomaiden koetaan nauttivan niin sanotun kriittisen massan saavuttamisesta ja skaalaeduista, jotka ylläpitävät maiden rahastoklustereita. Sijoittajien tehtyä due diligence -tarkastukset ja tuntiessa markkinoiden käytännöt, ovat maat houkuttelevia sijoittumispaikkoja rahastotoimijoille. (H3)

Sääntelyn kannalta kysymykset palveluntarjoajista liittyvät laajemmin toimintojen ulkoistamiseen rahastotoiminnassa. Rahastoyhtiöiden puolelta nostettiin esille kysymys: mitkä ovat rahastoyhtiön tehtävät. Toiminta voidaan järjestää hyvinkin pitkälle ulkoistetusti, jolloin rahastoyhtiön tehtäväksi jää esimerkiksi riskienhallinta ja rahastojen tehokas hallinta (H3). Tällöin salkunhoito, arvonlaskenta, markkinointi ja muita tehtäviä voidaan tehdä rahastoyhtiön ulkopuolella. Suomessa lähtökohtana on pidetty järjestelyä, jossa rahastoyhtiö tekee valtaosain toiminnoista sisäisesti (H7). Toisaalta menettelyä voi pitää markkinoiden etuna, toisaalta haittana.

*H7: Tavallaan yks meidän etu on, että meillä ei ole rakennettu sellaista hurjaa palvelukonseptia, että täytyy olla ne kaiken maailman markkinointijakelijat siellä välissä vaan tosiaan voi suoraakin markkinoida.*

Markkinoiden pienuus yhdistettynä kyseiseen tapaan pahentavat palveluntarjoajien puutetta Suomessa. Ongelma ei välttämättä ole yhtä merkittävä suurille kuin pienille toimijoille. Sen lisäksi, että suuret toimijat ylläpitävät toimintoja laajasti sisäisesti, on niillä paremmat mahdollisuudet hyödyntää myös ulkomaisia palveluntarjoajia (H7). Pienten toimijoiden kohdalla palveluntarjoajia koetaan olevan paitsi heikommin saatavilla kotimaassa myös vaikeampi hankkia ulkomailta (H1). Palveluntarjoajien saatavuuden suhteen keskeisiä rahastomaita pidetään kilpailukykyisempinä, koska erilaisia erikoistuneitakin palveluita on laajasti saatavilla. Laajan palveluverkoston kääntöpuolena kyseisissä maissa voi olla sen korkea hintataso. (H5)

Vastaaviin haasteisiin on törmätty myös pakollisena toimintona ulkoistettavassa säilytysyhteisöpalveluiden saatavuudessa. Säilytysyhteisöistä on ollut puutetta varsinkin AIF-rahastojen kohdalla, joiden sijoituskohteet ovat tyypillisistä sijoituskohteista poikkeavia. Vaikeudet säilytysyhteisöpalveluiden löytämisessä ovat nousseet jopa esteeksi toimilupaa haikessa, jolloin seikka toimii jo voimakkaana alalle tulon esteenä. (H6) Loppujen lopuksi ulkoistamisessa on monesti kyse valvojan tulkinnasta. Suomessa tulkintalinja ei ole tukenut laajaa tehtävien ulkoistamista.

*H7: Jos ajatellaan Luxemburgin järjestelyjä, niin siellähän on erikseen transfer agentit, paying agentit, administraattorit ja register agentit ja kaiken näköistä. Tavallaan voi ajatella, että pieni toimija rakentaa toimintansa hyvinkin kevyellä organisaatiolla niin että se ostaa palveluja muualta vaikkakin on siitä vastuussa. Mutta meillä Suomessa ei olla sellaiseen toimintamalliin lähdetty eikä sitä ole oikein katsottu hyvällä aikaisemman sääntelyn puitteissa.*

Linjauksella on haluttu estää niin sanottujen postilaatikkoyhtiöiden syntymistä, joilla ei ole käytännössä operatiivista toimintaa (H7). Voidaan kuitenkin pohtia, onko tämän kaltaisen toiminnan syntyminen todellinen uhka, vaikka toimintojen ulkoistamista joustavoitettaisiin. Havaittavissa on, että paremmat ulkoistamisen mahdollisuudet voisivat synnyttää Suomen markkinoille kattavamman palvelusektorin ja tukea varsinkin pienten toimijoiden alalle tuloa.

Kustannustekijät kokonaisuudessaan ovat haastava arvioitava ja monipuolinen kokonaisuus. Rahastopuolelta kuitenkin muistutetaan, että vaikka yksittäisten sääntelytekijöiden vaikutus kustannusmielessä olisikin pieni, kerääntyessään ne voivat aiheuttaa merkit-

tävän negatiivisen kilpailuedun (H3). Haastatteluista on tulkittavissa, että suora kustannusvertailu yksittäisten maiden välillä haastavaa. Kilpailu rahastotoimijoiden välillä on kuitenkin kansainvälistä, jolloin ylimääräisistä poikkeavaisuuksista toivottaisiin päästävän eroon myös kustannusmielessä.

## 6. YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Euroopan sijoitusrahastomarkkinat ovat muuttuneet yhteissääntelyn myötä kansallisista kansainvälisiksi. Paikallisesta sääntely-ympäristöstä on tullut kilpailutekijä, koska rahastot ja rahastonhoitajat voivat sijoittua haluamaansa paikkaan ja rahastoja voidaan jaella maiden välillä. Eurooppaan on syntynyt muutama merkittävä rahastotoiminnan keskittymä, jotka hallitsevat valtaosaa rahastomarkkinoista.

Samalla kun eurooppalaisesta yhteissääntelystä on tullut aiempaa kattavampaa, Suomen sijoitusrahastosäädäntö on vanhentunut ja muuttunut lukuisten uudistusten seurauksena vaikeasekoiseksi. Tämän tutkielman tarkoituksena on ollut tutkia, millainen sääntely-ympäristö tukee rahastotoiminnan kilpailukykyä eurooppalaisilla yhteismarkkinoilla. Lisäksi tutkielmassa on tarkasteltu, kuinka hyvin Suomen sääntely-ympäristö vastaa rahastotoiminnan nykyisiin tarpeisiin.

Aihetta tutkittiin laadullisin, sisällönanalyysin menetelmin. Teoriakatsauksen perusteella rahastotoiminnan kannalta keskeisiksi sääntelykokonaisuuksiksi tunnistettiin suora rahastosääntely, juridisten rakenteiden sääntely ja verotus. Teemat muodostivat pohjan aineistonhankinnalle, joka toteutettiin teemahaastatteluin. Haastatteluihin osallistui rahastoyhtiöiden, viranomaisten ja rahastotoimintaa tukevien organisaatioiden edustajia.

### 6.1. Keskeiset tulokset

#### Rahastotoimintaa tukeva sääntely-ympäristö

Tämän tutkielman perusteella rahastotoimintaa tukeva sääntely on selkeää, uskottavaa ja vakaata. Hyvä sääntely mahdollistaa monentyyppisen toiminnan, eikä ole liian yksityiskohtaista. Tältä osin tulokset puoltavat Shadabin (2009) näkemystä toimivasta rahastosääntelystä. Löydökset puoltavat Berkelin (2008) tuloksia läpinäkyvyyden tärkeydestä rahastomarkkinoilla, mutta eivät tue näkemystä sijoitusstrategiaan asti ulottuvan sääntelyn tarpeellisuudesta.

Rahastotoiminnan kilpailukykyisyyttä vaikuttaisi tukevan yhteissääntelyä mukaileva lainsäädäntö. Pääsääntöisesti kansallisia poikkeuksia pidetään rahastojen toimintaedellytyksiä

heikentävinä. Tältä osin löydökset ovat samansuuntaisia aiemman tutkimusnäytön kanssa, jonka mukaan kansalliset poikkeukset toimivat Euroopan sisäisen rahastokaupan esteenä (Buttigieg 2013).

Tulosten mukaan laajat mahdollisuudet järjestää rahastotoimintaa tukevat maan kilpailukykyä toimia rahastojen kotipaikkana eurooppalaisilla markkinoilla. Laaja rakennevalikoima vaikuttaisi parantavan rahastojen toimintaedellytyksiä ennen kaikkea kansainvälisessä toiminnassa. Tulokset puoltavat Nandan et al. (2000) näkemystä sopivan rakenteen merkityksellisyydestä rahastotoiminnassa. Rahastokohtaiset ominaisuudet vaikuttavat määrittävän sopivimman juridisen rakenteen, mikä vahvistaa aiempia tutkimustuloksia (Gupta et al. 2008).

Tutkimuksen valossa verotuksen eri osa alueilla on selkeästi vaikutusta rahaston kotipaikan kilpailukykyisyyteen. Rahaston kohdalla tärkein kilpailukykyä ylläpitävä tekijä on rahaston veroneutraali kohtelu, kuten myös aiemmat tutkimukset ovat osoittaneet (Cumming et al. 2009, Lang et al. 2013). Rahaston tuottojen tai varallisuuden verotuksella vaikuttaisi olevan vahva negatiivinen vaikutus rahaston kilpailukykyyn, mikä puoltaa aiempia tutkimustuloksia (Bergstresser et al. 2002, Cappelletti et al. 2014).

Sijoittajien ja välillisesti rahastojen kannalta oleellista on, että verotus tapahtuu vasta lopusijoittajan kohdalla hänen veroasemansa mukaisesti. Eri käytännöt sijoittajien verokohdelusta maiden välillä vaikuttavat hidastavan rajan ylittävää toimintaa ja heikentävän toiminnan tehokkuutta. Vastaava vaikutus on rahastoihin ja sijoittajiin kohdistuvalla lähdeverotuksella. Tulokset puoltavat Barkerin (2004) aiempia löydöksiä verotuksen negatiivisista vaikutuksista EU:n sisäisessä rahastokaupassa.

Rahastonhoitajan verotuksella vaikuttaisi olevan edelleen jonkin asteista merkitystä kotipaikan kilpailukykyisyyteen. Sitä ei kuitenkaan pidetä enää voimakkaana kilpailutekijänä Euroopan rahastomarkkinoilla, koska verokilpailu ja verokannustimien käyttö on yleisesti vähentynyt. Löydökset ovat saman suuntaisia Haflerin ja Stählerin (2013) näkemysten kanssa siitä, että matalalla verotuksella on vaikutusta yritysten sijoittumiseen Euroopassa. Tulokset ovat kuitenkin verraten heikkoja, koska selkeää verokilpailua on havaittavissa keskeisistä rahastomaista enää Irlannissa.

Sääntelyllä näyttäisi olevan merkityksellinen, mutta muita toimiympäristön tekijöitä pienempi vaikutus rahastotoiminnan kustannuskilpailukykyyn. Tulosten perusteella toimialan suuret keskittymät tukevat toimintaedellytyksiä kyseisillä alueilla, mikä puoltaa Porterin (1998) klusteriteoriaa. Klusterit eivät kuitenkaan näyttäisi tuovan rahastoille kustannusetuja. Löydökset tukevat aiempaa tutkimusnäyttöä, jonka mukaan toimiminen keskeisissä rahastomaissa on muihin Euroopan markkinoihin verrattuna kalliimpaa (Lang et al. 2011).

### **Suomen kilpailukyky rahastotoiminnan kotipaikkana**

Suomen rahastosääntelyä voidaan pitää tulosten perusteella melko hyvänä ja uskottavana. Sääntely on Euroopan tasolla melko liberaalia, eikä se sisällä erityisen protektionistisia piirteitä. Suomen rahastosääntelyssä omaksuttua rakennetta pidetään pääosin toimivana. Puitesääntely luo raamit, joiden piirissä rahastoyhtiöt voivat järjestää toimintansa parhaaksi näkemällään tavalla. Sääntelyrakenteessa ongelmalliseksi koetaan SRL:n epäselkeys ja erikoissijoitusrahastosääntelyn jakautuminen kahteen lakiin. Tutkimuksen valossa sääntelyä toteutetaan ja tulkitaan täsmällisesti, joskin melko varovaisesti.

EU-sääntelyn mukainen linja AIFML:n implementoinnissa tukee AIF-rahastojen edellytyksiä toimia Euroopan rahastomarkkinoilla. AIFML:ssa sallittu rekisteröintimenettely edistää pienten toimijoiden alalle tuloa. Kansainväliseen toimintaan liittyvä sääntely ja käytännöt Suomessa vaikuttavat toimivilta, mutta monissa vastaanottavissa maissa kohdataan Suomesta riippumattomia haasteita.

SRL:n kansalliset poikkeukset ovat tulosten perusteella toimintaa hankaloittavia ja osittain vanhentuneita rahastojen kannalta. Tutkimuksen perusteella rahasto-osuusrekisteriä koskeva sääntely toimii selvänä esteenä suomalaisten rahastojen kansainvälistymisessä. Rahaston arvonalaskennan tarkastamista koskeva kansallinen sääntely vaikuttaisi lisäävän rahastojen kustannuksia ilman merkittävää hyötyä rahastoille tai muille sidosryhmille. Osuudenomistajien vähimmäislukumäärää koskeva sääntely näyttäisi hankaloittavan varsinkin pienten ja erityisillä sijoitusstrategioilla toimivien rahastojen toimintaedellytyksiä. Lisäksi sääntelyyn liittyy kohtia, jotka eivät ole vakavia kilpailukykyhaittoja, mutta jotka koetaan hyödyttömiksi. Luottamusta rahastomarkkinoita kohtaa voitaisiin lisätä ottamalla käyttöön laajempia lunastusten hallintakeinoja.

Sijoitusrahastomuotoisen rahastorakenteen puuttuminen UCITS- ja erikoissijoitusrahastoilta vaikuttaa olevan selkein kehityskohta liittyen rahastojen juridisiin rakenteisiin Suomen rahastosäätelyssä. Nykyinen sopimusperusteinen rakenne toimii paikallisessa toiminnassa, mutta on kansainvälisillä markkinoilla melko tuntematon. Sijoitusrahastomalli saattaisi luoda suomalaisille rahastoille tehokkuushyötyjä sekä paremmat edellytykset toimia kansainvälisillä markkinoilla. UCITS- ja erikoissijoitusrahastojen lisäksi malli voisi helpottaa myös sellaisten AIF-rahastojen organisointia, joilla on lukumääräisesti paljon sijoittajia.

Tutkimuksen perusteella tyyppillisempien rahastomuotojen verosäätely on Suomessa kilpailukykyistä. UCITS- ja erikoissijoitusrahastojen sekä henkilöyhtiömuotoisten AIF-rahastojen neutraali verokohtelu mahdollistaa paitsi rahaston tehokkaan toiminnan myös osuudenomistajan veroaseman huomioimisen. Erillisenä osakeyhtiönä toimivan rahaston verokohtelu sen sijaan tekee yhtiömuodosta tehottoman rakenteen valtaosassa sijoitusstrategioita. Jos sijoitusrahastomallin laajempi käyttö sallittaisiin, tulisi sitä kohdella nykyisten UCITS-rahastojen kanssa tasavertaisesti verotuksessa, jotta rakenne olisi käytännössä houkutteleva.

Erikoissijoitusrahastoja lukuun ottamatta AIF-rahastojen kansainväliseen toimintaan liittyy verotuksellisia epävarmuustekijöitä, joiden poistaminen parantaisi rahastotoiminnan kilpailukykyisyyttä Suomessa. Puuttuva säätely kotipaikan syntymisestä ulkomaisille rahastoille tai sijoittajille on ongelmallista kansainvälisen toiminnan kannalta. Vastaavasti rahastosijoittamisen kautta syntyvä veroilmoituksen antovelvollisuus Suomeen toimii esteenä tiettyjen AIF-rahastojen jakelussa ulkomaille.

Rahastonhoitajien verotus näyttää olevan pääosin toimivaa. Palkkiomaksujen verotuksen yhtenäinen tulkinta eri viranomaisten välillä selkeyttäisi AIF-hoitajien verotusta. Siitä huolimatta, että rahastotoiminnan arvonlisäverosäätely on Euroopassa harmonisoitu, käytännössä on eroja Suomen ja muiden Euroopan maiden välillä. Tulosten perusteella tilanteeseen kaivattaisiin yhtenäisempää linjaa, johon myös Suomessa tulisi pyrkiä. Epäselvyyttä liittyy myös vastuunjakoon palveluiden kattamisesta rahastojen ja rahastonhoitajien välillä.



## 6.2. Tulosten pohdinta

Tulosten perusteella vaikuttaa siltä, että rahastotoimintaa tukeva sääntely-ympäristö pohjautuu kolmeen tekijään: selkeyteen, mahdollisuuteen järjestää toiminta tapauskohtaisesti sopivimmalla tavalla ja kansainvälisen toiminnan mahdollistamiseen. Sääntelyn rakenne vaihtelee eri puolilla Eurooppaa, eikä sääntelyn selkeys tai mahdollistavuus näyttäisi riippuvan vallitsevasta järjestelmästä. Sääntelyn selkeyteen liittyy keskeisesti sen ajantasainen tulkinta: tulkinnan tulee tukea sääntelyn käytettävyyttä muuttuvilla markkinoilla. Yksityiskohtainen sääntely edistää selkeyttä ja vähentää tulkintatarvetta. Puitesääntely taas joustaa paremmin muuttuvassa toimiympäristössä, mutta edellyttää aktiivisempaa tulkintaa.

Yhä pidemmälle yhtenäistynyt eurooppalainen sääntely ja koveneva kilpailu sijoittajista edellyttävät toimijoiden katseiden kääntämisen kansainvälisille markkinoille. Kilpailu samantyyppisten rahastojen kesken tulee todennäköisesti lisääntymään, koska mahdollisuudet toimia rajan yli paranevat jatkuvasti. Tarve paikallisille rahastoille lakkaa, jos ulkomaiset rahastot pystyvät tarjoamaan kilpailukykyisempiä ratkaisuja. Tällöin korostuu rahastojen tehokkuus, jota voidaan edistää myös sääntelyratkaisuilla. Kansainvälisen toiminnan näkökulmasta tilanne on Suomessa hälyttävä. Ulkomaalaisten rahastojen jakelun aloittaminen Suomessa on tehty helpoksi, mutta kansallinen sääntely toimii selkeänä hidasteena suomalaisten toimijoiden kansainvälistymiselle.

Tutkimuksen perusteella merkittävä este toiminnan laajentamiselle Suomesta ulkomaille on poikkeuksellisen tiukka osuusrekisterisääntely. Jakelukanavina toimivat osapuolet ovat tyyppillisesti haluttomia paljastamaan yksityiskohtaisia asiakastietojaan rahastoille. Jakelijoiden käyttö edellyttäisi omistusten hallintarekisteröintiä, johon suomalainen sääntely ei tarjoa tällä hetkellä toimivaa menettelyä. On syytä pohtia, onko rahastoyhtiön tunnettava asiakkaansa tarkasti, jos sitä edellytetään toimintaketjun muilta osapuolilta, kuten jakelijana toimivalta sijoituspalveluyritykseltä. Päällekkäisyyksiä tulisi välttää, jos toimintaa harjoittavat valvonnan ja toimilupasääntelyn alaiset organisaatiot. Ilman erillisiä jakelijoita kyseiset tehtävät jäisivät luonnollisesti rahastotoimijan vastuulle, mutta jo tunnistetun asiakkaan kohdalla toistuvat velvoitteet eivät näyttäisi tuovan lisäarvoa valvontaan tai toimintaan.

On kiistatonta, että asiakkaan tunnistaminen on varmistettava, eikä kehitys ei voi tapahtua markkinoiden läpinäkyvyyden ja luotettavuuden kustannuksella. Oleellista moniportaisessa omituksen rekisteröinnissä on tehokas tietojenvaihto sekä yritysten että viranomaisien välillä. Tietojenvaihtoa on kehitetty, eikä pankkisalaisuus näyttäisi olevan enää merkittävä ongelma Euroopassa. Nykyisten melko raskaiden raportointivaatimusten ohella tarvittavan tietojenvaihdon tulisi olla mahdollista. On myös epätodennäköistä, että Suomi poikkeaisi muusta Euroopasta niin huomattavasti, etteivät vastaavat menettelyt toimisi täällä.

Toinen keskeinen kansainvälisyyttä tukeva kehityskohta Suomessa on vaihtuvapääomaisen sijoitusrahastomuodon kehittäminen ja salliminen. Malli on kansainvälisesti Suomen sopimusmallia tutumpi, jolloin se toisi suomalaiset toimijat lähemmäs suuria rahastomarkkinoita ja niillä toimivia sijoittajia. AIF-rahastojen puolella juridisen rakenteen valinnanvapaudesta on hyviä kokemuksia. Sijoittajansuojan kannalta sijoitusyhtiömalli saattaisi olla jopa sopimusmallia parempi, koska sijoittajat toimisivat suoraan yhtiön omistajina. Operatiivisen toiminnan kannalta rakennetta pidetään hallinnollisesti tehokkaampana. Jos rahastotoiminnan kehityskulkua pohtii pidemmällä tähtäimellä, ainakin standardimuotoisten ja likvideihin sijoituskohteisiin sijoittavan rahastotoiminnan voisi kuvitella siirtyvän nykyistä reaaliaikaisempaan ja joustavampaan kaupankäyntiin. Rahastonhoitajasta erillään oleva sijoitusrahastorakenne voisi palvelisi tällaista kehityssuuntaa sopimusmallia paremmin.

Muotovapauden laajentaminen UCITS- ja erikoissijoitusrahastoihin voisi suorien hyötyjen lisäksi myös selkeyttää suomalaista sääntelyä. Tällä hetkellä erikoissijoitusrahastojen rakennevaatimukset juontuvat SRL:sta, vaikka muu sääntely on pitkälti AIFML:ssa. Tarve viittaukselle poistuisi, jos muotovaatimukset vapautettaisiin. Sijoituspolitiikan puolesta erikoissijoitusrahastot sopivat jo nykyisellään AIFML:n henkeen. Suurin ongelma erikoissijoitusrahastosääntelyn siirtämisessä täysin AIFML:in syntyy niiden avoimuusvaatimuksesta. Lunastusmahdollisuus on tärkeä sijoittajansuojakeino erityisesti kuluttajasijoittajille, joiden parissa erikoissijoitusrahastot ovat tunnettu tuote. Erillisen avoimuusvaatimuksen sisällyttäminen AIFML:in puolestaan heikentäisi sen selkeyttä. Tältä osin viittaus SRL:in näyttäisi olevan edelleen tarpeen.

Suoran rahastosääntelyn kehityskohdat ovat muilta osin merkitykseltään pienempiä. SRL sisältää muutamia vanhentuneita, tarpeettomia tai muuten huonosti toimivia kansallisia

poikkeuksia. Tilintarkastajan tekemän arvonlaskennan oikeellisuuden varmentamisen osalta kansallisen sääntelyn keventämiselle on tulosten valossa vahvat perusteet. Tiukentunut säilytysyhteisösääntely on korvannut lisätarkistuksen tarpeen. Tarkastusta voitaisiin edelleen tehdä esimerkiksi vuosittain osana normaalia tilintarkastusta. Veloitteen muokkaaminen vähentäisi hallinnollista taakkaa ja parantaisi toimijoiden kustannuskilpailukykyä. Rahastojen houkuttelevuus sijoituskohteina lisääntyisi, jos kustannusedut siirrettäisiin osittain tai kokonaan sijoittajille alentamalla sijoittajilta veloitettavia kuluja.

Sääntely osuudenomistajien edustajan valinnasta rahastoyhtiön hallitukseen on nykyisellään ongelmallinen, koska osuudenomistajien ja rahastoyhtiön intressit voivat olla ristiriitaiset. Menettelyn ei koeta nykyisellään tuovan osuudenomistajille tai rahastoyhtiön hallitukselle merkittävästi lisäarvoa. Osuudenomistajan korvaaminen yhtiöstä riippumattomalla jäsenellä voisi edistää rahastotoiminnan ohella sijoittajansuojaa, jos valinta tehtäisiin pätevyyteen peruen. Edustajan valinta paikallisessa osuudenomistajien kokouksessa vaikuttaa myös huonolta menettelyltä, jos rahasto toimii kansainvälisesti. Tällöin kokoukseen ja edustajan valintaan osallistuu todennäköisesti pieni joukko paikallisia sijoittajia, jolloin valinta edustaa vain murto-osaa sijoittajista. Käytännön toteutusta voisi parantaa digitaalisilla välineillä, joskin sitä voi pitää melko turhana, koska vastaavaa kokouskäytäntöä ei Euroopassa juuri tunneta ja sitä pidetään Suomessakin turhana.

Tutkimuksen perusteella vaikuttaisi siltä, että SRL:n vaatimus sijoittajien vähimmäislukumäärästä on ongelmallinen varsinkin erikoislaatusempien rahastojen kohdalla. Tässä suhteessa AIFML on rahastojen kannalta toimivampi, koska sen piirissä matalampi sijoittajamäärä on jo nykyisellään mahdollinen. Pienten toimijoiden alalle tulon kannalta voisi toivoa, että myös UCITS-puolella sallittaisiin toiminta pienemmällä sijoittajajoukolla. Hyötyjiä olisivat myös suurille instituutioille perustettavat rahastot, joissa sijoittajien lukumäärä voi olla alhainen.

On kuitenkin huomattava, että toisin kuin monilla AIF-rahastoilla, UCITS-rahastoilla on velvollisuus toimia avoimena ja toteuttaa merkintöjä ja lunastuksia osuudenomistajien vaatimuksesta. Hyvin pienellä sijoittajajoukolla toimivan UCITS-rahaston kohdalla voidaan törmätä tilanteeseen, jossa rahaston sijoittajakunta supistuu olemattomaksi lunastusten

myötä. Tämä taas herättää kysymyksiä rahastoyhtiön halukkuudesta palvella pientä sijoittajajoukkoa, jos tuote on suunnattu kuluttajasijoittajille ja hallinnoitava varallisuus on pieni. Jos vähimmäislukumäärästä luovuttaisiin, tulkinnan rooli sääntelyssä lisääntyisi. Kuluttajamarkkinoille suunnatuissa tuotteissa tulkintalinjan toivoisi huomiovan rahaston mahdollisuudet ylläpitää tarvittavaa sijoittajajoukkoa, jotta rahaston toiminnan jatkuvuus olisi turvattu. Ilman vähimmäisvaatimusta valvojan vastuu myös korostuisi, jotta rahastoja ei käytettäisiin väärin perustein. Toimialan kannalta olisi silti toivottavaa, että sääntelyä määrittäisi väärinkäytösten uhan sijaan toimialan toimintaedellytykset.

Verotuksen suhteen kehityskohdat ovat pääosin pieniä. Jos sijoitusyhtiömuotoinen rahastorakenne sallittaisiin, on melko selvää, että sen verokohtelun tulisi vastata nykyistä sopimusmallia. Ilman kilpailukykyistä veroasemaa rakenne tuskin saisi suosiota rahastotoimijoiden keskuudessa muista hyödyistä huolimatta. Muutoin verosääntelyssä on kansallisia epäkohtia verraten vähän, joskin epäselvästä tulkinnasta tulisi pyrkiä pois. Epävarmuus verotuskysymyksissä liittyy osittain AIFML:in uutuuteen. Käytäntöjen vakiintuessa ja tulkintakäytännön lisääntyessä selkeys todennäköisesti parantuu.

Laajemmissa verokysymyksissä, kuten ulkomaisten sijoittajien lähdeverotuksessa, on vaikea nähdä tapahtuvan suuria muutoksia paikallisella tasolla ilman, että toimivimmat käytännöt leviäisivät Euroopassa yleisesti. Näin ollen keskeiset rahastomaat tulevat todennäköisesti hyötymään verotuksellisista linjauksistaan vielä jatkossakin. Rahastojen sijoitustuottojen lähdeverotus on edelleen ongelma Suomessa ja muualla Euroopassa. Tilanne paranee askel askeleelta, kun rahastomuotoja vapautetaan eriarvoiselta verokohtelulta. Käytännössä Suomi voisi edistää verokäytäntöjen vakiintumista Euroopassa vapauttamalla Suomeen sijoittavat ulkomaiset rahastot lähdeverolta. Tämä ei parantaisi niinkään Suomessa toimivien rahastojen toimintaa, mutta voisi tehdä maasta houkuttelevamman sijoituskohteen ulkomaisille sijoittajille.

Lähtökohtaisesti Suomen rahastosääntelyn ulkopuolelle ulottuva kehityskohta rahastotalalla on sijoittajaluokittelun kehittäminen joustavammaksi ja erilaisia tarpeita paremmin huomioivaksi. Luokittelu juontuu EU-sääntelystä, mutta eri puolilla yhteismarkkinaa on käytössä erilaisia käytäntöjä. Osassa valtioita ei-ammattimaisen ja ammattimaisen lisäksi

tunnetaan kokeneen sijoittajan asiakasluokka. Suomessa kokeneen sijoittajan termi rinnastetaan lainsäädännössä ammattimaiseen sijoittajaan, eikä kategoriaa lähtökohtaisesti käytetä. Käytäntöjä niin sanotusta kokeneen sijoittajan luokasta pidetään toimivina muualla Euroopassa, joten mallia tulisi harkita myös Suomessa.

Luokittelun laajentamisella voisi olla positiivinen vaikutus paitsi rahastotoiminnan aktiivisuuteen myös sijoittajansuojaan. Ei-ammattimaisten sijoittajien kohdalla olisi selkeämmin kyse aidosti kuluttaja-asiakkaista, jolloin sijoittajansuojatekijät olisivat keskeisempiä. Tällöin kokeneille sijoittajille voitaisiin räätälöidä tuotteita ilman, että kuluttaja-asiakkaiden turva heikentyisi. On kuitenkin helppo yhtyä näkemyksiin, ettei uuden sijoittajaluokan sisällyttämistä paikalliseen rahastosäätelyyn pidetä mielekkäänä, koska sääntely juontuu syvemmältä yhteissäätelystä. Tulkinnan joustavoittaminen ja markkinakäytäntöjen vähittäinen muutos voisi kuitenkin edistää suomalaisten rahastomarkkinoiden toimintaa.

Suomessa rahastosäätelyn kansallisten piirteiden kuitataan monesti johtuvan kotimaisten markkinoiden pienuudesta. Markkinoiden muodostuessa yhä tiiviimmiksi ja digitaalisemmiksi voidaan markkinoiden koon merkitystä haastaa. Yhtenäistyvät markkinat voivat tarjota potentiaalia tuotteiden ja palveluiden tarjoamiselle merkittävässä mittakaavassa suhteessa kotimarkkinoihimme, jos uusia toimintatapoja sallitaan ja otetaan aktiivisesti käyttöön.

Tällaisessa kehityksessä keskiössä on sääntelyn tulkinta, kun sääntelyperusta on kaikilla jokseenkin sama. Lähtökohtaisesti Suomessa omaksuttu puitesäätely mahdollistaa uudet toimintamallit, mutta myös tulkinnan on oltava ajantasaista ja joustavaa. Tällä hetkellä tulkintaan ollaan suhteellisen tyytyväisiä, mutta sitä toivottaisiin tehtävän hieman nopeammin ja rohkeammin. Tiukka linjaus esimerkiksi toimintojen ulkoistamisesta on mahdollisesti edesauttanut Suomessa toimivan palvelusektorin säilymistä pienenä. Menettely saattaa olla toimiva suurille rahastoyhtiöille, mutta myös tehokas este pienien toimijoiden alalle tulolle ja uusien toimitapojen kehitykselle. Käytännössä turvallisinta on odottaa käytäntöjen vakiintumista muualla ennen tulkinnan antamista Suomessa. Toisaalta aktiivisemmän toiminnan kautta Suomi voisi toimia vahvemmin hyvän sääntely-ympäristön kehittäjänä myös Euroopassa laajemmin.

### 6.3. Tutkimuksen arviointi ja jatkotutkimusaiheet

Tutkimus rajattiin koskemaan UCITS- ja AIF-rahastoja ja niiden sääntely-ympäristön kilpailukykyisyyttä. Toimiympäristön kilpailukykyisyys hyödyttää rahastoa hallinnoivan tahon lisäksi muita osapuolia, kuten sijoittajia. Tässä tutkielmassa tarjoajapuolen näkemykset korostuivat, koska aihetta tarkasteltiin ensisijaisesti rahaston ja rahastonhoitajien näkökulmasta. Muiden osapuolten rooleja ei kuitenkaan sivuutettu, vaan eri näkemyksiä on pyritty arvioimaan myös esimerkiksi sijoittajansuojakysymyksissä laajemmin. Aineisto edusti erilaisia toimijoita, kuten rahastotoiminnan kannalta keskeisiä viranomaisia, jotka huomioivat eri sidosryhmät lähtökohtaisesti laajasti.

Tutkimuksen teoriakatsauksessa tarkasteltiin aihetta sääntelyn sekä akateemisen kirjallisuuden kautta. Sääntely- ja tutkimustausta loi pohjan tutkimusongelman tarkastelulle ja haastattelurungolle. Teoriakatsauksessa hyödynnettiin lainvalmisteluasiakirjoja ja muuta virallismateriaalia varsinkin suomalaisen sääntelyn tarkastelussa. Myös muiden, kuten keskeisimpien rahastomaiden sääntelyn taustamateriaalien tarkastelu olisi ollut työn kannalta hedelmällistä. Tällainen tarkastelu ei ollut tämän työn puitteissa mahdollista, mutta olisi todennäköisesti lisännyt ymmärrystä muualla tehtyjä sääntelyratkaisuja kohtaan.

Aineiston luotettavuuden voidaan arvioida olevan hyvä. Haastateltavat kutsuttiin osallistumaan tutkimukseen heidän asiantuntemukseensa perustuen. Aineistoa hankittiin paitsi rahastoyhtiöiltä, myös heidän edunvalvojiltaan ja heille palveluja tarjoavilta tahoilta. Lisäksi aineistoa kerättiin keskeisiltä viranomaisilta. Tällä pyrittiin varmistamaan, että aineisto edustaa myös lainsäädäntötyötä tekevien ja sääntelyä toteuttavien tahojen näkemyksiä. Kutsutuista lähes 80 prosenttia osallistui haastatteluihin, mikä tukee aineiston uskottavuutta ja kattavuutta. Haastateltavat osallistuivat tutkimukseen vapaaehtoisesti ja heidän oletetaan antaneen vastaukset rehellisesti.

Tutkimusongelman ensimmäistä osaa, hyvän sääntely-ympäristön ominaisuuksia yhteismarkkinoilla, pyrittiin tarkastelemaan Suomesta irrallisena kokonaisuutena. Haastateltavat toimivat ja kohtaavat kilpailua Suomen ulkopuolelta, joten heillä on kokemusta myös kansainvälisestä toimiympäristöstä. On kuitenkin selvää, että koska haastateltavat edustavat

suomalaisia organisaatioita ja tarkastelevat asiaa paikallisen ympäristön pohjalta, tulosten yleistettävyys laajemmalle heikentyy.

Tutkimusongelman toisen osan, Suomen rahastosääntelyn kilpailukyvyyn tuloksia voidaan pitää yleistettävänä. Aineiston luotettavuus ja tiettyjen seikkojen toistuminen aineistossa puoltavat merkityksellisten tulosten löytämistä. Tietyissä kohdissa tulokset saivat laajaa tukea aineistosta, joten niiden voidaan olettaa heijastavan suomalaisen rahastokentän näkemyksiä laajemminkin. Toisissa kohdissa asiat saivat heikompa tukea muusta aineistosta ja olivat osittain toisistaan poikkeavia, jolloin tulosten yleistettävyys on rajallista.

Tutkimus lisää tietoa Suomen rahastonsääntelyn tilasta ja kehitystarpeista. Jatkossa aiheen tarkastelua tulisi laajentaa rahastotoimijoiden lisäksi muihin sidosryhmiin. Tutkimuksessa keskityttiin verotuksen ohella pitkälti suoraan rahastosääntelyyn sekä paikallisella että EU-tasolla. Käytännössä rahoitusmarkkinoilla on paljon muuta sääntelyä, jota olisi syytä tarkastella laajemmin myös rahastotoiminnan kannalta. Kokonaisvaltaisempi tutkimus lisäisi tulosten hyödynnettävyyttä lainsäädäntötyössä. Sääntelyn lisäksi rahastotoimintaan vaikuttavat toimintaympäristön muut tekijät, joiden tarkempi tutkiminen olisi alueellisen kilpailukyvyyn kehittämisen kannalta tärkeää.

## LÄHTEET

### Kirjallisuuslähteet

Alasuutari P. (2011) Laadullinen tutkimus 2.0. 4. painos, Tampere: Vastapaino.

Anderberg K. L., Laurence E. B. (2006) UCITS: A Developing Model for the Future of the European Investment Fund Marketplace. *Euromoney International Investment & Securities Review*, p. 13-18

Ang J. S., Wuhlin J. (2001) A Fundamental Approach to Estimating Economies of Scale and Scope of Financial Products: The Case of Mutual Funds. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 16 p. 205–222

Barker T. (2004) Taxation and corporate strategy in the single market. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 12 Issue 1 p. 45-50

Barrat L., Scaillet O., Wermers R. (2010) False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas. *The Journal of Finance*, Vol. 65 Issue 1 p. 179-216

Bergstresser D., Poterba J. (2002) Do after-tax returns affect mutual fund inflows?. *Journal of Financial Economics*, Issue 63 p. 381–414

Berkel S. (2008) Should hedge funds be regulated?. *Journal of Banking Regulation*, Vol. 9 Issue 3 p. 196–223

Beythan H., Virard-Canto C. (2012) Is the draft UCITS V directive a cloned version of the Alternative Investment Fund Managers Directive?. *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 5 Issue 1 p. 64-72

Buttigieg C. P. (2013) National marketing and product distribution rules for UCITS: a critical analysis. *Law and Financial Markets Review*, Vol 7 Issue 4 p. 192-198

Capocci D., Toussaint B. (2016) Luxembourg introduces new alternative investment fund vehicle *International Tax Review*, p. 1



Cappelletti G., Guazzarotti G., Tommasino P. (2014) Tax Deferral and Mutual Fund Inflows. Working paper, European Central Bank No. 1664

Cassette A., Paty S. (2008) Tax competition among Eastern and Western European countries: With whom do countries compete?. *Economic Systems*, Vol. 32 Issue 4 p. 307-325

Chen J., Hong H., Huang M., Kubik J. D. (2004) Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *The American Economic Review*, Vol. 94 Issue 5 p. 1276-1302

Chevalier J., Ellison G. (1999): Are some mutual fund managers better than others? Cross-sectional patterns in behavior and performance. *Journal of Finance*, Vol 54 Issue 3 p. 875-899

Cumming D., Dai Na. (2009) Capital Flows and Hedge Fund Regulation. *Journal of Empirical Legal Studies*, Vol. 6 Issue 4 p. 848–873

Cumming D., Imad´Eddine G., Schwienbacher A. (2012) Harmonized regulatory standards, international distribution of investment funds and the recent financial crisis. *The European Journal of Finance*, Vol. 18 Issue 3–4, p. 261–292

Delfrayssi C. (2013) Assessing the potential impact of the AIFMD on the UCITS industry: Threat or opportunity?. *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 6 Issue 2 p. 112-121

Devereux M. P., Griffith, R., Klemm, A. (2002) Corporate income tax reforms and international tax competition. *Economic Policy*, Vol. 17 Issue 35, p. 450-495

Fagetan A. M. (2012) Regulation of hedge funds in the US, the UK and the EU. Väitöskirja Queen Mary University London.

Haufler A., Stähler F. (2013) Tax Competition in A Simple Model with Heterogeneous Firms: How Larger Markets Reduce Profit Taxes. *International Economic Review*, Vol. 54 Issue 2 p. 665-692

Hilden P., Ruotsalainen H. (2014) Vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain soveltamisalasta. *Defensor Legis*, Issue 3 p. 367-390

Hirsjärvi s., Hurme H. (2001) Tutkimushaastattelu. Helsinki: Helsinki University Press.

Hyvärinen (2012) Lainsäätäminen Euroopan unionissa – Säännöt ja käytännöt. Defensor Legis, Issue 1 p. 872-889

Johnston A. (2015) Regulating Hedge Funds for Systemic Stability: The EU's Approach. European Law Journal, Vol. 21 Issue 6 p. 758–786

Kari M. (2014) Rahastosäätely uudistuu: Laki vaihtoehtorahastojen hoitajista. Defensor Legis, Issue 1 p. 60-84

Khorana A, Servaes H. (2012) What Drives Market Share in the Mutual Fund Industry?. Review of Finance Vol 16 Issue 1 p 81–113

Khorana A., Servaes H., Tufano P. (2005) Explaining the size of the mutual fund industry Around the world. Journal of Financial Economics, Vol. 78 Issue 1 p. 145-185

Khorana A., Servaes H., Tufano P. (2008) Mutual Fund Fees Around the World. The Review of Financial Studies, Vol 22 No 3 p. 1279-1310

Korkeamäki T. P., Smythe T. I. (2004) Effects of Market Segmentation and Bank Concentration on Mutual Fund Expenses and Returns: Evidence from Finland. European Financial Management, Vol. 10 Issue 3 p. 413–438

Kosowski R. (2006) Can Mutual Fund "Stars" Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis. The Journal of Finance, Vol. 61 Issue 6 p. 2551-2595

Kulms R. (2016) Trusts as Vehicles for Investment. European Review of Private Law, Vol. 24 Issue 6 p. 1091–1118

Malkiel (1995) Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. The Journal of Finance, Vol. 50 Issue 2 p. 549-572

Nanda V., Narayanan M., P., Wather V. A. (2000) Liquidity, investment ability, and mutual fund structure. Journal of Financial Economics, Vol. 57 Issue 3 p. 417-443

Porter M. E. (1998) Clusters and the New Economics of Competition. Harvard Business Review, Vol. 76 Issue 6 p. 77-90

Reid M. (2006) Trends in Global Pension Funds: The Irish Common Contractual Fund. Canadian Tax Journal, Vol. 54 Issue 4 p. 835-861

Shadab H. B. (2009) The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection. Berkeley Business Law Journal, Vol. 6 Issue 2 p. 240-297

Simmons R. S. (2006) Does recent empirical evidence support the existence of international corporate tax competition? Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol. 15 p. 16–31

Syyrilä (2002) Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. Defensor Legis, Issue 2 p. 259-270

Thornton G., Twomey P. (2015) Ireland: ICAV Ireland's new corporate funds vehicle. International Tax Review p. 1

Turtiainen (2004) Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Väitöskirja. Itä-Suomen yliopisto.

Woll C. (2013) Lobbying under Pressure: The Effect of Saliency on European Union Hedge Fund Regulation. Journal of common Market Studies, Vol 51 Issue 3 p. 555-572

### **Oikeustapaukset ja ennakkopäätökset**

EUT C-169/04

EUT C-338/11–C-347/11

EUT C-424/11

EUT C-595/13

KHO 2.10.2006/T2534

KHO 2014:194

KHO 2016:69

KVL: 2015/2

KVL:2016/51

KVL:2017/12

### **Virallislähteet**

Euroopan komissio (2009) Impact assessment. [Viitattu: 7.6.2017] Saatavilla: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_impact\\_assessment.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_impact_assessment.pdf)

Euroopan komissio (2015) Green Paper, Building a Capital Markets Union. [Viitattu: 2.6.2017] Saatavilla: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN>

Euroopan parlamentti (2010) Background note on the alternative investment fund managers directive. [Viitattu 1.5.2017] Saatavilla: [http://www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/background/20101105BKG92028/20101105BKG92028\\_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/pdfs/news/expert/background/20101105BKG92028/20101105BKG92028_en.pdf)

Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta HE 59/1996 vp

Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi. HE 94/2013 vp

Valtioneuvoston kanslia (2015) Pääministeri Juha Sipilän hallituksen strateginen ohjelma. 10/2015.

Verohallinto (2016) Carried interest -projekti loppuraportti. [Viitattu 20.9.2017] Saatavilla: <https://www.vero.fi/contentassets/21ed6a4047604cd3a8006a275ea613f3/carried-interest-loppuraportti-13.4.2016.pdf>

VM (2016) Arviomuistio sijoitusrahastolainsäädännön uudistamisesta 111:00/2016

### **Verkkolähteet**

ALFI (2015) Basic Information. [Viitattu 15.5.2017] Saatavilla: <http://www.alfi.lu/setting-luxembourg/ucits/basic-information>

Clarkson D., Jaecklin S., Kaczmarek K. (2014) Domiciles of Alternative Investment Funds. [Viitattu: 17.5.2017] Saatavilla: <http://www.alfi.lu/sites/alfi.lu/files/Domiciles-of-alternative-investment-funds-2014-final.pdf>

EFAMA (2016) EFAMA response to the Commission Consultation Document On CMU action on cross-border distribution of funds [Viitattu 25.5.2017] Saatavilla: [https://www.efama.org/Publications/Public/AIFMD/EFAMA\\_response\\_cross-border\\_CP.pdf](https://www.efama.org/Publications/Public/AIFMD/EFAMA_response_cross-border_CP.pdf)

EFAMA (2017) Quarterly Statistical Release March 2017 [Viitattu 18.4.2017] Saatavilla: [http://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/170313\\_Quarterly%20Statistical%20Release%20Q4%202016.pdf](http://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/170313_Quarterly%20Statistical%20Release%20Q4%202016.pdf)

EVCA (2009) European Private Equity & Venture Capital Industry Response to the proposed Directive of the European Parliament and Council on Alternative Investment Fund Managers (AIFM). [Viitattu: 23.4.2017] Saatavilla: [http://www.fvca.fi/files/53/Industry\\_Common\\_Position\\_26\\_June\\_2009.pdf](http://www.fvca.fi/files/53/Industry_Common_Position_26_June_2009.pdf)

EY (2017) Worldwide Corporate Tax Guide 2017. [Viitattu: 10.6.2017] Saatavilla: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Worldwide\\_Corporate\\_Tax\\_Guide\\_2017/\\$FILE/Worldwide%20Corporate%20Tax%20Guide%202017.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Worldwide_Corporate_Tax_Guide_2017/$FILE/Worldwide%20Corporate%20Tax%20Guide%202017.pdf)

Garbaravicius T., Dierick F. (2005) Hedge funds and their implications for financial stability. European Central Bank, Occasional paper series No. 34 [Viitattu: 25.7.2017] Saatavilla: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp34.pdf?24ea1a8f76cc76f172776ed368e63245>

Gupta, Szado (2008) Hedge Fund Legal Structure and its Impact on Performance. [Viitattu 5.7.2017] Saatavilla: <https://ssrn.com/abstract=1135664>

IF (2015) Irish AIF's. [Viitattu: 18.7.2017] Saatavilla: <http://files.irishfunds.ie/1481206613-AIF-booklet-WEB-06-2015.pdf>

IF (2017A) Launching a fund. [Viitattu: 20.7.2017] Saatavilla: <http://www.irishfunds.ie/getting-started-in-ireland/launching-a-fund>

IF (2017B) Taxation. [Viitattu: 18.7.2017] Saatavilla: <http://www.irishfunds.ie/getting-started-in-ireland/taxation>

Investment Association (2014) Fund Domicile: Changing Choices. [Viitattu: 3.6.2017] Saatavilla: [https://www.theinvestmentassociation.org/assets/components/ima\\_filesecurity/secure.php?f=articles/JuliePattersonFundStrategy-080114.pdf](https://www.theinvestmentassociation.org/assets/components/ima_filesecurity/secure.php?f=articles/JuliePattersonFundStrategy-080114.pdf)

KPMG (2014) Withholding Tax Study 2014. [Viitattu: 29.5.2017] Saatavilla: <https://www.kpmgvergi.com/PDF/Yayinlar/KPMG-Global-Yayinlar/Withholding-Tax-2014.PDF>

KPMG (2016) Luxemburg Investment Vehicles. [Viitattu: 4.5.2017] Saatavilla: <https://home.kpmg.com/content/dam/kpmg/lu/pdf/lu-en-brochure-regulated-investment-vehicles-2016-spread-web.pdf>

Lang G., Köhler M. (2011) How Does the Domiciliation Decision Affect Mutual Fund Fees?. Center for European Economic Research, Discussion Paper No. 11-085 [Viitattu 5.7.2017] Saatavilla: <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp11085.pdf>

Lang G., Schäfer H. (2013) What is the Wind Behind the Sails to Go Abroad? Empirical Evidence from the Mutual Fund Industry. Centre for European Economic Research, Discussion Paper No. 13-022. [Viitattu: 10.7.2017] Saatavilla: <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp13022.pdf>

Virta J. (2016) Karkaavatko rahastot Suomesta? [Viitattu 17.8.2017] Saatavilla: <http://www.finanssiala.fi/uutismajakka/Sivut/Karkaavatko-rahastot-Suomesta.aspx>

# LIITTEET

## Liite 1. Haastattelurunko

### Rahastosääntely yleisesti

1. Millainen on hyvä sääntely-ympäristö rahastotoiminnan kannalta?
2. Millainen rooli sääntelyllä on rahastotoiminnan kilpailukykyyn?
3. Miten kuvailisit Suomen rahastolainsäädäntöä?
4. Miten Suomen rahastosääntelyä tulisi kehittää?
5. Millainen rooli kansallisilla poikkeuksilla on rahastojen kilpailukykyyn yhteismarkkinoilla?
6. Millaiset ovat alan toimijoiden mahdollisuudet vaikuttaa sääntelyyn?

### Juridiset rakenteet ja yhtiömuodot

7. Miten kuvailisit rahastotoiminnan järjestämismahdollisuuksia Suomessa?
8. Miten rahastojen rahastotoiminnan järjestämismahdollisuuksia tulisi kehittää Suomessa?
9. Miten kuvailisit Suomen yhtiölainsäädännön toimivuutta rahastotoiminnan kannalta?

### Verotus

10. Kuinka kilpailukykyisiä sijoitusrahastojen verotuskäytännöt Suomessa ovat?
11. Miten rahastotoiminnan verotusta tulisi kehittää Suomessa?
12. Kuinka vertaisit rahastojen verotusta Suomessa keskeisiin eurooppalaisiin rahastomaihin?

### Kustannuskilpailukyky

13. Millaisia vaikutus sääntelyllä on rahastotoiminnan kustannuskilpailukykyyn?
14. Millaisia kustannuskilpailukykyä heikentäviä piirteitä suomalaiseen rahastosääntelyyn liittyy?
15. Millaisia kustannuskilpailukykyä edistäviä piirteitä suomalaiseen rahastosääntelyyn liittyy?
16. Millaisilla toimilla suomalaisten rahastojen kustannuskilpailukykyä voitaisiin tukea suhteessa muihin eurooppalaisiin toimijoihin?