



Turun yliopisto  
University of Turku

# **SÄILYTYSYHTEISÖN VASTUU SIJOITUS- RAHASTOTOIMINNASSA**

Laskentatoimen laitos  
Yritysjuridiikan pro gradu -tutkielma

Laatija:  
Rosanna Virtanen 57631

Ohjaaja:  
Matti J. Sillanpää

7.5.2013  
Turku



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics



## Sisällysluettelo

1	JOHDANTO .....	5
1.1	Aluksi .....	5
1.2	Kysymyksen asettelu ja tutkielman tavoitteet .....	6
1.3	Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto .....	7
1.4	Tutkielman rakenne .....	8
2	YLEISIÄ NÄKÖKOHTIA RAHASTOSIJOITTAMISESTA .....	9
2.1	Sijoitusrahastotoiminnan peruspiirteitä .....	9
2.2	Sijoitusrahaston hallinnointi .....	12
2.3	Sijoitusrahastojen sijoitustoiminta .....	21
2.4	Sijoitusrahastotoimintaa koskeva sääntely .....	28
2.5	Rahasto-osuudenomistajien asema sijoitusrahastotoiminnassa .....	35
3	SÄILYTYSYHTEISÖN TOIMINTA JA TEHTÄVÄT .....	39
3.1	Säilytisyhteisön käsite .....	39
3.2	Säilytisyhteisön toimilupa ja sen edellytykset .....	40
3.3	Säilytisyhteisön hallinto ja sen luotettavuus .....	44
3.4	Säilytisyhteisön tehtävät .....	48
3.5	Säilytisyhteisö sijoitusrahaston hallinnon hoitajana .....	52
3.6	Säilytisyhteisön ja rahastoyhtiön välinen suhde .....	54
3.7	Alisäilytys .....	57
4	SÄILYTYSYHTEISÖN KORVAUSVASTUU .....	63
4.1	Lähtökohtia vahingonkorvausvastuun tarkasteluun .....	63
4.2	Säilytisyhteisön korvausvastuu sijoitusrahastolain mukaan .....	65
4.3	Vastuun perusteena tahallisuus tai huolimattomuus .....	70
4.4	Syy-yhteyksikysymyksen arviointia .....	79
4.5	Vahingon määrittelyyn liittyviä näkökohtia .....	83
4.6	Vastuu alisäilytyksestä .....	88
4.7	Vastuun toteuttaminen .....	95
5	SÄILYTYSYHTEISÖN VELVOLLISUUKSIA JA VASTUUTA KOSKEVAT SÄÄNTELYEHDOTUKSET .....	101
5.1	Vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevaan direktiiviin sisältyvistä säilytisyhteisöä koskevista säännöksistä .....	101
5.2	Sijoitusrahastodirektiiviin ehdotettuja muutoksia .....	108

6	LOPPUPÄÄTELMÄ	115
	LÄHDELUETTELO	118

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Aluksi

Sijoittajilla on nykyään mahdollisuus valita monen eri sijoituskohteen välillä. Eri sijoitusvaihtoehdot eroavat toisistaan ominaisuuksiensa, niihin liittyvien kulujen sekä tietysti riskin ja tuotto-odotusten perusteella. Sijoitusvaihtoehtoja voidaan jaotella suoriin ja välillisiin sijoituskohteisiin. Suoriin kohteisiin lukeutuvat rahamarkkinasijoitukset ja talletukset, kiinteistöt sekä osakkeet ja joukkolainat. Välillisiä sijoituskohteita ovat vakuutussidonnaiset sijoituskohteet sekä sijoitusrahastot.<sup>1</sup>

Eri sijoitusvaihtoehtoista sijoitusrahastot ovat osoittautuneet suosituiksi sijoituskohteiksi myös suomalaisten sijoittajien keskuudessa. Erityisesti kotitaloudet ovat keskeinen rahastoihin sijoittava ryhmä, joka omistaa rahasto-osuuksia sekä suoraan että välillisesti vakuutussäästämisen kautta.<sup>2</sup> Rahastosijoittajien määrä on kasvanut hiljalleen viimeisten kymmenen vuoden aikana. Suomalaiset ovat kuitenkin sijoitustoiminnassaan varsin varovaisia. Suosituimpia sijoituskohteita ovat edelleen pankkitalletukset siitäkin huolimatta, että korkotaso on pitkään ollut hyvinkin matala. Suomalaisia sijoittajia kiinnostaaakin ennen kaikkea sijoittamisen riskittömyys sekä sijoituskohteiden turvallisuus. Tärkeää on myös sijoittamisen helppous sekä sijoituskohteiden muuttaminen helposti rahaksi. Vasta näiden kriteereiden jälkeen suomalaiset arvostavat sijoituksesta saatavaa tuottoa.<sup>3</sup> Nämä näkökohdat huomioon ottaen onkin helppo ymmärtää sijoittajien kiinnostus rahastosijoittamista kohtaan. Sijoitusrahastojen etuina pidetäänkin muun muassa juuri niiden tarjoamaa riskien hajautusta sekä sijoittamisen helppoutta. Rahasto-osuus on myös helposti muutettavissa rahaksi. Sijoitusrahastot tarjoavat lisäksi monipuolisia sijoituskohteita. Rahastot ovat myös ammattimaisia toimijoita. Sijoittajien ei itse tarvitse aktiivisesti seurata markkinoiden kehittymistä, sillä tästä sekä sijoitusten hoidosta huolehtivat ammattilaiset. Sijoitusrahastot pystyvät lisäksi käymään kauppaa markkinoilla pienemmin kustannuksin kuin yksittäiset sijoittajat.<sup>4</sup>

Viimeisimpien raporttien mukaan sijoitusrahastojen pääoma oli maaliskuussa 2013 69,1 miljardia euroa.<sup>5</sup> Sijoitusrahastotoiminnan suosion voidaan odottaa jatkuvan sekä Suomessa että muualla maailmassa. Rahastojen suosiota ylläpitävät esimerkiksi yksilöl-

---

<sup>1</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 95 – 96.

<sup>2</sup> Finanssialan keskusliiton julkaisu: Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen, s. 2.

<sup>3</sup> Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen, s. 3.

<sup>4</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 29.

<sup>5</sup> <http://www.sijoitustutkimus.fi/2013/04/sijoitusrahastojen-paaoman-kasvu-taittui-maaliskuussa/>

lisen eläkesäästämisen lisääntyminen. Myös vakuutusyhtiöt tarjoavat enemmän sijoitus-sidonnaisia vakuutus tuotteita, joihin sijoitettavat varat kanavoitetaan sijoitusrahastoihin. Samalla kun sijoitusrahastoissa olevien pääomien määrät kasvavat, kasvaa myös sijoitusrahastotoimintaa harjoittavien tahojen sekä niiden hallinnassa olevien rahastojen luotettavan toiminnan merkitys rahoitusmarkkinoiden vakauden kannalta.<sup>6</sup>

## 1.2 Kysymyksen asettelu ja tutkielman tavoitteet

Sijoitusrahastotoimintaa säännellään sijoitusrahastolaissa (29.1.1999/48). Lain 2 §:n 1 kohdan mukaan sijoitusrahastotoiminnalla tarkoitetaan varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin tai kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin sekä sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston hallintoa sekä rahasto-osuuksien markkinointia. Sijoitusrahaston hallinnointi kuuluu rahastoyhtiön tehtäviin. Rahastoon kuuluvien varojen säilyttäminen sen sijaan kuuluu erityisen säilytisyhteisön velvollisuuksiin. Tämän tutkielman tarkoituksena on tarkastella sijoitusrahaston säilytisyhteisön korvausvastuuta sijoitusrahastotoiminnassa aiheutuneista vahingoista. Tavoitteena on ensinnäkin taustoittaa tarkasteltavaa aihepiiriä kuvailemalla yleisesti sijoitusrahastotoimintaa ja siihen liittyviä peruspiirteitä. Tämän jälkeen käsitellään tarkemmin säilytisyhteisön käsitettä sekä sille kuuluvia tehtäviä. Tutkielman päätarkoituksena on kuitenkin käsitellä säilytisyhteisön korvausvastuuta. Tarkastelu etenee siten yleisestä erityiseen.

Säilytisyhteisön vahingonkorvausvastuuta säännellään sijoitusrahastolain 137 §:ssä. Kyseisen säännöksen perustelut ovat varsin suppeat. Sijoitusrahastotoimintaa on myös oikeuskirjallisuudessa käsitelty varsin niukasti. Vahingonkorvaukseen liittyviä kysymyksiä on yleensä tarkasteltu lähinnä rahastoyhtiön kannalta. Säilytisyhteisön vastuuseen liittyvät kysymykset ovatkin siten jääneet hyvin vähälle huomiolle. Säilytisyhteisöt ovat kuitenkin vastuussa varsin suurten sijoitusvarallisuuksien asianmukaisesta säilyttämisestä. Säilytisyhteisön vastuukysymykset ovat tällä hetkellä myös ajankohtaisia. Kysymykset ovat nimittäin olleet esillä Euroopan unionin lainsäädännön tasolla. Säilytisyhteisön vastuuta käsitellään esimerkiksi ns. AIFM-direktiivissä, joka koskee vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia. Tämän lisäksi Euroopan komissio on antanut direktiiviehdotuksen ns. sijoitusrahastodirektiivin muuttamiseksi säilytisyhteistöimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamusten osalta (ns. UCITS V-direktiivi) Myös nämä direktiivit ja niiden täytäntöönpano on luonnollisesti huomioitu tässä tutkielmassa.

---

<sup>6</sup> HE 113/2011 vp, s. 7 – 8.

Säilytysyhteisöjen asianmukainen toiminta on keskeisessä asemassa sijoitusrahasto- toiminnan luotettavuuden ja sijoittajansuojan kannalta. Toiminnan luotettavuutta onkin pyritty lainsäädännössä takaamaan esimerkiksi sillä, että mitkä tahansa yhteisöt eivät voi säilyttää sijoitusrahaston varoja. Säilytysyhteisötoiminnan harjoittaminen on sallit- tua vain tietynlaisille yhteisöille ja lisäksi toiminta on luvanvaraista. Tässä tutkielmassa on tarkoituksena tarkastella ensinnäkin säilytysyhteisön käsitettä sekä toimiluvan saa- miseksi asetettuja edellytyksiä. Lisäksi tavoitteena on tarkastella, minkälaisia vaatimuk- sia esimerkiksi säilytysyhteisöjen johtamiselle on asetettu. Säilytysyhteisöille on sijoit- usrahastolaisissa säädetty erilaisia velvollisuuksia. Näiden velvollisuuksien hoitaminen liittyy läheisesti päähuomion kohteena olevaan korvausvelvollisuuden tarkasteluun, sillä kyseinen vastuu voi seurata säilytysyhteisön velvollisuuksien epäasianmukaisesta hoi- tamisesta. Tämän johdosta tutkielman yhtenä tarkoituksena onkin selvittää, minkälaisia velvollisuuksia säilytysyhteisöillä on sijoitusrahastotoiminnassa.

Päätavoitteena on kuitenkin siis tarkastella säilytysyhteisön vahingonkorvausvastuuta sijoitusrahastolain korvaussäännöksen perusteella. Tältä osin tavoitteena on käsitellä etenkin vastuuseen liittyvää tuottamusperustetta ja selvittää esimerkiksi, millaisia näyt- tökysymyksiä asiaan liittyy sekä mikä on vastuun ulottuvuus. Tavoitteena on myös käsi- tellä, miten säilytysyhteisön tulisi täyttää sen päävelvoite eli rahaston varojen säilyttä- minen asianmukaisesti. Korvausvastuun osalta tavoitteena on myös käsitellä syy- yhteyden ja vahingon määrittämiseen liittyviä näkökohtia.

Säilytysyhteisön on mahdollista käyttää säilytystehtäviensä hoitamisessa apuna ns. alisäilyttäjiä. Eurooppalaisessa sääntelyssä on havaittu olevan puutteita erityisesti liitty- en pääsäilyttäjän vastuuseen alisäilyttäjien aiheuttamien tappioiden osalta. Alisäilytyk- seen liittyviä kysymyksiä onkin tämän johdosta tarkasteltu erillisesti. Tavoitteena on ollut käsitellä sitä, minkälainen pääsäilyttäjän vastuun sisältö alisäilyttäjän aiheuttamista vahingoista sijoitusrahastolain korvaussäännöksen nojalla oikeastaan on.

### 1.3 Tutkimusmetodi ja lähdeaineisto

Tämän tutkielman tutkimusmetodi on lähinnä lainopillinen. Tutkielmassa pyritään siten tulkitsemaan sijoitusrahastolain säilytysyhteisön vastuuta koskevan säännöksen tarkem- paa sisältöä. Koska säännöksen esityöt ovat varsin suppeat, käytetään tulkinnassa apuna sijoitusrahastolain muiden korvaussäännösten sekä muiden rahoitusmarkkinoita koske- vien lakien korvaussäännösten tarkastelua. Tulkinnassa sovelletaan myös yleisiä vahin- gonkorvausoikeudellisia periaatteita. Koska säilytysyhteisön vastuuta koskevia sään- nöksiä ollaan täsmentämässä, on tutkielman metodina käytetty myös uutta lainsäädäntöä koskevien ehdotusten kuvaamista *de lege ferenda*. Systemaattisesti tämä tutkielma kuu- luu lähinnä rahoitusmarkkinaoikeuden ja vahingonkorvausoikeuden alaan.

Tässä tutkielmassa on keskeisinä lähteinä käytetty ennen kaikkea sijoitusrahastolakia esitöineen. Myös muuta rahoitusmarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä ja siihen liittyviä esitöitä on käytetty apuna tulkinnaissa. Etenkin arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistukseen liittyviä esitöitä on käytetty lähteenä. Koska rahoitusmarkkinasääntely on Euroopan unionissa pitkälle harmonisoitua, on lähdeaineistossa mukana myös eurooppalaista säädösaineistoa. Lähteenä on käytetty myös ruotsalaista lainsäädäntöaineistoa. Esitöiden asema lähdeaineistossa on korostunut sen johdosta, että sijoitusrahastoista ei ole olemassa montakaan erityisteosta. Tämän johdosta lähdeaineistossa onkin käytetty etupäässä yleistä vahingonkorvausoikeudellista kirjallisuutta. Sijoitusrahastotoiminnassa ilmenneitä korvauskysymyksiä ei ole ollut esillä korkeimman oikeuden ratkaisukäytännössä. Tämän johdosta lähdeaineistona ei ole korkeimman oikeuden ratkaisuja. Sijoitusrahastotoimintaan liittyviä kysymyksiä on ollut Arvopaperilautakunnan arvioitavana. Niissä on kuitenkin ollut etupäässä kyse rahastoyhtiölle kuuluvien velvollisuuksien hoitamisessa ilmenneistä epäkohdista. Arvopaperilautakunnan ratkaisusuosituksia on siten käytetty lähteenä varsin suppeasti.

## 1.4 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma jakautuu kuuteen osaan. Johdantokappaleen jälkeen tarkastellaan sijoitusrahastotoimintaa yleisesti. Tarkastelussa ovat esimerkiksi rahastosijoittamisen keskeiset piirteet sijoitusrahaston hallinnon näkökulmasta (kappale 2). Seuraava osa (kappale 3) käsittelee säilytysyhteisön tehtäviä ja velvollisuuksia. Kappaleessa myös määritetään säilytysyhteisön käsitettä sekä tarkastellaan säilytysyhteisölle myönnettävän toimiluvan edellytyksiä sekä säilytysyhteisön hallinnolle asetettuja vaatimuksia. Näillä edellytyksillä pyritään varmistamaan, että säilytysyhteisöinä toimivat vain asianmukaiset ja luotettavat tahot. Ensimmäisen ja toisen osan on tarkoitus toimia taustoituksena varsinaiselle säilytysyhteisön vastuun käsittelylle.

Varsinainen säilytysyhteisön vastuuta koskeva kappale (kappale 4) alkaa vahingonkorvausvelvollisuuteen liittyvien yleisten näkökohtien kuvauksella. Sen jälkeen kuvataan säilytysyhteisön vastuuta koskevaa säännöstä ja sen tulkitsemiseen liittyviä näkökohtia. Tämän jälkeen käsitellään kysymyksiä vastuuperusteesta, syy-yhteydestä sekä vahingon määrittelystä. Omana erityiskysymyksenään käsitellään alisäilytykseen liittyviä näkökohtia. Korvausta koskevan kappaleen lopuksi tarkastellaan säännöksiä, jotka koskevat vahingonkorvausta koskevia kanneoikeuksia, kuten oikeutta ryhmäkanteen nostamiseen. Tutkielman lopuksi kuvataan EU-lainsäädäntöä ja sitä koskevia hankkeita (kappale 5), joilla on vaikutusta säilytysyhteisön vastuun kannalta. Tarkastelussa ovat AIFM-direktiivi sekä UCITS V-sääntelyhanke. Lopuksi (kappale 6) esitetään yhteenveot tarkasteltavasta aiheesta.



## 2 YLEISIÄ NÄKÖKOHTIA RAHASTOSIJOITTAMISESTA

### 2.1 Sijoitusrahastotoiminnan peruspiirteitä

Rahastotoiminnan peruserä on varsin yksinkertainen. Useiden sijoittajien varoja kootaan yhteen ja ne sijoitetaan erilaisiin arvopapereihin. Nämä sijoituskohteet muodostavat rahaston, joka jakaantuu keskenään yhtä suuriin osuuksiin.<sup>7</sup> Sijoitusrahastojen varoja hoitavat ammattilaiset, jotka sijoittajien puolesta vastaavat varojen sijoittamisesta rahaston säännöissä asetettujen tavoitteiden mukaisesti. Rahastot tarjoavat siten sijoitustoimintaan liittyvät resurssit sekä osaamisen. Vastineeksi saamistaan palveluista sijoittajat maksavat erilaisia palkkioita.<sup>8</sup> Rahasto-osuudenomistajina voivat sijoitusrahastolain mukaan olla luonnolliset henkilöt sekä erilaiset yhteisöt ja säätiöt sekä näihin rinnastettavat ulkomaiset yksityis- ja oikeushenkilöt, jotka omistavat yhden tai useamman rahasto-osuuden tai sellaisen murto-osan. Sijoitusrahasto on siten rakenteeltaan kuin useiden sijoittajien yhdessä omistama arvopaperisalkku. Jokainen rahastosijoittaja omistaa suoraan osuuden tästä salkusta.<sup>9</sup> Omistuksen osalta on kuitenkin huomattava, että omistus rahastossa on määräosaista. Jokainen sijoittaja omistaa osuuksiensa määrän mukaisessa suhteessa jokaista rahastoon kuuluvaa sijoituskohdetta. Kukaan osuudenomistaja ei kuitenkaan omista mitään konkreettista osuutta rahastossa olevista varoista.<sup>10</sup> Keskenään samansuuruiset rahasto-osuudet muodostavat rahaston pääoman. Pääoman suuruus vaihtelee sen mukaan, paljonko rahastoon kulloinkin tulee mukaan uusia sijoittajia ja paljonko vanhoja sijoittajia poistuu rahastosta osuuksiaan lunastamalla. Pääoman määrä vaihtelee myös rahastossa olevien sijoituskohteiden arvon muuttumisen perusteella. Rahasto-osuudet eivät kuitenkaan voi koskaan loppua kesken.<sup>11</sup>

Sijoitusrahastotoiminta on organisoitu siten, että sijoitusrahaston hallinnointi kuuluu osakeyhtiömuodossa toimivalle rahastoyhtiölle, joka tarvitsee toimintaansa varten Finanssivalvonnan myöntämän toimiluvan. Rahastoyhtiön tehtävänä on siis hankkia sijoittajilta varoja ja sijoittaa ne laatimiensa ja viranomaisten vahvistamien sääntöjen mukaisesti. Rahastoyhtiö toimii omissa nimissään rahasto-osuudenomistajien puolesta ja se käyttää sijoitusrahastoon kuuluviin varoihin liittyviä oikeuksia.<sup>12</sup> Rahastoyhtiön tehtä-

<sup>7</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 53.

<sup>8</sup> Anderson – Tuhkanen (2004), s. 287 – 288.

<sup>9</sup> Leppiniemi (2009), s. 148.

<sup>10</sup> HE 202/1998, s. 10.

<sup>11</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 75.

<sup>12</sup> HE 202/1998, s. 10.

vänä on kuitenkin vain hallinnoida rahaston varoja. Rahastoyhtiö ei siten voi ottaa rahastossa olevia varoja omien vastuidensa kattamiseen. Näin ollen sijoittajat eivät ota rahastoyhtiön omien varojen hoidosta aiheutuvia riskejä kantaakseen.<sup>13</sup> Sijoitusrahastotoiminnan rakenteeseen liittyy rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston lisäksi erillinen säilytysyhteisö. Nimensä mukaisesti se huolehtii sijoitusrahaston varojen säilyttämisestä. Tämän lisäksi säilytysyhteisölle kuuluu myös erinäisiä valvontatehtäviä.<sup>14</sup> Sijoitusrahaston hallinnointi ja sen varojen säilyttäminen on siis eriytetty toisistaan. Tämän vastuunjaon tarkoituksena on ennen kaikkea paremmin turvata rahastosäästäjien asemaa.<sup>15</sup>

Sijoitusrahastot jaetaan kahteen luokkaan. Sijoitusrahastot voivat olla joko sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettuja rahastoja (ns. UCITS-rahastot) tai erikoissijoitusrahastoja.<sup>16</sup> Rahastojen erot perustuvat siihen, että UCITS-rahastoja koskevat säännökset on harmonisoitu sijoitusrahastodirektiivillä ja niitä voidaan markkinoida koko unionin alueella. Koska UCITS-rahastot on yleensä suunnattu ns. tavallisille sijoittajille, on niiden harjoittamaa sijoitustoimintaa rajoitettu eri tavoin. Rajoituksilla pyritään ennen kaikkea turvaamaan sijoituksiin liittyvien riskien riittävä hajauttaminen. Erikoissijoitusrahastoja sen sijaan säännellään kansallisilla normeilla ja niiden sallitaan poiketa monista UCITS-rahastoja koskevista rajoituksista.<sup>17</sup>

Kuten johdannossa todettiin sijoitusrahastot tarjoavat sijoittajille mahdollisuuden hyödyntää rahaston resursseja sekä ammattimaista sijoitusosaamista. Ne tarjoavat myös mahdollisuuden riskien hajauttamiseen. Ilman rahastoja monella kotitaloudella tai pienellä ja keskisuurella sijoittajalla ei olisi mahdollisuuksia sijoitusrahastojen kaltaiseen sijoitustoimintaan.<sup>18</sup> Monelle sijoittajalle rahastosijoittaminen voi lisäksi toimia vaihtoehtona tai täydennyksenä suoralle arvopaperisijoittamiselle.<sup>19</sup> Sijoituspalveluna tarjottavan suoran arvopaperisäästämisen lisäksi rahasto-osuudet kilpailevat myös pankkitalletusten ja henkivakuutusten kanssa sijoittajien varoista.<sup>20</sup> Rahastosijoittamisen etuna voi monen piensijoittajan mielestä olla myös alhainen sijoittamiskynnys. Rahasto-osuudenomistajaksi on mahdollista päästä jo muutaman kymmenen euron suuruisella kuukausimaksulla. Pienillä summilla ei useinkaan kannata tehdä suoria osakesijoituksia, sillä ostopalkkiot saattavat muodostua turhan suuriksi sijoituksen määrän verrattuna.

---

<sup>13</sup> Puttonen – Repo (2011), 54.

<sup>14</sup> HE 202/1998, s. 13.

<sup>15</sup> Prop. 2002/03, s. 104.

<sup>16</sup> Kontkanen (2011), s. 126.

<sup>17</sup> Lagrådsremiss, s. 173.

<sup>18</sup> Anderson – Tuhkanen (2004), s. 288.

<sup>19</sup> Leppiniemi (2002), s. 101.

<sup>20</sup> VM 26/2003, s. 35.

Montaa piensijoittajaa saattaa houkutella myös rahastosäästämisen helppous.<sup>21</sup> Rahasto-osuuksia voi merkitä helposti puhelimitse tai internetin välityksellä. Rahastomerkinnän voi tehdä myös henkilökohtaisesti rahastoyhtiön palveluneuvojan myötävaikutuksella. Rahastomerkintä vastaa tilisiirtoa, jossa rahastosäästäjä siirtää varojaan pankkitililtä rahaston tilille.<sup>22</sup> Rahastosijoittaminen tapahtuu käytännössä rahasto-osuuden merkittämällä. Uusien rahasto-osuuksien antaminen tapahtuu sijoitusrahastoa hallinnoivan rahastoyhtiön toimesta. Rahasto-osuuden omistajaksi haluava ei siten joudu ostamaan osuutta rahastosta keneltäkään aikaisemmalta rahasto-osuudenomistajalta.<sup>23</sup> Sijoittamisen helppouden käänköpuolena ovat sijoitusrahastotoiminnasta aiheutuvat kustannukset. Sijoitusrahaston toiminnasta aiheutuvia kustannuksia katetaan sijoittajilta perittävillä liittymispalkkioilla, luopumispalkkioilla sekä vuotuisella sijoitusten hoitopalkkioilla. Toisaalta kustannuksia katetaan suoraan rahaston hallinnassa olevasta sijoittajien pääomasta. Tällaisia ovat esimerkiksi säilytys- ja kaupankäyntikulut. Palkkiot ja niiden määrääntymisperusteet vaihtelevat rahastoittain.<sup>24</sup>

Sijoitusrahastojen kanssa samoilla toimialueilla ovat myös ns. sijoitusyhtiöt. Ne ovat yksityisiä tai julkisia osakeyhtiöitä, joiden toimialana on sijoittaminen. Sijoitusyhtiöt ovat monesti erikoistuneet tietynlaisiin sijoituskohteisiin, kuten esimerkiksi vain pörs-siosakkeisiin tai noteeraamattomien yhtiöiden osakkeisiin.<sup>25</sup> Sijoitusrahastot eivät siis ole osakeyhtiöitä, vaan eräänlainen sijoituskohteiden kollektiivisen hallinnoinnin muoto.<sup>26</sup> Sijoitusrahasto ja sijoitusyhtiö eroavat toisistaan myös siinä, että toisin kuin sijoitusrahastoissa sijoitusyhtiöiden osakepääoma ja osakkeiden määrä ovat kiinteät. Sijoitusyhtiöt voivat myös ottaa itsenäisesti velkaa ja sijoittaa varojaan oman ja vieraan pääoman ehtoihin arvopapereihin. Jos sijoitusten arvot laskevat voimakkaasti, voi tästä olla seurauksena, että yhtiön tappiot muodostuvat sen omaa pääomaa suuremmiksi ja yhtiö voi joutua selvitystilaan. Sijoitusrahasto sen sijaan ei sijoita velaksi, vaan sijoittajien varat kanavoidaan rahaston kautta valittuihin sijoituskohteisiin.<sup>27</sup> Rahastosijoittamista voidaan harjoittaa myös pääomarahastojen kautta. Useimmiten näiden rahastojen varat kerätään institutionaalisilta sijoittajilta. Rahojen hallinnoimiseksi muodostetaan rahasto, jonka kautta sijoitukset tapahtuvat.<sup>28</sup> Pääomarahastotoimintaa harjoitetaan perusmuo-

---

<sup>21</sup> Hämäläinen (2003), s. 163.

<sup>22</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 74.

<sup>23</sup> Prop. 2002/03:150, s. 103.

<sup>24</sup> Leppiniemi (2009), s. 150.

<sup>25</sup> Leppiniemi (2009), s. 145.

<sup>26</sup> Hansson (2009), s. 170.

<sup>27</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 132.

<sup>28</sup> Hidén – Tähtinen (2005), s. 19.

dossa hallinnointiosakeyhtiön sekä yhden tai useamman määräaikaisen kommandiittiyhtiömuotoisen rahaston kautta. Hallinnointiyhtiö on rahaston vastuunalainen yhtiömies ja muut sijoittajat toimivat äänettöminä yhtiömiehinä. Hallinnointiyhtiön osakkaat ja sijoitusjohtajat osallistuvat aktiivisesti rahaston edustajina kohdeyritysten toiminnan kehittämiseen.<sup>29</sup> Toisin kuin sijoitusrahastoissa pääomarahastojen sijoitukset tehdään yleensä määrääjäksi nimenomaan listaamattomiin yrityksiin.<sup>30</sup> Rahastosijoittamisen kohteena voivat olla myös kiinteistöt. Tällaista yhteistä kiinteistösijoittamista koskee kiinteistörahastolaki (19.12.1997/1173). Sen soveltamisalasäännöksen mukaan kiinteistörahastotoiminnalla tarkoitetaan sellaista sijoitustoimintaa, jossa yleisölle tarjotaan mahdollisuutta osallistua yhteisiin kiinteistösijoituksiin, voidaan harjoittaa siten, että yleisö osallistuu sijoitustoimintaan julkisen osakeyhtiön osakkeita tai kommandiittiyhtiön osuuksia merkitsemällä, niitä ostamalla tai muutoin hankkimalla. Yhtiö sijoittaa näin kerätyt varat edelleen pääasiassa kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin muussa kuin rakentamisen tai kiinteistönjalostustoiminnan tarkoituksessa. Vaikka sijoittamista voidaan siis harjoittaa eri tavoin organisoiduissa muodoissa, on sijoitusyhtiöihin, pääomarahastoihin sekä kiinteistösijoittamiseen liittyvät erityispiirteet rajattu tämän tutkielman ulkopuolelle.

## 2.2 Sijoitusrahaston hallinnointi

Sijoitusrahastojen hallinnointi ja sijoitustoiminnan harjoittaminen kuuluvat siis erityisen rahastoyhtiön vastuulle.<sup>31</sup> Sijoitusrahastolain 2 §:n mukaan rahastoyhtiöllä tarkoitetaan pääsääntöisesti sijoitusrahastotoimintaa harjoittavaa suomalaista osakeyhtiötä. Sijoitusrahastotoiminta taas tarkoittaa varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista pääasiallisesti rahoitusvälineisiin tai kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin. Sijoitusrahastotoiminta tarkoittaa lisäksi rahastojen hallintoa sekä rahasto-osuuksien markkinointia. Käytännössä rahastoyhtiö vastaa sijoitusrahaston salkunhallintaan ja taloushallintoon yms. liittyvistä tehtävistä. Usein sama rahastoyhtiö hoitaa useamman rahaston hallinnointia.<sup>32</sup> Rahastoyhtiön on lisäksi sijoitusrahastolain 5

---

<sup>29</sup> Lauriala (2004), s. 33.

<sup>30</sup> Lauriala (2004), s. 22 – 23.

<sup>31</sup> Rahastoyhtiö tarvitsee toimintaansa varten Finanssivalvonnan myöntämän toimiluvan. Lisäksi rahastoyhtiön hallinnolle ja omistajille on sijoitusrahastolaissa asetettu lähinnä toiminnan luotettavuutta turvaavia edellytyksiä. Rahastoyhtiölle ja säilytisyhteisölle asetetut edellytykset vastaavat toisiaan ja niitä käsitellään tarkemmin jäljempänä säilytisyhteisöä käsittelevässä luvussa.

<sup>32</sup> Martikainen – Martikainen (2006), s. 173.

§:n nojalla mahdollista harjoittaa myös sijoitusrahastotoimintaan olennaisesti liittyvää toimintaa, mikäli tämä ei ole omiaan vanhingoittamaan osuudenomistajien etua. Tällainen toiminta arvioidaan tapauskohtaisesti toimilupaharkinnan yhteydessä lähinnä rahastoyhtiön yhtiöjärjestyksen toimialaa koskevien määräysten pohjalta. Rahastoyhtiön muu toiminta ei kuitenkaan saa olla omiaan häiritsemään sen päätehtävien suorittamista.<sup>33</sup> Kyseeseen tuleva oheistoiminta voi liittyä esimerkiksi sellaisen arvonlaskentapalvelun tarjoamiseen, jossa hyödynnetään sijoitusrahastotoiminnasta ylijäävää tietoteknistä suorituskykyä.<sup>34</sup> Rahastoyhtiö saa lisäksi sijoitusrahastolain 5 §:n nojalla tarjota tiettyjä sijoituspalveluja.<sup>35</sup> Kyseeseen tulevat ensinnäkin omaisuudenhoito, jolla tarkoitetaan rahoitusvälineiden hoitamista asiakkaan kanssa tehdyn sopimuksen nojalla niin, että päätösvalta sijoittamisesta on kokonaan tai osittain annettu toimeksiannon saajalle. Lisäksi rahastoyhtiö voi tarjota sijoitusneuvontaa eli antaa asiakkaalle yksilöllisen suosituksen tiettyä rahoitusvälinettä koskevaksi liiketoimeksi. Lisäksi rahastoyhtiö voi tarjota rahoitusvälineiden säilyttämistä sijoitusrahastojen ja yhteissijoitusyritysten osalta.

Rahastoyhtiön tehtävät liittyvät kuitenkin pääasiassa sijoitusrahaston sekä rahastosuudenomistajien puolesta toimimiseen. Näin on siksi, että sijoitusrahaston asemasta itsenäisenä oikeushenkilönä ei vallitse yksimielistä käsitystä oikeuskirjallisuudessa ja lainvalmisteluaineistossa. Yleisesti ottaen oikeushenkilöllä tarkoitetaan oikeusjärjestyksen luomaa konstruktiota, jonka olemassaolo on katsottu tarpeelliseksi, jotta oikeuksia ja velvollisuuksia voisi luonnollisten henkilöiden lisäksi olla myös heidän yhteenliittymillään. Oikeushenkilöllisyyden syntymiseen on katsottu riittävän esimerkiksi se, että organisaatiolla on oma erillisvarallisuutensa, jota jokin pysyvä toimielin hoitaa. Lisäksi on edellytetty, että organisaatiolla on nimi, joka erottaa sen muista organisaatioista.<sup>36</sup> Oikeushenkilöt ovat sekä oikeuskelpoisia että oikeustoimikelpoisia. Jotta organisaation oikeuskelpoisuuden toteuttaminen olisi mahdollista, tarvitsee se toimieliimet, joiden tehtävänä on huolehtia oikeuksien ja velvollisuuksien käyttämisestä oikeushenkilön puolesta sitä sitovalla tavalla.<sup>37</sup> Vuonna 1987 voimaan tulleen vanhan sijoitusrahastolain (8.5.1987/480) esitöissä todettiin kuitenkin nimenomaisesti, ettei sijoitusrahastoa pidetty oikeushenkilönä eikä sen ollut mahdollista toimia itsenäisesti. Tämän johdosta kaikki rahaston sijoittajien puolesta tehtävät toiminnot kuuluivat rahastoyhtiön hoidettaviksi.<sup>38</sup>

---

<sup>33</sup> HE 59/1996, s. 45 – 46.

<sup>34</sup> HE 202/1998, s. 10.

<sup>35</sup> Kyseeseen tulevat sijoituspalvelulain (747/2012) 1 luvun 11 § :n 4 kohdassa, 5 kohdassa ja 9 kohdassa tarkoitetut palvelut.

<sup>36</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 36.

<sup>37</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 43.

<sup>38</sup> HE 238/1986, s. 6. Samoin s. 14 ja s. 21.

Rahastoa ei pidetty itsenäisenä oikeushenkilönä myöskään sijoitusrahastolakia viimeksi muutettaessa. Sijoitusrahasto rinnastettiin sen sijaan kaikkiin siihen yhteisesti varojaan sijoittaneisiin osuudenomistajiin.<sup>39</sup> Myös sijoitusrahastodirektiivin johdanto-osan 6 kohdassa todetaan, että jos jossakin kyseisen direktiivin säännöksessä edellytetään yhteissijoitusyrityksen ryhtyvän toimenpiteisiin, tarkoitetaan tällä rahastoyhtiötä silloin, kun yhteissijoitusyritys on rahastoyhtiön hoidossa oleva sijoitusrahasto ja kun rahasto ei voi toimia itse, sillä se ei ole oikeushenkilö. Sijoitusrahastoa onkin luonnehdittu lähinnä esimerkiksi eräänlaiseksi yhteisomistussuhteeksi. Tämän vuoksi rahastolla tulee olla rahastoyhtiö, jonka vastuulla on toimia rahaston puolesta ja sen nimissä.<sup>40</sup> Sijoitusrahastoa voidaankin siten pitää rahasto-osuudenomistajien yhdessä omistamana omaisuusmassana, jolla ei ole omaa organisaatiota.<sup>41</sup> Myös ruotsalaisessa lainvalmisteluaineistossa on katsottu, että sijoitusrahasto ei voi olla itsenäinen oikeussubjekti. Siten se ei voi itse huolehtia rahastossa olevaan omaisuuteen liittyvistä oikeuksista ja velvollisuuksista. Rahaston katsotaan olevan luonteeltaan erityinen yhteisomistuksen muoto. Se ei siten voi itse hankkia oikeuksia ja velvollisuuksia eikä ajaa kannetta omissa nimissään tuomioistuimessa.<sup>42</sup> Näistä näkökohdista huolimatta vuonna 2006 annetussa kiinteistörahastolakia koskevassa hallituksen esityksessä katsottiinkin, että sijoitusrahasto olisi oikeuskelpoinen subjekti, jonka varat kuuluvat yhteisesti rahasto-osuudenomistajille eli rahastolle. Esimerkiksi sopimukset ja muut oikeustoimet on siten tehtävä sijoitusrahaston nimissä ja rahastoa koskevissa oikeustoimissa tulee lisäksi mainita, minkä rahaston puolesta rahastoyhtiö oikeustointa tehdessään toimii. Esityksen mukaan se, että rahastoyhtiö toimii sijoitusrahaston laillisena edustajana, ei poista rahaston oikeuskelpoisuutta. Sijoitusrahaston oikeuskelpoisuuden katsotaan pitävän sisällään, että rahastolle on mahdollista kirjata oikeuksia ja velvollisuuksia.<sup>43</sup>

Vaikka sijoitusrahaston oikeudellisesta luonteesta ei vallitse täyttä selvyyttä, tarvitaan rahastoyhtiön myötävaikutusta lähes kaikissa sijoitusrahastoa koskevissa toimissa. Näin ollen esimerkiksi sijoitusrahastojen perustaminen on sallittua vain toimiluvan saaneille rahastoyhtiöille. Tällainen rahastoyhtiö on oikeutettu perustamaan yhden tai useamman sijoitusrahaston ETA-valtioon taikka yhden tai useamman erikoissijoitusrahaston Suomeen. Rahastoyhtiöt eivät kuitenkaan saa perustaa yhteisiä rahastoja. Sillä tämä voisi aiheuttaa sijoitusrahastotoiminnassa mahdollisia ristiriitatilanteita.<sup>44</sup> Perustaessaan

---

<sup>39</sup> HE 113/2011, s. 119.

<sup>40</sup> Harju – Syyrilä (2001), s. 57.

<sup>41</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 348.

<sup>42</sup> Prop. 2002/03:150, s. 115 – 116. Samoin SOU 2010:78, s. 106.

<sup>43</sup> HE 102/2006, s. 14 – 15. Samoin VM 10/2006, s. 28.

<sup>44</sup> HE 238/1986, s. 13.

uutta rahastoa rahastoyhtiön on päätettävä muun muassa, mihin sijoituskohteisiin rahaston varoja tullaan sijoittamaan ja kenelle se on suunnattu. Myös sijoitusrahaston sijoitustyyli pitää miettiä.<sup>45</sup> Uuden sijoitusrahaston katsotaan syntyvän rahastoyhtiön hallituksen päätöksellä, mikäli rahastoyhtiön yhtiöjärjestyksestä ei johdu muuta. Yleensä samalla kun hallitus päättää rahaston perustamisesta, vahvistetaan sille myös säännöt.<sup>46</sup> Sijoitusrahastolain 23 §:n mukaan jokaisella sijoitusrahastolla on oltava säännöt. Niissä voidaan ottaa huomioon kullekin rahastolle tyypillisiä erityiskysymyksiä ja sääntömuutoksilla on mahdollista reagoida lainsäädäntöä nopeammin arvopaperimarkkinoilla tapahtuviin muutoksiin.<sup>47</sup> Sijoitusrahastolain 41 §:ssä säädetään sijoitusrahaston sääntöjen vähimmäisvaatimuksista. Säännöissä tulee esimerkiksi mainita rahaston sijoitustoiminnan tarkoituksesta sekä sen varojen sijoittamisesta. Säännöissä kuvataan tarkemmin myös rahasto-osuuksien luonne ja niiden mukaan määräytyvät myös rahastoyhtiölle ja säilytysyhteisölle maksettavien korvausten perusteet. Niissä selvitetään tarkemmin myös muut rahastolle mahdollisesti aiheutuvat kulut. Niissä määritetään myös tarkemmin osuuksien arvonlaskentaan liittyviä seikkoja sekä annetaan tarkempia määräyksiä osuuksien merkintään ja lunastukseen liittyvistä kysymyksistä. Säännöistä tulee myös käydä ilmi ne seikat, miksi jotakin rahastoa pidetään erikoissijoitusrahastona. Rahaston säännöt ovat luonteeltaan vakiosopimus, jonka jokainen rahasto-osuudenomistaja hyväksyy itseään sitovaksi tehdessään rahastomerkinnän. Ne myös osaltaan määrittävät rahastoyhtiön tehtäviä, sillä rahastoyhtiön tulee hallinnoida rahaston varoja säännöissä tarkoitettulla tavalla.<sup>48</sup> Säännöissä voidaan myös määrätä, että sijoitusrahastossa voi olla erilaisia sekä erisarjaisia osuuksia. Lisäksi jokaisessa osuussarjassa voi olla sekä tuottoetta kasvu-osuuksia.<sup>49</sup> Rahastoyhtiöt voivatkin siten rahastojen säännöissä määrätä, että rahastossa on omat sarjat esimerkiksi suur- ja piensijoittajille. Suursijoittajien osuuksissa minimisijoitus voi esimerkiksi olla korkeampi ja perittävät kulut pienemmät.<sup>50</sup> Tämä ei kuitenkaan ole rahastosijoittajien yhdenvertaisen kohtelun vastaista, sillä periaatteen tarkoituksena on taata keskenään samanlaisessa tilanteessa olevien osuudenomistajien kohtelu yhdenmukaisella tavalla.<sup>51</sup>

Sääntöjen merkitystä korostaa myös se seikka, että rahastoyhtiön tulee sijoitusrahastolain mukaan hakea sääntöjen ja niiden muutosten vahvistamista Finanssivalvonnalta.

---

<sup>45</sup> Möttölä (2008), s. 21.

<sup>46</sup> HE 202/1998, s. 47.

<sup>47</sup> HE 238/1986, s. 13.

<sup>48</sup> HE 202/1998, s. 34.

<sup>49</sup> HE 113/2011, s. 75.

<sup>50</sup> Möttölä (2008), s. 21.

<sup>51</sup> HE 113/2011, s. 77.

UCITS-rahastojen sääntöjen ja niiden muutosten vahvistamisen edellytyksenä on niiden lainmukaisuus ja selkeys. Myös erikoissijoitusrahaston sääntöjen tulee olla lainmukaiset. Tämä ei kuitenkaan koske niitä säännöksiä, joista erikoissijoitusrahastojen on toiminnassaan mahdollista poiketa. Erikoissijoitusrahaston säännöiltä edellytetään sijoitusrahastolain 43 §:n mukaan sitä, että ne voidaan vahvistaa, mikäli saadun selvityksen perusteella voidaan pitää todennäköisenä, että rahoitusmarkkinoiden vakaus, toimivuus tai luottamus markkinoiden toimintaan ei vaarannu. Lisäksi sijoitustoiminnan riskien täytyy tulla hajautetuiksi riittävällä tavalla. Tarkoituksena on siis varmistaa, ettei säännellyn ja valvotun rahastotoiminnan piiriin tule millaista tahansa riskiä sisältäviä sijoituskohteita.<sup>52</sup> Sijoitusrahastolain 24 §:n mukaan rahaston sääntöjen tulee olla vahvistettu ennen kuin rahastoyhtiö voi aloittaa rahaston osuuksien markkinoimisen yleisölle ja varojen vastaanottamisen. Sääntöjen ensimmäisestä vahvistamisesta alkaa kulua kahden vuoden määräaika, jonka kuluessa rahaston toiminta tulee aloittaa. Määräajan kuluessa rahastoyhtiö voi valita otollisen hetken toiminnan aloitukselle.<sup>53</sup> Toiminnan aloittamisajankohdasta on lain mukaan ilmoitettava Finanssivalvonnalle.

Rahastojen perustamisen lisäksi rahastoyhtiön hallinnointitehtäviin kuuluu myös rahasto-osuuksien markkinointi. Monesti rahastoyhtiöt ovat kuitenkin ulkoistaneet rahastojensa markkinoinnin tai rahasto-osuuksien välittämisen pankeille ja sijoituspalveluyrityksille. Suomessa onkin harvinaista, että rahastoyhtiö itse huolehtisi näistä toiminnoista. Tavallisesti rahastoyhtiön hallinnoimia rahastoja markkinoidaan rahastoyhtiön kanssa samaan finanssikonserniin kuuluvissa pankeissa niiden asiakkaille.<sup>54</sup> Samoin osuuksien merkinnät tapahtuvat yleensä pankin tai muun arvopaperinvälittäjän kautta.<sup>55</sup> Rahasto-osuuksien markkinointia koskevat säännökset ovat sijoitusrahastolain 13 luvussa. Markkinoinnissa on pääperiaatteena lain 89 §:n mukaan se, että rahasto-osuuksia ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Markkinoinnista on myös käytävä ilmi sen kaupallinen tarkoitus. Jos markkinoinnissa kehoitetaan ostamaan rahastonosuuksia ja siinä annetaan erityisiä tietoja rahastosta, ei tällöin saa esittää sellaisia väitteitä, jotka ovat ristiriidassa rahastoesitteen ja avaintietoesitteen sisältämien tietojen kanssa tai jotka vähentävät niiden merkitystä. Aineistosta on myös käytävä ilmi, missä ja millä kielellä rahastoesite ja avaintietoesite ovat sijoittajien saatavilla ja käytävissä. Sijoitusrahastolain 92 §:n mukaan rahastoyhtiön tulee markkinointiaineiston lisäksi siis julkistaa jokaisesta sen hallinnoitavana olevasta sijoitusrahastosta rahastoesite. Esite on aina pidettävä ajan tasalla ja siihen on liitettävä rahaston säännöt. Tässä

---

<sup>52</sup> HE 110/2003, s. 36.

<sup>53</sup> HE 110/2003; s. 27.

<sup>54</sup> Wuolijoki (2009), s. 213.

<sup>55</sup> Norros (2009a), s. 363.



esitteessä on annettava olennaiset ja riittävät tiedot sijoitusrahaston sijoitustoimintaa koskevista tavoitteista ja sen muista ominaisuuksista. Tiedot on annettava myös rahastoyhtiöstä sekä sijoitusrahaston käyttämästä säilytysyhteisöstä. Tiedot on annettava, jotta rahastosijoittajaksi haluavat voivat luotettavasti arvioida kyseistä rahastoa ja erityisesti sen toimintaan liittyviä riskejä.<sup>56</sup> Lain 93 §:n mukaan rahastoyhtiön on laadittava jokaisen hallinnoimansa rahaston osalta myös avaintietoesite. Se on lyhyt asiakirja, jossa sijoittajille annetaan keskeiset tiedot ja sen on oltava ymmärrettävissä ilman muita asiakirjoja. Avaintietoesitteessä annetaan rahaston tunnistetiedot, lyhyt kuvaus sen sijoitustavoitteista sekä sijoituspolitiikasta. Siinä kuvataan myös aikaisemman tuottokehityksen tai tarvittaessa odotettavissa olevan tuottokehityksen esittely. Myös rahaston kuluista ja muista liitännäisistä maksuista on annettava tietoja. Samoin siinä tulee kuvaata sijoituksen riski-hyötyprofiili sekä antaa asianmukaiset ohjeet ja varoitukset kyseiseen rahastoon sijoittamiseen liittyvistä riskeistä.<sup>57</sup>

Sijoitusrahastolain 45 §:n mukaan rahastoyhtiön on vaadittaessa laskettava liikkeesen hallinnoimansa sijoitusrahaston rahasto-osuuksia. Tämä jatkuvan liikkeesenlaskun periaate on yksi sijoitusrahastotoiminnan peruspiirteistä.<sup>58</sup> Rahaston säännöissä voidaan kuitenkin poiketa tästä ja määrätä, että osuuksia on laskettava liikkeelle vain säännöissä tarkemmin määriteltävinä ajankohtina. Tällainen poikkeaminen on mahdollista kuitenkin vain joko rahaston sijoitustoiminnan luonteesta johtuvasta tai muuten erityisestä syystä. Säännöissä on siten sallittua esimerkiksi määrätä, että sijoitusrahasto on vähimmäispääomaa<sup>59</sup> kerättäessä avoinna merkinnöille useammin kuin pääoman keräämisen jälkeen. UCITS-rahastoissa osuuksien liikkeesenlasku pankkipäivinä on kuitenkin pääsääntöinen toimintatapa. Muutenkin sijoitusrahastojen tulisi olla lähtökohtaisesti avoimia ja avoinna kaikille halukkaille sijoittajille.<sup>60</sup> Rahastoyhtiöt olivatkin aikaisemmin velvollisia hyväksymään rahasto-osuudenomistajaksi jokaisen, joka halusi sitoutua rahaston sääntöihin ja oli valmis maksamaan merkintähinnan. Osuudenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatteen katsottiin edellyttävän, että sitä sovellettiin myös rahastosijoittajaksi aikovaan tahoon.<sup>61</sup> Muutenkin katsottiin, että rahastoyhtiölle tulisi olla sa-

---

<sup>56</sup> Rahastoesitteen sisällöstä annetaan tarkempia määräyksiä valtiovarainministeriön asetuksessa Vma 146/2012.

<sup>57</sup> Avaintietoesitteen sisällöstä säädetään tarkemmin komission avaintietoasetuksessa (583/2010).

<sup>58</sup> HE 202/1998, s. 34.

<sup>59</sup> Sijoitusrahastolain 27 §:n mukaan sijoitusrahaston vähimmäispääoman on oltava kaksi miljoonaa euroa ja sillä on oltava vähintään 50 rahasto-osuudenomistajaa.

<sup>60</sup> HE 113/2011, s. 75 – 76.

<sup>61</sup> HE 202/1998, s. 54.

mantekevää, kuka sijoitusrahaston osuuksia omistaa.<sup>62</sup> Nykyisin rahastoyhtiöllä on oikeus kieltäytyä rahasto-osuuden liikkeeseenlaskusta ja sitä koskevan merkinnän hyväksymisestä, mikäli kieltäytymiselle on olemassa rahaston säännöissä määritelty painava peruste. Perusteen tulee liittyä asiakkaaseen tai hänen aikaisempaan käyttäytymiseensä tai siihen, että rahastoyhtiön mielestä asiakassuhteelle ei ilmeisesti ole todellista tarvetta. Kieltäytymisen perusteena voisi olla esimerkiksi asiakkaan aikaisempi rahastomerkintää koskeva sopimusrikkomus tai rahastoyhtiön syy epäillä väärinkäytöksiä. Tarkoituksena ei siis ole ollut muuttaa sitä, että lähtökohtaisesti sijoitusrahastot ovat kaikille avoimia sijoituskohteita. Tarkoituksena ei siten ole, että rahastoyhtiöt voisivat jatkossa valita asiakkaansa.<sup>63</sup>

Jatkuvan liikkeeseenlaskun periaatteesta voidaan sijoitusrahastolain mukaan poiketa myös sen johdosta, että rahastoyhtiön on mahdollista väliaikaisesti keskeyttää rahasto-osuuksien liikkeeseenlasku rahaston säännöissä mainituissa tilanteissa. Keskeytys on mahdollinen vain, mikäli osuudenomistajien yhdenvertaisuus tai muu painava etu sitä erityisesti vaatii. Tällainen ennalta-arvaamaton tilanne voisi olla kysymyksessä esimerkiksi ulkomaisen yhteistyökumppanin liiketoiminnan keskeytymisen tai häiriytymisen yhteydessä taikka muun poikkeuksellisen tapahtuman johdosta.<sup>64</sup> Myös Finanssivalvonnalle on sijoitusrahastolaissa annettu valtuudet määrätä liikkeeseenlasku keskeytettäväksi, jos se on välttämätöntä arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen varmistamiseksi tai rahastosijoittajien edun turvaamiseksi taikka milloin siihen on olemassa muu erityisen painava syy. Kielto mahdollisuuden soveltamisen tulisi koskea vain hyvin poikkeuksellisia tilanteita. Rahastomerkinnät ja vastaavasti niiden lunastukset on syytä keskeyttää esimerkiksi tilanteissa, joissa rahasto-osuuden arvoa ei pystytä määrittämään. Olisi näet rahastosijoittajien yhdenvertaisen kohtelun ja yhteisen edun vastaista ottaa rahastoon uusia sijoittajia tilanteissa, joissa oikeaa merkintähintaa ei voida määrittellä.<sup>65</sup>

Sijoitusrahaston hallinnointiin kuuluu myös rahastoyhtiön velvollisuus rahasto-osuuden lunastamiseen rahastosijoittajan pyynnöstä.<sup>66</sup> Sijoitusrahastolain 49 §:n mukaan lunastuksen tulee tapahtua osuudenomistajan vaatimuksesta rahaston säännöissä tarkemmin määrättyllä tavalla ja määrättyinä ajankohtina. Säännöissä voidaan liikkeeseen laskua vastaavalla tavalla määrittellä poikkeuksista lunastusoikeuden käyttämis-

---

<sup>62</sup> HE 202/1998, s. 34.

<sup>63</sup> HE 113/2011, s. 77 – 78.

<sup>64</sup> HE 113/2011, s. 76.

<sup>65</sup> HE 110/2003, s. 37.

<sup>66</sup> HE 238/1986, s. 16.

sä.<sup>67</sup> Itse lunastamisella on yleensä tarkoitettu rahasto-osuuden takaisin ostamista käteissuoritusta vastaan. Pääsääntöisesti lunastuksen tulee tapahtua välittömästi sijoitusrahaston varoista lunastushinnasta, joka on vaatimuksen esittämispäivän mukainen rahasto-osuuden arvo. Lähtökohtana on, että rahastosijoittaja saa lunastushinnan samana päivänä tai viimeistään seuraavana päivänä. Tietyissä tilanteissa rahaston säännöissä voidaan määrätä lunastushinnan suorittamisesta kohtuullisen ajan kuluessa. Tämä edellyttää kuitenkin selvää mainintaa asiasta, jotta sijoittajilla on ollut mahdollisuus huomioida asia jo rahastosijoitusta tehdessään. Lunastukset tulee lisäksi rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisen kohtelun periaatteen mukaisesti toteuttaa vaatimusten esittämisjärjestyksessä.<sup>68</sup> Rahastoyhtiön tulee varautua mahdollisiin lunastusvaatimuksiin ja huolehtia siitä, että sijoitusrahastolla on riittävät käteisvarat. Jos nämä eivät riitä vaatimusten kattamiseen, tulee rahastoyhtiön myydä rahaston varoihin kuuluvia arvopapereita.<sup>69</sup> Tämän tulee sijoitusrahastolain mukaan tapahtua ilman aiheetonta viivytystä. Myynnin tulee kuitenkin tapahtua viimeistään kahden viikon kuluttua lunastusvaatimuksesta. Finanssivalvonta voi erityisestä syystä pidentää tätä määräaika. Lisäaika voi tarpeen esimerkiksi tilanteissa, joissa suuri määrä sijoittajia vaatii lunastusta samaan aikaan tai muuten lyhyen ajan kuluessa.<sup>70</sup>

Vaikka pääsääntöisesti osuuksien lunastamisen tulee tapahtua vaadittaessa, voi rahastoyhtiö kuitenkin sijoitusrahastolain 50 §:n mukaan keskeyttää osuuksien lunastukset rahaston säännöissä mainituissa tilanteissa. Tämä mahdollisuus koskee tilanteita, joissa rahastosijoittajien yhdenvertaisuus tai muu painava etu sitä erikseen vaatii. Tällainen poikkeuksellinen tilanne voisi olla kyseessä esimerkiksi silloin, kun rahaston päämarkkinapaikka on ennalta-arvaamattomasta syystä suljettu tai kaupankäyntiä siellä on rajoitettu.<sup>71</sup> Käytännössä tämä tarkoittaa yleensä tilanteita, joissa päämarkkinoilta ei voida saada luotettavia markkinatietoja ja tämän johdosta rahasto-osuuden arvoa ei voida määrittää päivittäin. Tällöin osuuksien liikkeeseen laskeminen ja niiden lunastaminen voisi vaarantaa osuudenomistajien yhdenvertaista kohtelua. Ennakoitavat tapahtumat tulisi kuitenkin aina huomioida jo etukäteen rahaston aukioloa koskevissa sääntömääräyksissä.<sup>72</sup> Rahasto-osuuksien lunastaminen tulee keskeyttää myös tilanteissa, joissa rahaston varallisuuden arvo tai sijoittajien määrä on alittanut laissa tai rahaston säännöissä määrätty vähimmäisrajat. Lunastus on tällöin keskeytettävä, jos tilannetta ei ole korjattu

---

<sup>67</sup> HE 113/2011, s. 81.

<sup>68</sup> HE 59/1996, s. 44 – 45.

<sup>69</sup> HE 202/1998, s. 18.

<sup>70</sup> HE 238/1986, s. 16 – 17.

<sup>71</sup> HE 202/1998, s. 55.

<sup>72</sup> HE 113/2011, s. 81.

90 vuorokauden kuluessa vähimmäismäärän alittamisesta. Rahastoyhtiön edellytetäänkin olevan jatkuvasti selvillä sijoitusrahaston arvosta ja rahasto-osuudenomistajien lukumäärästä.<sup>73</sup> Vähimmäismäärien tulee olla saavutettu kuuden kuukauden kuluttua sijoitusrahaston toiminnan aloittamisesta. Lain 50 §:ssä tarkoitettua lunastuskieltoa aletaan soveltaa vasta tämän määräajan päättymisen jälkeen. Rahaston kaikessa markkinointiaineistossa tulee mainita rahaston poikkeuksellisesta tilanteesta keskeytyksen ajan. Myös Finanssivalvonta voi määrätä lunastukset keskeytettäväksi vastaavilla perusteilla, joilla se voi keskeyttää niiden liikkeeseenlaskun. Määräys voi siten perustua esimerkiksi siihen, että rahasto-osuuden merkintä- tai lunastushintaa ei pystytä osuudenomistajien yhdenvertaisen kohtelun ja heidän yhteisen etunsa turvaavalla tavalla määrittämään.<sup>74</sup>

Rahastoyhtiön on sijoitusrahastolain 48 §:n mukaan lisäksi velvollinen jokaisena sel-laisena päivänä, jolloin talletuspankit ovat auki laskemaan rahasto-osuuden arvon. Se on yhtä kuin sijoitusrahaston arvo jaettuna liikkeessä olevien rahasto-osuuksien lukumäärällä. Rahasto-osuuden arvo on siten riippuvainen rahaston kokonaisarvosta kulloisena-kin arvonmäärityshetkellä. Sijoitusrahaston kokonaisarvo taas määritetään siten, että rahaston varoista vähennetään sitä koskevat velat. Tällaista velkaa voivat olla esimerkiksi sijoittajille maksamatta olevat voitto-osuudet taikka sijoitusrahaston sääntöihin perustuvat rahastoyhtiölle tai säilytysyhteisölle maksamatta olevat korvaukset ja kulut, joiden suuruus on jo päätetty. Velkaa ovat myös sijoitusrahaston sijoitustoiminnasta aiheutuneet maksut ja muut kulut. Sijoitusrahaston varoille taas määritetään arvo ensisijassa niiden markkina-arvojen mukaan. Markkina-arvo muodostuu lähtökohtaisesti kysynnän ja tarjonnan perusteella.<sup>75</sup> Aina markkina-arvoa ei kuitenkaan ole saatavissa. Jos rahaston varoja on esimerkiksi sijoitettu noteeraamattomiin arvopapereihin, on niiden arvo määritettävä muulla tavoin. Markkinoiden toiminnassa voi myös olla häiriöitä, jotka estävät sijoituskohteiden arvon määrittämisen luotettavalla tavalla.<sup>76</sup> Tällaisissa tilanteissa sijoituskohteiden arvo määritetään sijoitusrahastolain mukaan rahaston säännöissä määriteltyjen perusteiden mukaan. Rahaston säännöissä tulee muutenkin tarkemmin määritellä rahasto-osuuksien arvon laskemisesta. Sijoitusrahastojen on esimerkiksi mahdollista ottaa käyttöön sellainen hinnoittelumenetelmä, jolla voidaan korvata rahastolle aiheutuvia kaupankäyntikustannuksia ja kurssieroja. Siitä tulee olla tarkemmat määräykset rahaston säännöissä. Tämän lisäksi hinnoittelumenetelmän tulee olla riittävän läpinäkyvä ja muutenkin osuudenomistajien edun mukainen. Hinnoittelumene-

---

<sup>73</sup> HE 110/2003, s. 39.

<sup>74</sup> HE 110/2003, s. 37.

<sup>75</sup> HE 238/1986, s. 14 - 15.

<sup>76</sup> HE 202/1998, s. 55.

telmän käyttöön otolla on siis mahdollistettu se, että myös suomalaiset rahastot voivat soveltaa ns. joustavaa hinnoittelumenetelmää (swing pricing), joka on käytössä kansainvälisillä markkinoilla. Hinnoittelutavalla pyritään siis siihen, että rahastolle merkinnöistä ja lunastuksista aiheutuvat kaupankäyntikustannukset ja kurssierot voitaisiin siirtää mahdollisen merkitsijän tai lunastajan maksettavaksi. Hinnoittelumenetelmän soveltamisessa korostuu rahasto-osuudenomistajien yhdenvertainen kohtelu. Näin ollen rahasto-osuuden arvon tulee olla kaikille rahastoon varojaan sijoittaneille osuudenomistajille sama, vaikka heiltä perittävät kulut voivatkin olla erilaisia.<sup>77</sup>

Sijoitusrahaston osuuksien arvon määrittämisestä on mahdollista tietyissä tilanteissa poiketa. Jos osuuden arvoa ei voida poikkeuksellisen epävakaan tai ennalta-arvaamattoman markkinatilanteen tai muutoin poikkeuksellisten olosuhteiden taikka muun painavan syyn vuoksi luotettavasti määrittää, voidaan rahasto-osuuden arvo sijoitusrahastolain mukaan osuudenomistajien yhdenvertaisen kohtelun turvaamiseksi jättää väliaikaisesti laskematta. Tästä on kuitenkin viipymättä tehtävä ilmoitus Finanssivalvonnalle. Tilanteet, joissa arvo voidaan jättää laskematta, voivat olla joko täysin ennalta-arvaamattomia taikka sitten sellaisia, jotka on mahdollista ennakoida mutta, joiden toteutumista ei voida välttää. Ennalta-arvaamaton tilanne voi aiheutua esimerkiksi ulkomaisen yhteistyökumppanin liiketoiminnan äkillisestä keskeytymisestä. Ennakoitavia tilanteita sen sijaan ovat esimerkiksi ulkomaiset pyhäpäivät. Jos rahasto-osuuden arvoa ei jonkin poikkeustilanteen vuoksi voida laskea, ei rahasto-osuuksia myöskään voida laskea liikkeeseen eikä niitä voida merkitä tai lunastaa. Sijoitusrahaston säännöissä on oltava luettelo tilanteista ja päivistä, jolloin rahasto on ulkomaisen pyhän tai muun vastaavan syyn vuoksi suljettu.<sup>78</sup>

### 2.3 Sijoitusrahastojen sijoitustoiminta

Sijoitusrahaston sijoitustoiminnan harjoittaminen kuuluu rahastoyhtiön velvollisuuksiin. Sijoitusrahastojen sijoituspäätöksistä huolehtivatkin ammattimaiset salkunhoitajat. Tämän johdosta rahastosijoittajien ei tarvitse itse seurata markkinoiden ja yksittäisten sijoituskohteiden kehitystä. Sen sijaan rahastosijoittajien voidaan katsoa ikään kuin ostavan rahastolta salkunhoitopalveluja.<sup>79</sup> Sijoitusrahastojen voidaan katsoa tarjoavan lisäksi jatkuvaa ammattimaista sijoitusneuvontaa. Suurena sijoittajana rahasto pystyy myös

---

<sup>77</sup> HE 113/2011, s. 79 – 80.

<sup>78</sup> HE 113/2011, s. 80.

<sup>79</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 138.

hyödyntämään skaalaetuja esimerkiksi kaupankäyntikustannusten osalta.<sup>80</sup> Käytännössä on kuitenkin varsin yleistä, että sijoitusrahaston salkunhoito on ulkoistettu erilliselle omaisuudenhoidoyhtiölle.<sup>81</sup>

Sijoitusrahaston tyyppi ja sen noudattama tarkempi sijoituspolitiikka ilmenee rahaston säännöistä. Sijoituspolitiikalla tarkoitetaan rahaston sijoitustoiminnassa noudatettavia strategialinjauksia ja se määrittää esimerkiksi sitä, sijoitetaanko rahaston varoja osakkeisiin vai muihin sijoituskohteisiin ja mille maantieteellisille alueille rahaston varoja sijoitetaan tai käytetäänko rahaston sijoitustoiminnassa johdannaisia.<sup>82</sup> Valittu sijoitusstrategia vaikuttaa myös sijoitusrahaston riskitasoon.<sup>83</sup> Yleisesti ottaen rahastoyhtiön tulee toimia siten, että rahasto-osuudenomistajien edut tulevat huomioon otetuiksi kaikissa tilanteissa. Tämän mukaisesti rahastoyhtiön tehdessä varoja koskevia sijoitusratkaisuja sen tulee toimia niin, että rahaston varoja saatetaan mahdollisimman vähän riskeille alttiiksi. Sijoitusrahaston varat tuleekin sijoittaa mahdollisimman tuottaviin, likviideihin ja turvallisiin sijoituskohteisiin. Sijoitusrahastolakiin onkin näiden periaatteiden toteuttamiseksi otettu säännöksiä siitä, miten ja minkälaisiin kohteisiin rahaston varoja voidaan sijoittaa.<sup>84</sup> Sijoitusrahastolaissa rahastot jaetaan kahteen ryhmään. Toisistaan erotetaan siten tavalliset sijoitusrahastodirektiivin mukaiset rahastot ja erikoissijoitusrahastot. Tavallisille rahastoille on sijoitusrahastolaissa asetettu yksityiskohtaiset määräykset rahaston varojen sijoittamisesta sekä sijoitustoiminnasta aiheutuvien riskien hajauttamisesta.<sup>85</sup> Erikoissijoitusrahastot eivät varsinaisesti ole mikään oma erillinen rahastotyyppinsä vaan yleisnimitys sellaisille rahastoille, jotka voivat poiketa sijoitusrahastolaissa asetetuista sijoitustoimintaa ja riskin ottamista koskevista rajoituksista. Erikoissijoitusrahastojen varat voivat esimerkiksi olla keskitettynä vain muutama sijoituskohteeseen ja niille on yleensä tyypillistä muita rahastoja suurempien riskien ottaminen.<sup>86</sup>

Sijoitusrahastolain sijoitusrahaston varojen sijoittamista koskevat säännökset sisältyvät lain 11 ja 12 lukuihin. Rahastosijoittamisen peruseriaatteena on ennen kaikkea riskien hajauttaminen. Tämän lisäksi 11 luvussa on annettu tarkempia määräyksiä siitä, minkälaisiin sijoituskohteisiin sijoitusrahastodirektiivin mukaisen rahaston varoja on mahdollista sijoittaa. Luku sisältää rajoituksia myös sijoitusmäärien suhteen. Lain 12

---

<sup>80</sup> Martikainen – Martikainen (2006), s. 173.

<sup>81</sup> Hoppu (2004), s. 56.

<sup>82</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 31.

<sup>83</sup> Kontkanen (2011), s. 127.

<sup>84</sup> HE 238/1986, s. 6.

<sup>85</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 9.

<sup>86</sup> Hoppu (2004), s. 59.

luku koskee puolestaan erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa. Seuraavaksi kuvataan lain 11 luvusta ilmeneviä sijoitustoimintaa koskevia rajoituksia. Rahastoyhtiö saa sijoittaa tavallisen sijoitusrahaston varoja pääasiassa arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin, jotka ovat julkisen kaupankäynnin kohteena.<sup>87</sup> Enintään 10 prosenttia varoista voidaan laissa tarkemmin säännellyin edellytyksin sijoittaa myös rahamarkkinavälineisiin, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Lisäksi rahaston varoja voidaan sijoittaa tietyin edellytyksin talletuksiin luottolaitoksissa sekä muiden sijoitusrahastojen tai yhteissijoitusyritysten osuuksiin. Saman rahaston tai yhteissijoitusyrityksen osuuksiin voi kuitenkin olla sijoitettuna vain yksi viidesosa varoista.

Sijoitusten hajauttamiseksi 11 luvussa on säädetty, että rahaston varoista on sallittua sijoittaa enintään 10 prosenttia saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin. Talletusten osalta taas enintään yksi viidesosa voidaan sijoittaa samaan luottolaitokseen. Silloin kun rahaston varoja sijoitetaan OTC-johdannaissopimuksiin, ei vastapuoliriski saman vastapuolen osalta saa ylittää 10 prosenttia rahaston varoista, jos vastapuolena on luottolaitos ja muussa tapauksessa ei ole sallittua ylittää yhtä kahdeskymmenesosaa varojen määrästä. Riittävän hajauttamisen turvaamiseksi lisäksi sellaisia sijoituksia saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin tai rahamarkkinavälineisiin, jotka ylittävät yhden kahdeskymmenesosan rahaston varoista, saa olla yhteensä enintään kaksi viidesosaa varoista. Tämä rajoitus ei kuitenkaan koske talletuksia eikä sellaisia OTC-johdannaissopimuksia, joissa vastapuolena on luottolaitos. Lisäksi on huomioitava, että rahaston varoista yhteensä enintään yksi viidesosa voi olla sijoitettuna saman liikkeeseenlaskijan arvopapereihin ja rahamarkkinavälineisiin, kyseisen yhteisön vastaanottamiin talletuksiin tai sellaisiin OTC-johdannaissopimuksiin, joista rahastolle aiheutuu tähän yhteisöön kohdistuva vastapuoliriski. Edellä mainituista sijoitusrajoista on sijoitusrahastolaisissa säädetty poikkeamismahdollisuus tietyin edellytyksin sellaisten rahastojen osalta, jotka sääntöjensä nojalla jäljittelevät sijoituksissaan tiettyä osake- tai joukkovelkakirjaindeksiä.

Sijoitustoimintaa on rajoitettu myös siltä osin, että rahastoyhtiö ei saa käyttää huomattavaa vaikutusvaltaa osakeyhtiöissä, joiden osakkeisiin se on sijoittanut rahaston varoja. Laissa on asetettu edellytyksiä myös sen suhteen, paljonko rahaston varoja voidaan sijoittaa saman osakeyhtiön osakkeisiin. Tarkempia määräyksiä on annettu myös esimerkiksi rahaston varojen sijoittamisesta joukkovelkakirjoihin sekä johdannaissopimuksiin. Säännöksiä on myös siitä, miten rahastoyhtiö voi tehokkaan omaisuudenhoidon edistämiseksi tehdä sijoitusrahaston varoihin kuuluvista arvopapereista ja raha-

---

<sup>87</sup> Rahaston varoja voidaan siten sijoittaa sijoituskohteisiin, joilla käydään kauppaa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa (14.12.2012/748) tarkoitetulla säännellyllä markkinalla tai joilla käydään kauppaa muulla säännellyllä, säännöllisesti toimivalla, tunnetulla ja yleisölle avoimella markkinapaikalla.

markkinavälineistä lainaus- ja takaisinostosopimuksia. Määräyksiä on annettu myös sijoitusrahastotoimintaan liittyvästä luotonotosta, joka on sallittua Finanssivalvonnan luvalla väliaikaiseen tarkoitukseen. Luoton määrä saa vastata enintään yhtä kymmentä-osaa rahaston varojen määrästä. Rahastoyhtiö ei kuitenkaan saa myöntää luottoa sijoitusrahaston varoista. Myöskin takauksen ja muun vakuuden antaminen kolmannen sitoumuksista on kielletty. Sallittua ei ole myöskään rahaston varojen sijoittaminen muiden rahastoyhtiöiden osakkeisiin. Varoja ei saa sijoittaa myöskään jalometalleihin tai sellaisiin oikeuttaviin todistuksiin. Edellä kuvatut sijoitustoimintaa koskevat rajoitukset koskevat siis sijoitusrahastodirektiivin mukaisten rahastojen sijoitustoimintaa. Sijoitusrahastolain 12 luvun perusteella myös erikoissijoitusrahastojen sijoitustoimintaa ohjaavana peruseriaatteena on rahastoyhtiön velvollisuus hajauttaa sijoitustoiminnasta aiheutuvat riskit. Erikoissijoitusrahastojen on kuitenkin mahdollista poiketa rahaston sääntöihin otettavilla määräyksillä 11 luvussa kuvatuista rajoituksista. Ne voivat lisäksi sijoitustoiminnan sitä edellyttäessä sääntöjensä perusteella poiketa muun muassa rahaston arvonnaskentaa ja osuuksien lunastuksia koskevista säännöksistä.

Sijoitusrahastoja luokitellaan yleensä niiden noudattaman sijoituspolitiikan perusteella. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että kaikki rahastot olisi mahdollista selvästi tyypitellä eri luokkiin. Monien sijoitusrahastojen toimintapolitiikassa yhdistyykin elementtejä erityyppisistä rahastoista.<sup>88</sup> Samoin samaan luokkaan sijoittuvien rahastojen sijoituspolitiikat voivat olla keskenään hyvinkin erilaisia.<sup>89</sup> Sijoitusrahastojen tyypittely tapahtuu yleensä sen perusteella, minkälaisiin kohteisiin niiden varoja sijoitetaan. Useimmiten toisistaan erotetaan erilaiset korkorahastot, osakerahastot, yhdistelmärahastot sekä erikoissijoitusrahastot.<sup>90</sup> *Korkorahastot* sijoittavat nimensä mukaisesti varojaan etupäässä sellaisiin sijoituskohteisiin, jotka tuottavat korkoa.<sup>91</sup> Näitä ovat yleensä erilaiset yritysten ja julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat.<sup>92</sup> Korkorahastojen kautta piensijoittajillekin tarjoutuu mahdollisuus päästä joukkovelkakirjamarkkinoille pienemmillä summilla ja saada sijoitustaan hajautettua enemmän kuin, mitä suorissa sijoituksissa on mahdollista.<sup>93</sup> Korkorahastot erotellaan yleensä toisistaan sen mukaan, miten niiden kohteina olevien joukkolainojen laina-ajat eroavat toisistaan.<sup>94</sup> Jaottelu tehdään tavallisesti lyhyen ja pitkän koron rahastoihin. Lyhyen koron rahastojen varat

---

<sup>88</sup> Martikainen – Martikainen (2006), s. 173.

<sup>89</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 135.

<sup>90</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 132 – 133.

<sup>91</sup> Lauriala (2008), s. 170.

<sup>92</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 133.

<sup>93</sup> Leppiniemi (2002), s. 102.

<sup>94</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 133.



sijoitetaan korkoinstrumentteihin, joiden maturiteetti on alle 12 kuukautta. Pitkän koron rahastoissa taas sijoituskohteina ovat maturiteetiltaan yli 12 kuukauden pituiset joukkovelkakirjat ja muut korkoinstrumentit.<sup>95</sup>

*Lyhyen koron rahastot* sijoittavat varojaan etupäässä rahamarkkinoille.<sup>96</sup> Sijoituskohteina voivat olla esimerkiksi valtion velkasitoumukset taikka yritystodistukset.<sup>97</sup> Koska varat sijoitetaan instrumentteihin, joiden juoksuaika on lyhyt, on näiden rahastojen kororiski yleensä sen verran pieni, että niitä on voitu verrata riskittömiin sijoituskohteisiin.<sup>98</sup> Vuonna 2008 finanssikriisin keskellä osa rahamarkkinarahastoista joutui kuitenkin vaikeuksiin niiden salkuissa olleiden sijoitusten voimakkaan arvonalentumisen seurauksena. Tämä oli mahdollista, sillä rahastojen säännöt sallivat oletettua suurempien riskien ottamisen. ESMAn<sup>99</sup> edeltäjä CESR<sup>100</sup> reagoi tapahtuneeseen julkaisemalla suosituksen<sup>101</sup> rahamarkkinarahastojen yhteisen määritelmän käyttöönotosta EU:n alueella.<sup>102</sup> Suositus kattaa kahden tyyppiset rahastoluokat. Toiseen kuuluvat lyhyet rahamarkkinarahastot (”Short-Term Money Market Funds”) ja toisen muodostavat rahamarkkinarahastot (”Money Market Funds”). Suosituksessa annetaan kummallekin rahastotyyppille edellytykset, jotka niiden tulee täyttää, mikäli ne haluavat käyttää nimitystä rahamarkkinarahasto.<sup>103</sup> Rahastot jaotellaan siis nykyisin käteisrahastoihin (lyhyet rahamarkkinarahastot), rahamarkkinarahastoihin sekä muihin lyhyen koron rahastoihin. Niiden erot perustuvat siihen, minkä tahon liikkeelle laskemiin ja minkä pituisiin sijoituskohteisiin rahaston varoja voidaan sijoittaa. Muiden lyhyen koron rahastojen sijoituspolitiikkaa ei ole keskitetysti määritelty ja se selviääkin kunkin rahaston säännöistä.<sup>104</sup>

*Pitkän koron rahastojen* sijoituskohteina voivat olla valtion, muiden julkisyhteisöjen sekä yritysten liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjat ja muut korkoinstrumentit. Kororahastoja, jotka sijoittavat pääasiassa valtion ja muiden julkisyhteisöjen joukkolainoi-

---

<sup>95</sup> Leppiniemi (2002), s. 102. Samoin Lauriala (2008), s. 170.

<sup>96</sup> Hämäläinen (2003), s. 164.

<sup>97</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 9.

<sup>98</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 133.

<sup>99</sup> Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen.

<sup>100</sup> Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea.

<sup>101</sup> CESR’s Guidelines on a common definition of European money market funds (CESR/10-049), annettu 19 toukokuuta 2010.

<sup>102</sup> Teräväinen, s. 16. Rahoitusmarkkinaraportti 2/2011.

<sup>103</sup> CESR/10-049, s. 4.

<sup>104</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 9.

hin kutsutaan obligaatorahastoiksi.<sup>105</sup> Sellaisia rahastoja, jotka sijoittavat etupäässä yrityslainoihin, kutsutaan puolestaan high yield-rahastoiksi. Koska pitkän koron rahastojen sijoituskohteissa on pitkä laina-aika, tarkoittaa tämä sitä, että nämä rahastot ovat lyhyen koron rahastoja riskisempiä.<sup>106</sup> Korkoriski voi realisoitua sen johdosta, että rahaston sijoituskohteina olevien joukkovelkakirjojen arvot alenevat pitkien korkojen noustessa. Suuremman riskin johdosta niiden tuotot ovat yleensä lyhyen koron rahastoja paremmat.<sup>107</sup>

*Osakerahastojen* varat sijoitetaan etupäässä kotimaisille ja kansainvälisille osakemarkkinoille.<sup>108</sup> Osakerahastojen varoja voi olla sijoitettuna myös johdannaisiin salkun suojaamiseksi tai lisätuottojen aikaansaamiseksi.<sup>109</sup> Osakerahastojen sijoituspolitiikat eroavat paljon toisistaan. Sijoituskohteet voidaan valita esimerkiksi tietyn maantieteellisen alueen mukaan tai sitten rahasto voi keskittyä sijoittamaan tietyn toimialan yritysten tai tietyn kokoisten yritysten osakkeisiin.<sup>110</sup> Osakerahastojen tavoitteena on yleensä saada sellaista tuottoa, joka ylittää niiden sijoituskohteiden mukaan valitun vertailuindeksin. Rahastolla, joka sijoittaa suomalaisiin osakkeisiin tällainen indeksi voi olla esimerkiksi OMX Helsinki Cap – tuottoindeksi.<sup>111</sup>

*Yhdistelmärahastoiksi* kutsutaan rahastoja, jotka sijoittavat sekä osakkeisiin että korkoa tuottaviin arvopapereihin. Sijoituskohteiden painotukset voivat vaihdella suuresti eri yhdistelmärahastoissa ja samassakin rahastossa eri ajankohtina.<sup>112</sup> Sijoitusten painoarvot ja vaihtelurajat määritellään tarkemmin rahaston säännöissä tai sitten ne voidaan jättää riippumaan kulloisestakin markkinatilanteesta.<sup>113</sup> Sijoitusten painotukset vaikuttavat luonnollisesti rahaston riskisyyteen ja tuotto-odotuksiin. Jos rahastossa painotetaan enemmän osakkeita, on rahaston riskit ja tuotot suuremmat kuin sellaisen yhdistelmärahaston, jonka sijoituksissa on painotettu joukkovelkakirjojen osuutta.<sup>114</sup>

Erilaisista rahastoista *erikoissijoitusrahastojen* ryhmään katsotaan yleensä kuuluvaksi muun muassa indeksi-, rahasto-osuus-, vipu- ja hedge fund – rahastot.<sup>115</sup> *Indeksira-*

---

<sup>105</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 9.

<sup>106</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 133.

<sup>107</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 34.

<sup>108</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 34.

<sup>109</sup> Hoppu (2004), s. 59.

<sup>110</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 134.

<sup>111</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 10.

<sup>112</sup> Fondkollen 2013, s. 6.

<sup>113</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 10.

<sup>114</sup> Kallunki – Martikainen – Niemelä (2011), s. 134.

<sup>115</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 35.

*hastoihin* kuuluvat sellaiset sijoitusrahastot, joiden kokoamat varat sijoitetaan jonkin rahastoyhtiön valitseman indeksin perusteella. Osakkeita hankitaan siis samassa suhteessa kuin mikä niiden painotus on valitussa indeksissä. Tällainen voi olla esimerkiksi Euro STOXX 50 – indeksi.<sup>116</sup> Tarkoituksena on siis seurata mahdollisimman tarkasti valitun indeksin koostumusta ja tuottoa.<sup>117</sup> Indeksirahastoja kutsutaan usein passiivisiksi rahastoiksi, sillä niissä salkunhoitajan tehtäväksi jää vain huolehtia siitä, että salkun painotukset pysyvät lähellä vertailuindeksiä.<sup>118</sup> Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, että rahaston hoitaminen olisi passiivista, vaan rahaston salkunhoitaja voi joutua tekemään runsaastikin osakekauppoja pitääkseen sijoitussalkun koostumuksen oikeanlaisena.<sup>119</sup> Indeksirahaston sijoitussalkku kehittyy siten indeksiä mukailleen, mutta sen tuotto jää yleensä rahaston hallinnointi- ja säilytyspalkkioiden verran indeksituoton alapuolelle.<sup>120</sup> *Rahasto-osuusrahastoiksi* taas kutsutaan sellaisia sijoitusrahastoja, jotka sijoittavat varansa toisten rahastojen rahasto-osuuksiin. Tällaisten rahastojen riski on siis periaatteessa tavallisia sijoitusrahastoja pienempi.<sup>121</sup> Näin on siksi, että sijoitusrahaston hajauttaessa sijoituksensa useampaan rahastoon, riskit samalla pienenevät.<sup>122</sup> Rahastoyhtiö valitsee kyseeseen tulevat rahastot ja ne voivat olla yhden tai useamman rahastoyhtiön rahastoja.<sup>123</sup> Sijoittamalla rahasto-osuusrahastoon sijoittajat ovat siis yhteydessä vain yhden rahaston kanssa, mutta saavat samalla hyödynnettyä useamman rahaston edut riskien hajauttamisen ja sijoituskohteiden monipuolisuuden osalta.<sup>124</sup> *Vipurahastot* taas ovat erikoissijoitusrahastoja, jotka käyttävät sijoitustoiminnassaan johdannaisia.<sup>125</sup> Niitä käytetään osake- ja korkoinstrumenttien lisäksi joko suurempien tuottojen saamiseksi tai sijoitussalkun suojaamiseksi. Yleensä kyse on suurempien tuottojen tavoittelusta.<sup>126</sup> Rahastojen sijoitustoiminnassa yritetään ennakoida pörssikurssien ja tiettyjen osakkeiden arvojen kehittymistä. Johdannaisvivulla pyritään siten pitkällä aikavälillä keskimääräistä osaketuottoa suurempiin tuottoihin ottamalla enemmän riskejä.<sup>127</sup> *Hedge fund*

---

<sup>116</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 11.

<sup>117</sup> Martikainen – Martikainen (2006), s. 173 - 174.

<sup>118</sup> Hämäläinen (2003), s. 171.

<sup>119</sup> Pesonen (2011), s. 123.

<sup>120</sup> Hämäläinen (2003), s. 171.

<sup>121</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 11.

<sup>122</sup> Puttonen – Repo (2011), s. 71.

<sup>123</sup> Fondkollen 2013, s. 6.

<sup>124</sup> Prop. 2002/03:150, s. 106.

<sup>125</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 12.

<sup>126</sup> Lauriala (2008), s. 170.

<sup>127</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 12.

–rahastonimikkeen alle kuuluu varsin erilaisia toimintamalleja noudattavia rahastoja.<sup>128</sup> Myös hedge fund – rahastot käyttävät sijoitustoiminnassaan johdannaisia. Niiden avulla pyritään saamaan ns. absoluuttista tuottoa markkinatilanteesta riippumatta.<sup>129</sup> Näissä rahastoissa salkunhoitajan ammattitaidolla onkin keskeinen merkitys rahaston menestymisen kannalta, sillä rahastot pyrkivät aktiivisen sijoituspolitiikan keinoin positiivisiin tuottoihin markkinaolosuhteista riippumatta.<sup>130</sup> Edellä mainittujen rahastotyyppien lisäksi on olemassa myös *ETF-rahastoja*<sup>131</sup>. Näiden rahastojen osuudet ovat pörssilistattuja ja yleensä ne ovat indeksirahastojen rahasto-osuuksia.<sup>132</sup> Muuten ETF-rahastot voivat olla tyypiltään sekä tavallisia että erikoissijoitusrahastoja.<sup>133</sup> ETF-rahasto-osuudet tulivat Euroopassa ensimmäisen kerran julkisen kaupankäynnin kohteeksi vuonna 1999.<sup>134</sup> Sijoituspolitiikaltaan nämä rahastot ovat usein passiivisia rahastoja eli ne pyrkivät mahdollisimman tarkasti seuraamaan kohdeindeksinsä tuotto- ja riskiprofilia eline pyrkivät minimoimaan tuottoeron indeksiin nähden.<sup>135</sup> Tavallisesti rahastosijoittaja voi realisoida sijoitusrahaston arvonnousun siten, että hän vaatii osuutensa lunastusta. Koska ETF-osuuksilla voidaan käydä kauppaa pörssissä, on osuuksia mahdollista ostaa ja myydä sijoittajien kesken ilman, että näillä kaupoilla olisi vaikutusta rahaston pääomaan.<sup>136</sup> Pörssikauppaa on mahdollista käydä jatkuvasti toisin kuin tavallisilla rahasto-osuuksilla, joiden lunastaminen on mahdollista vain kerran päivässä. ETF-osuuksilla voidaan käydä kauppaa myös pörssin ulkopuolella räätälöityinä OTC-kauppoina.<sup>137</sup>

## 2.4 Sijoitusrahastotoimintaa koskeva sääntely

Euroopan unionin taloudellisen yhdentymisen keskeisimpänä tavoitteena on ollut luoda yhteiset sisämarkkinat, joiden avulla toteutuisivat tavaroiden, palveluiden, henkilöiden ja pääomien vapaa liikkuminen unionin alueella. Myös rahoituspalvelualalla, johon kuuluvat pankki-, vakuutus- ja arvopaperialat, on valmisteltu yhteismarkkinoiden toteutu-

<sup>128</sup> Anderson – Tuhkanen (2004), s. 315.

<sup>129</sup> Lauriala (2008), s. 170.

<sup>130</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 12.

<sup>131</sup> ETF-lyhenne tulee sanoista Exchange Traded Fund.

<sup>132</sup> Hoppu (2004), s. 59.

<sup>133</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 12.

<sup>134</sup> HE 287/2009, s. 10.

<sup>135</sup> Kaartinen – Pomell (2012), s. 13.

<sup>136</sup> Leppiniemi (2009), s. 149.

<sup>137</sup> Kaartinen – Pomell (2012), s. 13.

mista jo vuodesta 1973 lähtien.<sup>138</sup> Myös sijoitusrahastotoiminta on ollut lainsäädännön harmonisointitoimenpiteiden kohteena. Sijoitusrahastotoimintaa koskeva direktiivi<sup>139</sup> (85/611/ETY), jäljempänä *vanha sijoitusrahastodirektiivi*, annettiin vuonna 1985. Se onkin yksi vanhimmista Euroopan yhteisöjen arvopaperimarkkinaoikeutta koskevista direktiiveistä.<sup>140</sup> Direktiivin johdanto-osassa todettiin kansallisten lakien harmonisoinnin olevan tarpeen yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten kilpailuedellytysten yhtenäistämiseksi yhteisön alueella. Samalla tavoiteltiin myös tehokkaampaa ja yhdenmukaisempaa sijoittajasuojaa. Sillä pyrittiin myös edistämään pääomamarkkinoiden toteuttamista Euroopassa ja helpottamaan sellaisten rajoitusten poistamista, jotka haittasivat sijoitusosuuksien vapaata liikkumista yhteisön alueella. Näiden tavoitteiden toteuttamiseksi tiettyjen yhteisten pelisääntöjen antaminen katsottiin tarpeelliseksi. Direktiivillä yhtenäistettiin siten säännöksiä, jotka koskivat yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten toimilupaa, valvontaa, rakennetta, niiden toimintaa sekä tietoja, joita niiden tuli julkistaa. Näiden säännösten harmonisoinnin katsottiin takaavan sen, että jäsenvaltioissa sijaitsevilla direktiivin mukaisilla yrityksillä oli oikeus pitää osuuksiaan kaupan muissa jäsenvaltioissa ilman, että jäsenvaltiot saattoivat soveltaa niihin mitään vaatimuksia sellaisissa kysymyksissä, joita direktiivi koski.

Direktiivin soveltamisalasäännöksen mukaan jäsenvaltioiden tuli soveltaa sitä niiden alueella sijaitseviin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin eli yhteissijoitusyrityksiin, joiden tarkoituksena oli yleisöltä hankittujen varojen yhteinen sijoittaminen riskin hajauttamisen periaatteella. Lisäksi yhteissijoitusyritysten osuudet oli vaadittaessa ostettava tai lunastettava takaisin yhteissijoitusyritysten varoilla. Oikeudelliselta muodoltaan yhteissijoitusyritys saattoi olla perustettu sopimusoikeudellisten säännösten mukaan. Tällaisia olivat rahastoyhtiöiden hoidossa olevat sijoitusrahastot. Sallittuja olivat myös ns. trusteja koskevien säännösten nojalla perustetut ”unit trust” –tyyppiset yhteissijoitusyritykset. Direktiivissä tarkoitettu yhteissijoitusyritys saattoi olla myös yhtiöjärjestyksen nojalla perustettu sijoitusyhtiö. Vanhassa sijoitusrahastodirektiivissä oli vain suppeat säännökset yhteissijoitusyritysten toimiluvasta ja niille asetetuista velvollisuuksista. Direktiivin sijoituspolitiikkaa koskevat säännökset olivat myös varsin tiukat. Kerättyjä varoja saatiin direktiivin 19 artiklan nojalla sijoittaa lähinnä pörssilistattuihin arvopapereihin. Sijoituskohteiden rajallisuuden lisäksi myös rahastoyhtiölle sallitut toiminnot olivat varsin rajalliset. Direktiivin 6 artiklan mu-

---

<sup>138</sup> Manninen (2003), s. 254.

<sup>139</sup> Neuvoston direktiivi arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (85/611/ETY).

<sup>140</sup> HE 110/2003, s. 8.

kaan ne eivät saaneet harjoittaa muuta toimintaa kuin sijoitusrahastojen ja sijoitusyhtiöiden hoitamista.

Havaittujen puutteellisuuksien ja rahastotoimintaa rajoittavien seikkojen korjaamiseksi vuonna 1985 annettua direktiiviä muutettiin useita kertoja sen voimassaoloaikana. Esimerkiksi vuonna 2001 tuli voimaan kaksi keskeistä muutospäätöstä. Näistä direktiivi 2001/107/EY<sup>141</sup> koski rahastoyhtiöitä sekä yksinkertaistettujen tarjousesitteiden sääntelyä ja siitä käytetään myös nimitystä ”rahastoyhtiödirektiivi”.<sup>142</sup> Tällä direktiivillä tarkennettiin rahastoyhtiöiden toimiluvan edellytyksiä ja sillä mahdollistettiin niiden toimiminen unionin alueella yhden toimiluvan perusteella. Myös rahastoyhtiöille sallittuja toimintoja laajennettiin. Direktiivissä oli myös säännökset yksinkertaistetusta tarjousesitteestä, jonka tuli sisältää keskivertosijoittajalle tärkeitä perustietoja selkeässä ja helppotajuisessa muodossa. Toinen muutospäätös 2001/108/EY<sup>143</sup> taas liittyi yhteissijoitusyrityksille sallittujen sijoituskohteiden lisäämiseen ja sitä kutsutaankin ”tuotedirektiiviksi”. Muutospäätöksiä käytetään myös yhteisnimitystä *UCITS III – direktiivi*.<sup>144</sup>

Vuonna 2005 komissio antoi vihreän kirjan Euroopan sijoitusrahastotoiminnan kehittämiseksi. Tuolloin arvioitiin, että sijoitusrahastolainsäädäntö ei mahdollista rahastoalan koko potentiaalin hyödyntämistä täydellisesti Euroopassa. Lainsäädäntöä ei myöskään pidetty tarpeeksi joustavana, jotta se pystyisi vastaamaan nopeasti kehittyvien rahoitusmarkkinoiden haasteisiin. Tuolloin komissio kuitenkin totesi, ettei pakottavaa tarvetta lainsäädännön perusteelliseen tarkistamiseen ollut olemassa. Sen sijasta komission mielestä tulikin keskittyä siihen, miten voimassaolevan lainsäädännön tarjoamat mahdollisuudet voitaisiin parhaiten hyödyntää. Vihreässä kirjassa arvioitiinkin tapoja, joilla voitiin helpottaa rahastoalan suotuisaa kehitystä myös jatkossa.<sup>145</sup> Sijoitusrahastoala oli komission huomion kohteena myös seuraavana vuonna, jolloin se julkaisi valkoisen kirjan sijoitusrahastojen sisämarkkinalainsäädännön kehittämiseksi. Siinä komissio esit-

---

<sup>141</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/107/EY siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun neuvoston direktiivin 85/611/ETY muuttamisesta rahastoyhtiöiden ja yksinkertaistettujen tarjousesitteiden sääntelemiseksi.

<sup>142</sup> Näin esimerkiksi komission vihreässä kirjassa KOM (2005) 314 lopullinen, s. 2.

<sup>143</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/108/EY siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun neuvoston direktiivin 85/611/ETY muuttamisesta yhteissijoitusyritysten sijoitusten osalta.

<sup>144</sup> KOM (2005) 314 lopullinen, s. 2.

<sup>145</sup> KOM (2005) 314 lopullinen, s. 2.

teli näkökohtiaan siitä, miten eurooppalaista lainsäädäntökehystä voitaisiin yksinkertaistaa ja samalla ottaa huomioon sijoittajansuojakysymykset.<sup>146</sup> Kirjassa käsiteltyjen tavoitteiden toteuttamiseksi komissio ehdotti kohdennettuja muutoksia vanhaan sijoitusrahastodirektiiviin. Ehdotukset koskivat muun muassa yksinkertaistettua tarjousesitettä koskevaa sääntelyä sekä yhteissijoitusyritysten toimintavapauksien lisäämistä sekä valvontayhteistyön parantamista. Lisäksi komissio ehdotti myös muita kuin lainsäädäntötoimenpiteitä.<sup>147</sup>

Vuonna 2009 tuli voimaan *uusi sijoitusrahastodirektiivi*.<sup>148</sup> Sijoitusrahastodirektiivin pitämistä ajantasalla ja helppotajuisena pidetään tärkeänä, sillä lainsäädännöllä toisaalta helpotetaan yritysten mahdollisuuksia hyödyntää sisämarkkinoihin liittyviä vapauksia. Toisaalta siinä asetetaan yhteissijoitusyrityksille tiukkoja velvoitteita. Lisäksi lainsäädäntö asettaa velvoitteita myös viranomaisille. Näiden kaikkien intressitahojen toiminnan helpottamiseksi uuden direktiivin antaminen katsottiin tarpeelliseksi. Direktiiviin koottiin aikaisempiin direktiiveihin sisältyneet säännökset, jotka oli edelleen tarkoituksenmukaista pitää voimassa. Samalla vanhentuneet artikkelit ja niiden osat poistettiin. Direktiiviin tehtiin lisäksi huomattavia uudistuksia.<sup>149</sup> Nämä koskivat muun muassa yhteissijoitusyritysten sulautumista. Tältä osin direktiivin katsottiin sen johdanto-osan mukaan edellyttävän uudistamista sulautumiseen liittyvien oikeudellisten ja hallinnollisten ongelmien poistamiseksi. Siinä annettiin säännöksiä myös ns. master-feeder – rakenteista, joilla haluttiin antaa yhteissijoitusyrityksille mahdollisuus yhdistää varansa yhteen master-rahastoon. Ns. feeder-yhteissijoitusyritykset saavat siten poiketa kiellostasta, jonka mukaan yhteissijoitusyritykset eivät saa sijoittaa kuin tietyn osan varoistaan yhteen yhteissijoitusyritykseen. Myös tiedonantovelvollisuuksia uudistettiin. Jatkossa sijoittajille annettaviin pakollisiin tietoihin kuuluvat avaintiedot, tarjousesite, vuosikerromukset sekä puolivuotiskatsaukset. Sijoitusrahastodirektiiviin otettiin uusia säännöksiä koskien myös ilmoitusmenettelyä, jolla helpotetaan yhteissijoitusyritysten osuuksien markkinointia toisissa jäsenvaltioissa. Jatkossa yhteissijoitus toimittaa tarvittavat asiakirjat oman kotijäsenvaltionsa viranomaisille, jotka toimittavat ne edelleen vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisille. Tämän jälkeen vastaanottavalla jäsenvaltiolla ei pitäisi olla mahdollisuuksia vastustaa yrityksen pääsyä markkinoilleen eikä kyseenalaistaa sen

---

<sup>146</sup> KOM (2006) 686 lopullinen, s. 2.

<sup>147</sup> KOM (2006) 686 lopullinen, s. 16.

<sup>148</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2009/65/EY) siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009. Direktiiviä kutsutaan yleisesti myös UCITS IV nimellä.

<sup>149</sup> KOM (2008) 458 lopullinen, s. 6 – 7.

toimilupaa. Direktiiviin tuli säännöksiä myös viranomaisten valvontayhteistyön parantamiseksi. Samoin siihen otettiin säännöksiä koskien komissiolle kuuluvia täytäntöönpanotoimenpiteitä.

Sijoitusrahastodirektiivin täytäntöönpanemiseksi on annettu kaksi asetusta ja kaksi direktiiviä. *Komission asetetus 583/2010*<sup>150</sup> liittyy sijoittajille annettaviin avaintietoihin ja sillä on tyhjentävästi määritelty avaintietoasiakirjan sisältö ja muoto. Toinen *täytäntöönpanoasetus 584/2010*<sup>151</sup> koskee uutta ilmoitusmenettelyä, jota käytetään, kun yhteissijoitusyritys alkaa markkinoida osuuksiaan toisessa jäsenvaltiossa. Asetuksella määritetään yritysten käyttämän vakiomuotoisen ilmoituskirjeen muoto ja sisältö. Samoin sillä määritellään sen todistuksen muoto ja sisältö, jota viranomaiset käyttävät sen vahvistamiseksi, että yhteissijoitusyritykset täyttävät direktiivissä asetetut edellytykset. *Komission täytäntöönpanodirektiivillä 2010/42/EY*<sup>152</sup> puolestaan täsmennetään yhteissijoitusyrityksen sulautumisen yhteydessä annettavia tietoja. Lisäksi sillä annetaan tarkempia säännöksiä liittyen master-feeder-rakenteisiin. Nämä koskevat muun muassa sitä, mitä tietoja on sisällytettävä master- ja feeder-yhteissijoitusyritysten väliseen sopimukseen sekä sisäisiä liiketoiminnan harjoittamista koskevia sääntöjä. Direktiivillä myös täsmennetään eräiden tietojen antamisen osalta sitä ilmoitusmenettelyä, joka liittyy yhteissijoitusyritysten osuuksien markkinoimiseen toisessa jäsenvaltiossa. Toinen komission antama *direktiivi 2010/43/EY*<sup>153</sup> taas sisältää säännöksiä sijoitusrahastodirektiivin täytäntöönpanosta eräiden organisaatiovaatimusten, eturistiriitojen, liiketoiminnan harjoittamisen sekä riskienhallinnan osalta. Lisäksi säännöksiä annetaan säilytysyhteis-

---

<sup>150</sup> Komission asetetus N:o 583/2010, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta sijoittajalle annettavien avaintietojen osalta ja avaintietojen tai tarjousesitteiden toimittamisessa muuta pysyvää välinettä kuin paperia käyttäen tai verkkosivuston välityksellä noudatettavien ehtojen osalta.

<sup>151</sup> Komission asetetus (EU) N:o 584/2010, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta ilmoituskirjeen vakiomallin ja yhteissijoitusyritystä koskevan todistuksen muodon ja sisällön, toimivaltaisten viranomaisten välisessä ilmoittamisessa käytettävän sähköisen viestinnän sekä paikalla tehtävissä tarkastuksissa ja tutkinnoissa ja toimivaltaisten viranomaisten välisessä tietojen vaihdossa noudatettavien menettelyjen osalta.

<sup>152</sup> Komission direktiivi 2010/42/EY, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta rahastojen sulautumisia, master-feeder-rakenteita ja ilmoitusmenettelyä koskevien tiettyjen säännösten osalta.

<sup>153</sup> Komission direktiivi, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta organisaatiovaatimusten, eturistiriitojen, liiketoiminnan harjoittamisen, riskienhallinnan sekä säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön välisen sopimuksen sisällön osalta.



sön ja rahastoyhtiön välisen vakiosopimuksen sisällöstä. Täytäntöönpanodirektiiviin sisältyy myös säännöksiä esimerkiksi eräistä määritelmistä.

Sijoitusrahastodirektiiviä on sen säätämisen jälkeen muutettu vuonna 2010 Euroopan finanssivalvontajärjestelmän perustamisen yhteydessä. Muutokset sisältyvät vuonna 2010 annetun direktiivin<sup>154</sup> 11 artiklaan. *Muutosdirektiivin* johdanto-osassa todetaan, että Euroopan finanssivalvontajärjestelmän tehokkaan toiminnan mahdollistamiseksi on tarpeen muuttaa unionin säännöksiä niillä aloilla, joilla valvontaviranomaiset toimivat. Nämä muutokset liittyvät valvontaviranomaisten tiettyjen valtuuksien soveltamisalan määrittelyyn, tiettyjen unionin säädöksillä perustettujen valtuuksien sisällyttämiseen sekä valvontaviranomaisten sujuvan ja tehokkaan toiminnan varmistamiseen Euroopan finanssivalvontajärjestelmän yhteydessä. Lisäksi sijoitusrahastotoimintaa koskee myös vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi<sup>155</sup> eli *ns. AIFM-direktiivi*. Myös sijoitusrahastodirektiiviin on jälleen ehdotettu muutoksia liittyen muun muassa säilytisyhteisön vastuuseen ja rahastojen palkkioihin (*ns. UCITS V*). Näitä direktiivejä ja niiden aikaansaamia kotimaisen lainsäädännön muutostarpeita käsitellään tarkemmin jäljempänä kappaleessa 5.

Suomeen säädettiin ensimmäinen sijoitusrahastolaki (480/1987) vuonna 1987. Näihin aikoihin aikoihin osakesäästäminen oli maassamme kansainvälisesti verrattuna varsin vähäistä ja arvopaperimarkkinat olivatkin kehittymättömät. Kiinnostus arvopaperisäästämistä kohtaan oli kuitenkin kasvussa ja kannustimia osakesäästämiseen haluttiinkin lisätä lainsäädännöllisin keinoin yritysten rahoitusmahdollisuuksien kasvattamiseksi. Sijoitusrahastolain tavoitteena oli siten muun muassa kehittää Suomen pääomamarkkinoita sijoitusvaihtoehtoja lisäämällä. Myös sijoittajien oikeusturvaa haluttiin parantaa lainsäädännön keinoin. Suomalaisillekin sijoittajille haluttiin tarjota muissa maissa yleisesti käytössä ollut kollektiivisen sijoittamisen muoto, joka mahdollistaisi pienäästäjien turvallisesti ja vaivattomasti osallistua arvopaperisäästämiseen.<sup>156</sup> Vuoden 1987 sijoitusrahastolaki ehti olla voimassa noin kymmenen vuotta. Lain voimassaoloai-

---

<sup>154</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2010/78/EU, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, direktiivien 98/26/EY, 2002/87/EY, 2003/6/EY, 2003/41/EY, 2003/71/EY, 2004/39/EY, 2004/109/EY, 2005/60/EY, 2006/48/EY, 2006/49/EY ja 2009/65/EY muuttamisesta Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan pankkiviranomainen); Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen) ja Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) toimivaltuuksien osalta.

<sup>155</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N.o 1060/2009 ja (EU) N.o 1095/2010 muuttamisesta.

<sup>156</sup> HE 238/1986, s. 4 – 5.

kana siihen oli tehty muutama suuri osauudistus, joiden seurauksena lain rakenne ei enää ollut tarkoituksenmukainen. Rakenteellisten ongelmien lisäksi sijoitusrahastodirektiivin eräiden säännösten täytäntöönpanon täsmennykset, uuteen yhteisvaluuttaan siirtymiseen liittyvät kilpailuasetelmien muutokset sekä rahastotoiminnan nopean kehityksen aikaan saamat tarpeet selkeyttää toiminnan rajoja sekä sijoitusrahastotoimintaan liittyvien osapuolten velvollisuuksia johtivat siihen, että uuden sijoitusrahastolain säättäminen katsottiin tarpeelliseksi.<sup>157</sup> Uudella lailla pyrittiin korjaamaan vanhassa laissa ilmenneitä epäkohtia ja puutteita. Uudistuksia tarvittiin monin paikoin ja kokonaan uudella lailla pyrittiin ennen kaikkea parantamaan sijoitusrahastojen toimintaedellytyksiä. Kokonaisuudistus sisälsikin muun muassa rahastosijoittajien turvallisuutta lisääviä että rahastoyhtiön toimintamahdollisuuksia parantavia säännöksiä.<sup>158</sup>

Yhä edelleen voimassa oleva sijoitusrahastolaki (48/1999) tuli voimaan alkuvuodesta 1999. Sijoitusrahastolakia on muutettu useampia kertoja lähinnä eurooppalaisen sääntelyn kansallisen täytäntöönpanon johdosta. Esimerkiksi vuonna 2004 sijoitusrahastolakia muutettiin rahastoyhtiödirektiivin ja tuotedirektiivin sisältämien säännösten voimaansaattamiseksi. Lisäksi muutokset koskivat eräitä sijoitusrahastotoimintaan liittyviä hakemusasioita sekä teknisluonteisia korjauksia.<sup>159</sup> Sijoitusrahastolakia on siis yleensä muutettu direktiivimuutosten johdosta. Näin tapahtui myös vuonna 2011, jolloin saatettiin voimaan UCITS IV-direktiivi. Samalla tehtiin myös muutamia kansallisista tarpeista johtuvia uudistuksia.<sup>160</sup> Lakimuutoksella pantiin siten täytäntöön sijoitusrahastodirektiivin uudet säännökset. Samalla sijoitusrahastolakiin siirrettiin myös ulkomaisen rahastoyhtiön toimintaa Suomessa koskevat säännökset. Kansallisilla uudistuksilla sijoitusrahastolakia on haluttu kehittää suomalaisten rahastojen kilpailukyvyn turvaamiseksi. Sääntely vastaa siten paremmin eurooppalaista sääntelykehitystä, jotta suomalaiset rahastot eivät joutuisi kilpailullisesti eriarvoiseen asemaan. Samalla haluttiin myös turvata suomalaisten rahastojen mahdollisuudet paremmin varautua markkinahäiriöihin, joita esiintyy kansainvälisten finanssikriisien seurauksena.<sup>161</sup>

---

<sup>157</sup> HE 202/1998, s. 5 – 6.

<sup>158</sup> HE 202/1998, s. 36 – 37.

<sup>159</sup> HE 110/2003, s. 1.

<sup>160</sup> HE 113/2011, s. 1.

<sup>161</sup> HE 113/2011, s. 42.

## 2.5 Rahasto-osuudenomistajien asema sijoitusrahastotoiminnassa

Sijoitusrahastolain 2 §:n määritelmän mukaan rahasto-osuudenomistajalla tarkoitetaan siis jokaista luonnollista henkilöä, yhteisöä tai säätiötä taikka niihin rinnastettavia ulkomaisia tahoja, jotka omistavat yhden tai useamman rahasto-osuuden tai sellaisen murto-osan. Rahasto-osuudenomistajan oikeusasema vastaa periaatteessa hyvin paljon osakeyhtiön osakkeenomistajan asemaa.<sup>162</sup> Osakkaan tavoin rahasto-osuudenomistajan asema sisältää sekä hallinnoimisoikeuksia että varallisuusoikeuksia. Hallinnoimisoikeuksiin kuuluu oikeus puhe- ja äänivallan käyttämiseen rahasto-osuudenomistajien kokouksessa. Varallisuusoikeudet puolestaan käsittävät oikeuden tuotto-osuuteen<sup>163</sup> sekä oikeuden saada jako-osuus sijoitusrahaston lakkauttamisen yhteydessä. Tuotto-osuus perustuu mahdolliseen sijoitusrahaston varojen arvonnousuun sekä varoille mahdollisesti kertyneeseen tuottoon tietynä ajanjaksona, joka on määritelty tarkemmin rahaston säännöissä.<sup>164</sup>

Rahasto-osuudenomistajan asema on verrattavissa osakkeenomistajan asemaan myös sen osalta, että rahastosijoittajienkin vastuu on rajoitettua. Sijoitusrahastolain 25.1 §:n mukaan sijoitusrahaston varat kuuluvat nimenomaan osuudenomistajille. Säännöksessä todetaan edelleen, että rahasto-osuudenomistajat eivät ole henkilökohtaisessa vastuussa sijoitusrahastoa koskevista velvoitteista. Säännöksen tarkoituksena katsotaan nimenomaisesti olevan osuudenomistajien aseman turvaaminen.<sup>165</sup> Omistuksen erillisyydestä on johdettavissa myös se peruseriaate, että rahastoyhtiön tulee pitää sijoitusrahaston varat erillään yhtiön omasta varallisuudesta. Asiaa koskeva säännös on 25.2 §:ssä ja sen mukaan rahastoyhtiön tulee antaa rahaston varat säilytettäväksi erillisessä säilytysyhteisössä. Varojen erillisyyttä korostaa säännöksen mukaan lisäksi se, että sijoitusrahaston varoja ei voida ulosmitata rahastoyhtiön velkojen suorittamiseksi.

Muutoin rahasto-osuudenomistajien sijoitusrahastoon liittyvät oikeudet ja velvollisuudet sekä heidän suhteensa rahastoa hallinnoivaan rahastoyhtiöön määräytyvät sijoitusrahastolain, sen nojalla annettujen viranomaismääräysten sekä rahastolle vahvistettu-

---

<sup>162</sup> HE 238/1986, s. 11.

<sup>163</sup> Rahasto-osuudet voivat sijoitusrahastossa olla joko tuotto- tai kasvuosuuksia. Rahaston säännöissä on kuitenkin mahdollista määrätä, että rahastossa on molempia osuuksia. Säännöissä on myös määrättävä rahaston varoista tuotto-osuuksille maksettavan ja kasvuosuudelle pääomitettavan vuotuisen tuoton määrätymisperusteet. Rahastosijoittaja saa siten tuottoa sijoitukselleen voitto-osuuden ja rahasto-osuuden arvonnousun perusteella. HE 202/1998, s. 18.

<sup>164</sup> HE 202/1998, s. 10.

<sup>165</sup> HE 238/1986, s. 14.

jen sääntöjen perusteella.<sup>166</sup> Sijoitusrahastolain 25.3 § koskee nimenomaisesti rahasto-osuudenomistajien asemaa suhteessa rahastoa hallinnoivaan rahastoyhtiöön. Säännöksen mukaan rahastoyhtiö siis edustaa omissa nimissään sijoitusrahastoa. Jos rahastoyhtiön hallinnassa on useampia rahastoja, tulee oikeustoimen yhteydessä tuoda ilmi, mikä rahaston puolesta se kulloinkin toimii. Rahastoyhtiön ja rahastosijoittajien keskinäinen suhde on siis sellainen, että rahastoyhtiö käyttää rahaston varoihin liittyviä oikeuksia sekä vastaa niihin liittyvistä velvollisuuksista. Rahastoyhtiön tulee myös rahaston ja sen osuudenomistajien puolesta kantaa ja vastata tuomioistuimissa sekä muissa viranomaismenettelyissä.<sup>167</sup> Rahasto-osuudenomistajien katsotaan ikään kuin antaneen rahastoyhtiölle toimeksiannon ja valtuuttaneen yhtiön käyttämään heidän asemaansa liittyviä oikeuksia. Rahastoyhtiön velvollisuutena onkin tätä toimeksiantoa toteuttaessaan käyttää sille uskottuja oikeuksia kaikkien rahastosijoittajien yhteisen edun mukaisesti.<sup>168</sup> Periaatetta on täsmennetty lain 26 §:ssä, jonka mukaan rahastoyhtiön on harjoitettava sijoitusrahastotoimintaa huolellisesti, itsenäisesti ja asiantuntevasti rahaston ja sen osuudenomistajien etujen mukaisesti. Lisäksi rahastoyhtiön tulee toiminnassaan kohdella rahasto-osuudenomistajia yhdenvertaisesti. Rahastoyhtiön tulee myös sijoitusrahastotoiminnassa ja liiketoimintansa rakenteita järjestäessään pyrkiä välttämään eturistiriitantilanteita. Mikäli niitä kuitenkin ilmenisi, tulee rahastoyhtiön hallinnassa olevia rahastoja, niiden osuudenomistajia ja rahastoyhtiön muita asiakkaita kohdella tasapuolisesti.

Vaikka rahastosijoittajien asemaan liittyvät oikeudet ja velvoitteet sekä heidän suhteensa rahastoyhtiöön määrittävätkin lähtökohtaisesti sijoitusrahastolain, viranomaismääräysten ja rahaston sääntöjen perusteella, voidaan tilannetta hahmottaa myös sopimusoikeudellisten periaatteiden avulla. Sijoitusrahastodirektiivissä on määritelty, että sijoitusrahastotoimintaa harjoittava yritys voidaan perustaa sopimusoikeudellisten sääntöjen nojalla ja että rahastoyhtiöiden hallinnassa olevilla sijoitusrahastoilla tarkoitetaan juuri tällaisia sopimusoikeudellisten säännösten mukaisesti perustettuja yrityksiä.<sup>169</sup> Sopimusoikeudelliset elementit ovat siten vahvasti läsnä sijoitusrahastotoiminnassa sekä sen organisoinnissa että eri osapuolten aseman hahmottamisessa. Suomessa kysymystä rahastoyhtiön ja rahastosijoittajien välisen suhteen oikeudellisesta laadusta ei

---

<sup>166</sup> HE 202/1998, s. 10.

<sup>167</sup> HE 202/1998, s. 47.

<sup>168</sup> HE 238/1986, s. 12.

<sup>169</sup> Näitä rahastoja kutsutaan nimellä ”mutual fund” ja sopimusoikeudellisten sääntöjen mukaan perustettuja rahastojen peruspiirteisiin kuuluu, että rahastot eivät ole itsenäisiä oikeushenkilöitä, joiden hallinnointi kuuluu erityiselle rahastoyhtiölle. Lisäksi rahastoissa olevat varat kuuluvat osuudenomistajille yhteisesti. Ks. tarkemmin *Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, s. 2.

ole juurikaan käsitelty. Norroksen mukaan oikeussuhde lienee luontevinta käsittää eräänlaiseksi sopimussuhteeksi tai sopimussuhteeseen rinnastuvaksi suhteeksi. Kyseinen oikeussuhde ei nimittäin ole luonteeltaan tyyppilinen sopimuksenulkoinen suhde ja yhtiöoikeudellinen tarkastelutavan ei ole katsottu soveltuvan suhteen määrittelyyn.<sup>170</sup> Wuolijoen mukaan taas rahastosijoittajan ja rahastoyhtiön suhdetta voidaan pitää eräänlaisena *sui generis* -oikeussuhteena, jonka sisältö määritetään sijoitusrahastolain perusteella. Kyse ei siten hänen mukaansa olisi välttämättä sopimussuhteesta, johon voitaisiin ongelmitta soveltaa esimerkiksi lojaaliteettiperiaatetta.<sup>171</sup>

Suomessa ja Ruotsissa sijoitusrahastotoiminta on siis kansallisesti organisoitu sopimusperusteisen mallin pohjalta.<sup>172</sup> Suomalaisessa lainsäädäntöaineistossa ei sijoitusrahastotoiminnan sopimusperusteista mallia ole sen enempää nimenomaisesti käsitelty. Ruotsalaisessa lainsäädäntöaineistossa sijoitusrahastotoiminta ja sitä koskeva lainsäädäntö rakentuvat selkeämmin sopimusoikeudellisen hahmottelun pohjalle. Tässä mallissa rahastoyhtiön ja rahasto-osuudenomistajien välisen suhteen ja sijoittajien aseman katsotaan perustuvan eräänlaiseen toimeksiantosuhteeseen.<sup>173</sup> Koska sijoitusrahasto ei voi puuttuvan oikeushenkilöllisyyden johdosta itsenäisesti hallita rahastossa olevaan omaisuuteen liittyviä oikeuksia ja velvollisuuksia, on sijoitusrahastotoimintaa hahmotettu eräänlaisena erityisenä yhteisomistuksen muotona. Tämän yhteisomaisuuden hallinnointi on siis annettu rahastoyhtiölle, jonka tehtävänä on hoitaa rahastoa osuudenomistajilta saadun toimeksiannon nojalla. Sopimusoikeudellisessa mallissa rahastossa olevien varojen omistusoikeus on siis erotettu niiden hallinnoinnista ja samalla myös niiden säilytys on erotettu kolmannen tahon vastuulle. Tämän kolmikantasuhteen katsotaan perustuvan toimeksiantosopimukseen, jossa rahastoyhtiö ja säilytisyhteisö ottavat vastatakseen tietyistä velvoitteista rahasto-osuudenomistajien suorittamaa korvausta vastaan. Rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön on näin ollen vastattava omalta osaltaan sopimusvelvoitteiden täyttämistä.<sup>174</sup> Tätä kolmikantasopimusta on luonnehdittu myös siten, että rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön välillä katsotaan vallitsevan vakaa sopimusoikeudellinen suhde. Sopimussuhteessa rahastoyhtiö ja säilytisyhteisö ovat ikään kuin yhdessä sopimuksen toinen osapuoli ja toisena osapuolena ovat puolestaan rahasto-osuudenomistajat, jotka kukin tulevat osuuden hankkiessaan sopimukseen mukaan.

---

<sup>170</sup> Norros (2009a), s. 336 - 337.

<sup>171</sup> Wuolijoki (2009), s. 215 – 216.

<sup>172</sup> HE 287/2009, s. 10.

<sup>173</sup> Kuten edellä kävi ilmi sijoitusrahastolain 25 §:n säännöksiä kuvattaessa, on myös suomalaisessa hallituksen esityksessä puhuttu toimeksiannosta. Tässä yhteydessä ei kuitenkaan asiaa ole tarkemmin käsitelty nimenomaisena toimeksiantosuhteena tai toimeksiantosopimuksena.

<sup>174</sup> Prop. 2002/03:150, s. 115.

Vastaavasti sopimus päättyy heidän osaltaan, kun rahasto-osuus lunastetaan takaisin.<sup>175</sup> Rahastoyhtiön sijoitusrahaston hallinnointia koskevaa toimeksiantoa säännellään tarkemmin laissa ja rahaston säännöissä. Ennen kaikkea rahastoyhtiön tulee toimia rahastosijoittajien yhteisten intressien mukaisesti. Tämän veloitteen katsotaan vastaavan yleistä lojaaliteettiperiaatetta, joka koskee kaikkien toimeksiantojen hoitamista. Jos rahastoyhtiö rikkoo toimeksiantosopimusta, joutuu se vahingonkorvausvastuuseen rahasto-osuudenomistajia kohtaan.<sup>176</sup> Rahastosijoittajien asemaa sijoitusrahastotoiminnassa turvaakin ennen kaikkea siis periaate, jonka mukaan rahasto-osuudenomistajien edun on toteuduttava kaikissa olosuhteissa.<sup>177</sup>

---

<sup>175</sup> Prop. 1974:128, s. 20.

<sup>176</sup> Prop. 2002/03:150, s. 119.

<sup>177</sup> HE 59/1996, s. 43.

## 3 SÄILYTYSYHTEISÖN TOIMINTA JA TEHTÄVÄT

### 3.1 Säilytisyhteisön käsite

Sijoitusrahaston säilytisyhteisöllä on tärkeä rooli sijoittajien rahastotoimintaa kohtaan tuntemaan luottamuksen ylläpitämisessä. Samalla kun sijoitusrahastojen sijoitustoiminta monimutkaistuu ja monimuotoistuu, kasvaa säilytisyhteisön rooli sijoitusrahaston hallinnoinnin asianmukaisuuden varmistamisessa.<sup>178</sup> Säilytisyhteisön käsitteeseen liittyy siten läheisesti sijoittajien odotukset siitä, että säilytisyhteisö pitää heidän varansa turvassa. Samalla sijoittajat odottavat säilytisyhteisön omalta osaltaan tasapainottavan rahastoyhtiön hallintaoikeuksien käyttöä ja siten varmistavan, että sijoittajien edut toteutuvat täysimääräisesti.<sup>179</sup> Säilytisyhteisön sijoitusrahastotoiminnassa keskeisen aseman johdosta säilytisyhteisötoiminnan harjoittaminen ei ole sallittua mille tahansa yhteisölle. Sijoitusrahastodirektiivin 23 artiklan 2 ja 3 kohdissa onkin siten säädetty säilytisyhteisöä koskevista vaatimuksista. Säilytisyhteisön tulee ensinnäkin olla toiminnan vakautta koskevan sääntelyn ja jatkuvan valvonnan kohteena oleva laitos. Säilytisyhteisön on lisäksi annettava riittävät taloudelliset ja ammatilliset takeet siitä, että se pystyy tehokkaalla tavalla toimimaan säilytisyhteisönä sekä vastaamaan tähän toimintaan liittyvistä velvoitteistaan. Sijoitusrahastodirektiivissä ei kuitenkaan ole annettu mitään tyhjentävää luetteloja säilytisyhteisöksi soveltuvista laitoksista. Jäsenvaltiot ovat siten voineet itse päättää, mitkä yhteisöt voivat toimia säilytisyhteisönä.

Sijoitusrahastolain 2 §:n mukaan säilytisyhteisötoiminnalla tarkoitetaan sijoitusrahaston ja erikoissijoitusrahaston varojen säilyttämistä sekä sen valvontaa, että sijoitusrahastotoiminnassa noudatetaan lakia, muita säännöksiä ja määräyksiä sekä sijoitusrahaston sääntöjä. Säilytisyhteisö puolestaan määritellään yksinkertaisesti säilytisyhteisötoimintaa harjoittavaksi yhteisöksi. Lain 31 §:n mukaan sijoitusrahaston säilytisyhteisönä voi toimia vain lain 9 §:ssä tarkoitettu Finanssivalvonnalta toimiluvan saanut säilytisyhteisö taikka lain 11 §:ssä tarkoitettu Suomeen sijoittunut yhteisö. Näin ollen sijoitusrahaston varat tulee säilyttää Suomessa sijaitsevassa säilytisyhteisössä silloin, kun rahaston kotivaltio on Suomi.<sup>180</sup>

Säilytisyhteisön yhtiömuodon osalta sijoitusrahastolain 9 a §:ssä todetaan, että säilytisyhteisön toimilupa myönnetään suomalaiselle osakeyhtiölle, mikäli pykälässä tarkemmin kuvatut edellytykset täyttyvät. Sijoitusrahastolaissa sallitaan säilytisyhteisö-

<sup>178</sup> Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency (2006), s. 26 – 27.

<sup>179</sup> Consultation Paper on the UCITS Depository Functions, annettu 3.7.2009, s. 1.

<sup>180</sup> HE 113/2011, s. 75.

toiminnan harjoittaminen myös tietyille sijoituspalveluyrityksille. Lain 11 §:n mukaan säilytysyhteisönä voi toimia ensinnäkin sijoituspalvelulain (747/2012) 9 §:n ensimmäisen momentin 1 kohdassa tarkoitettu sijoituspalveluyritys. Tämän perusteella säilytysyhteisönä voi olla suomalainen osakeyhtiö tai eurooppayhtiö, jolla on sijoituspalvelulain mukainen toimilupa harjoittaa sijoituspalvelua. Myös sijoituspalveluyrityksen yhteisömuotona on siten osakeyhtiö. Tämän yhtiömuodon on katsottu takaavan parhaimmat edellytykset toiminnan luotettavuudelle sekä sen valvonnalle.<sup>181</sup>

Myös luottolaitos voi toimia säilytysyhteisönä. Sijoitusrahastolain mukaan säilytysyhteisönä voi toimia luottolaitostoiminnasta annetun lain (121/2007) 8 §:n ensimmäisessä momentissa tarkoitettu luottolaitos. Säännösviittauksen nojalla säilytysyhteisötoiminnan harjoittaminen on siten sallittu yritykselle, jolla on luottolaitostoiminnasta annetun lain mukainen toimilupa harjoittaa luottolaitostoimintaa. Luottolaitos voi olla talletuspankki tai luottoyhteisö.

Säilytysyhteisönä voi olla myös sijoituspalvelulain 1 luvun 9 §:n 1 momentin 7 kohdassa tarkoitettu ulkomainen ETA-sijoituspalveluyritys. Tällä tarkoitetaan sellaista ulkomaista sijoituspalveluyritystä, jolla on ulkomaisen ETA-valvontaviranomaisen myöntämä toimilupa tarjota sijoituspalveluja. Sijoitusrahastolaissa on viittaus myös luottolaitoslain 8 §:n 3 momenttiin, jossa on ulkomaisen ETA-luottolaitoksen määritelmä. Tällä tarkoitetaan ulkomaista luottolaitosta, jonka sääntömääräinen kotipaikka sijaitsee muussa ETA-valtiossa kuin Suomessa. Lisäksi tämän valtion viranomaisten on tullut myöntää kyseiselle luottolaitokselle toimilupa luottolaitostoimintaa varten. Sijoitusrahastolaissa on lisäksi säädetty tiettyjä lisäedellytyksiä ulkomaisille yhteisöille, jotta ne voivat toimia sijoitusrahaston säilytysyhteisönä. Ensinnäkin niillä tulee olla toimintaansa varten sivuliike Suomessa. Toiseksi niiden tulee täyttää sijoitusrahastolaissa säilytysyhteisölle asetetut taloudelliset toimintaedellytykset. Näiden mukaan säilytysyhteisön osakepääoman on oltava vähintään 730 000 euroa ja sen on oltava kokonaan merkitty toimilupaa myönnettäessä. Kolmanneksi yhteisöjen tulee kotivaltiossaan olla oikeutettuja harjoittamaan sijoitusrahastodirektiivissä tarkoitettua säilytysyhteisötoimintaa.

### **3.2 Säilytysyhteisön toimilupa ja sen edellytykset**

Kuten edellä kävi jo ilmi säilytysyhteisötoiminnan harjoittaminen on luvanvaraista toimintaa. Yleisesti toimilupasäännöksillä halutaan osaltaan edistää rahoitusmarkkinoiden vakaata toimintaa ja asiakkaiden etua. Lupaharkinnalla varmistetaan, että alalla toimivat yhteisöt täyttävät niille lainsäädännössä ja muissa määräyksissä asetetut edellytykset.

---

<sup>181</sup> HE 43/2007, s. 40.



Toimilupa-arvioinnissa kiinnitetään erityisesti huomiota siihen, että toimintaa tullaan harjoittamaan lain edellyttämällä tavalla ja laissa asetetuissa rajoissa. Toiminnan tulee ennen kaikkea täyttää ammattimaisten sekä terveiden ja varovaisten liiketoimintaperiaatteiden asettamat vaatimukset yhteisön johtamiselle. Toimiluvan hakijan monimutkaiset omistusjärjestelyt eivät myöskään saa olla esteenä yhteisön tehokkaalle valvonnalle. Lisäksi toiminnan tulee olla vakaata ja sen harjoittamiseen on oltava riittävät taloudelliset edellytykset. Hakijan tulee myös pystyä osoittamaan, että sen toiminta on suunniteltu tavoitteelliseksi. Näiden tavoitteiden tulee olla realistisia ottaen huomioon yhteisön toimintaympäristö. Suunnitelmissa on tullut myös huomioida kaikki tarpeelliset osat alueet, jotka liittyvät esimerkiksi yhteisön hallinnon organisoimiseen ja riskienhallintaan.<sup>182</sup> Luvanvaraisen toiminnan harjoittamisen yhtenä keskeisenä edellytyksenä on yhteisöllä oleva luotettava, tehtäväänsä sopiva ja ammattitaitoinen johto. Näin voidaan varmistaa se, että yhteisöä tullaan johtamaan ammattitaitoisesti sekä terveiden ja varovaisten liikeperiaatteiden mukaan.<sup>183</sup> Säilytisyhteisön toimilupaa vastaavia säännöksiä, joilla halutaan varmistua luvanvaraista toimintaa harjoittavien tahojen ammattitaitoisuudesta ja luotettavuudesta, sisältyy myös luottolaitoksia koskevaan lainsäädäntöön sekä sijoituspalveluyrityksiä koskevaan lainsäädäntöön.

Finanssivalvonta myöntää sijoitusrahastolain 9 a §:n nojalla säilytisyhteisölle toimiluvan, jos saadun selvityksen perusteella voidaan varmistua siitä, että säilytisyhteisöä tullaan johtamaan yhtiön liiketoiminnan aiottu laajuus huomioon ottaen ammattitaitoisesti sekä terveiden ja varovaisten liiketoimintaperiaatteiden mukaan. Toimilupaa haettaessa onkin esitettävä selvitystä siitä, että säilytisyhteisön osakkeenomistajat ja ylimpään johtoon kuuluvat tahot ovat luotettavia, hyvämaineisia, kokeneita sekä muutoin säilytisyhteisötehtäviin sopivia. Johdon ja osakkeenomistajien hyvämaineisuus on ehdoton edellytys sille, että yleisö tuntee luottamusta kyseistä yhteisöä ja viime kädessä koko rahoitusmarkkinoita kohtaan. Tämä luottamus saattaisi vaarantua esimerkiksi sen johdosta, että yhteisön omistajiin tai johtoon kuuluisi henkilöitä, jotka ovat liiketoimintakiellossa, konkurssissa taikka tuomittu rikoksista.<sup>184</sup> Näiden lisäksi hyvämaineisuuden voi asettaa kyseenalaiseksi myös muut taloudelliset epäselvyydet.<sup>185</sup> Osakkeenomistajien osalta taas halutaan varmistaa, että monimutkaiset omistusjärjestelyt eivät ole esteenä terveiden ja varovaisten liiketoimintaperiaatteiden mukaiselle johtamiselle.<sup>186</sup>

---

<sup>182</sup> Ratan standardi 1.1 Toimiluvat ja notifikaatiot, s. 9. Finanssivalvonta on lisäksi antanut luonnoksen määräyksiä ja ohjeiksi X/2013 Toimiluvat, rekisteröinnit ja ilmoitukset. Luonnos ei ole vielä voimassa.

<sup>183</sup> Ratan standardi 1.4 Luotettavuuden, sopivuuden ja ammattitaidon arviointi (fit & proper), s. 7.

<sup>184</sup> HE 7/1996, s. 31.

<sup>185</sup> HE 295/1992, s. 26.

<sup>186</sup> Ratan standardi 1.1 Toimiluvat ja notifikaatiot, s. 34.

Toimiluvan saamisen edellytyksiin kuuluu lisäksi, että osakeyhtiöllä on pääkonttori Suomessa, sen hallinto on luotettava ja että sillä on riittävät taloudelliset toimintaedellytykset. Tämän lisäksi yhteisön on täytettävä muut sijoitusrahastolaissa asetetut vaatimukset. Näitä edellytyksiä arvioidessaan Finanssivalvonta kiinnittää luotettavan hallinnon osalta huomiota esimerkiksi siihen, että toiminta on suunniteltu, johdettu, organisoitu ja valvottu sillä tavoin, että yhteisö voi taata ammatillisesti ja eettisesti laadukkaan liiketoiminnan. Yhteisön sisäinen valvonta ja riskienhallinta tulee esimerkiksi olla tehokkaalla tavalla järjestetty. Hallinnon luotettavuuden järjestämisessä on erityisesti huomioitava yhteisön liiketoiminnan monimuotoisuus ja sen laajuus sekä yhteisön omistusrakenteet. Hallinnon järjestäminen voikin tapahtua eri tavoin toiminnan laajuuden ja erityispiirteiden mukaan. Hallinnollisiin ratkaisuihin kiinnitetään erityistä huomiota konsernien kohdalla ja silloin, jos yhteisöllä on toimintoja useammassa maassa.<sup>187</sup> Riittävien taloudellisten toimintaedellytysten osalta taas huomion kohteena on muun muassa se, että yhteisön toiminta on vakaata ja sillä on liiketoimintasuunnitelma tai strategia vähintään kolmelle vuodelle. Arvioinnissa tarkatellaan myös yhteisön omien varojen riittävyyttä suhteessa toiminnan sisältämään riskinottoon ja riskienhallintajärjestelmien tasoon.<sup>188</sup>

Toimiluvan myöntämisen edellytyksenä on vielä se, että saadun selvityksen perusteella ei voida pitää todennäköisenä, että säilytisyhteisön ja toisen oikeushenkilön tai luonnollisen henkilön välillä oleva merkittävä sidonnaisuus taikka tällaisessa sidonnaisuussuhteessa olevaan oikeushenkilöön tai luonnolliseen henkilöön sovellettavat Euroopan talousalueen ulkopuolisen valtion säännökset tai hallinnolliset määräykset estäisivät säilytisyhteisön tehokkaan valvonnan. Lupaharkinnassa kiinnitetään erityistä huomiota merkittäviin sidonnaisuuksiin tapauksissa, joissa yhteisön liiketoiminnasta tai omistusrakenteesta ei saada selkeää kokonaiskuvaa. Samoin on tilanteissa, joissa yritysryhmään kuuluva yhteisö toimii sellaisessa valtiossa, jossa salassapitosäännökset taikka puutteellinen valvonta- ja sääntelyjärjestelmä haittaavat konsolidoidun valvonnan toteutusta.<sup>189</sup>

Sijoitusrahastolain merkittävää sidonnaisuutta koskevaa säännöstä vastaava säännös löytyy myös sijoituspalvelulaista<sup>190</sup> sekä luottolaitoslaista<sup>191</sup>. Merkittävä sidonnaisuus tarkoittaa joko omistukseen tai siihen rinnastettavaa määräämisvaltaan perustuvaa mah-

<sup>187</sup> Ratan standardi 1.1 Toimiluvat ja notifikaatiot, s. 30 – 31.

<sup>188</sup> Ratan standardi 1.1 Toimiluvat ja notifikaatiot, s. 37.

<sup>189</sup> Ratan standardi 1.1 Toimiluvat ja notifikaatiot, s. 36.

<sup>190</sup> Sijoituspalvelulain 7 luvun 2 §.

<sup>191</sup> Luottolaitoslain 37 §. Sijoitusrahastolain 2 §:n 15 alakohdassa merkittävällä sidonnaisuudella viitataan juuri luottolaitoslain 37 §:n 2 – 4 momentteihin.

dollisuutta vaikuttaa yhteisön hallintoon ja muuhun toimintaan.<sup>192</sup> Luottolaistolaisissa merkittävä sidonnaisuus on määritelty sidossuhteeksi, joka syntyy tilanteissa, joissa luonnollinen henkilö tai oikeushenkilö omistaa suoraan tai välillisesti vähintään 20 prosenttia jonkin yhteisön osakkeista tai niitä vastaavista osuuksista. Merkittävä sidonnaisuus voi syntyä myös sen johdosta, että luonnollisella henkilöllä tai oikeushenkilöllä on suoraan tai välillisesti vähintään 20 prosenttia yhteisön osakkeiden tai muiden osuuksien tuottamasta äänimäärästä. Äänimäärän hallinnan perustana voi olla omistus, jäsenyys, yhtiöjärjestyksen määräys tai yhtiösopimus taikka niihin verrattavat muut säännöt tai muu sopimus. Merkittävä sidonnaisuus kahden tahon välille syntyy myös silloin, kun luonnollisella henkilöllä tai oikeushenkilöllä on suoraan tai välillisesti oikeus nimittää tai erottaa vähintään yksi viidesosa oikeushenkilön hallituksen tai siihen verrattavan toimielimen jäsenistä taikka sellaisen toimielimen jäsenistä, jolla on tämä oikeus. Nimitys- tai erottamisoikeuden on perustuttava samoihin seikkoihin kuin äänimäärän kohdalla. Merkittävän sidonnaisuuden arvioinnissa huomioidaan luonnollisten henkilöiden kohdalla myös heidän ja heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden omistukset. Omistuksen ei kuitenkaan tarvitse olla yhteisomistusta, vaan huomioon otetaan henkilöiden yhteenlasketut omistukset. Lähipiiriin katsotaan kuuluvan muun muassa luonnollisen henkilön aviopuoliso sekä häneen etenevässä tai takenevassa sukulaisuussuhteessa oleva henkilö. Myös sellainen henkilö, joka on merkittävässä taloudellisessa riippuvuussuhteessa luonnolliseen henkilöön, kuuluu tarkasteltavaan lähipiiriin. Tällainen suhde voi olla esimerkiksi holhou- tai merkittävä velkasuhde. Lähipiiriin kuuluvien henkilöiden kohdalla arvioinnin kohteena oleva merkittävä sidonnaisuus on siis olemassa luonnollisen henkilön, hänen lähipiiriinsä kuuluvan henkilön sekä yhteisön välillä.<sup>193</sup>

Merkittävä sidonnaisuus syntyy myös kahden tai useamman oikeushenkilön välille, jos ne ovat saman luonnollisen henkilön tai oikeushenkilön määräysvallassa. Tällaisten oikeushenkilöiden kohdalla kyse on pysyvästä sidoksesta yhteen ja samaan luonnolliseen henkilöön tai oikeushenkilöön. Säilytisyhteisön osalta tämä tarkoittaisi siis sitä, että säilytisyhteisössä määräysvaltaa käyttävällä taholla olisi määräysvalta myös jossakin toisessa yhteisössä. Tämän johdosta myös säilytisyhteisön ja toisen yhteisön välille muodostuu merkittävä sidonnaisuus. Merkittävää sidonnaisuutta ja sen merkitystä yhteisön valvonnan kannalta arvioitaessa on kuitenkin huomioitava, että pelkästään se seikka, että joku hankkii merkittävän osan yhtiön pääomasta, ei välttämättä tarkoita, että kyse olisi valvonnan kannalta ongelmallisesta sidonnaisuudesta. Jos esimerkiksi kyseessä on ainoastaan väliaikaiseksi tarkoitettu sijoitus, ei sen perusteella välttämättä ole

---

<sup>192</sup> HE 150/1996, s. 10.

<sup>193</sup> HE 150/1996, s. 10 – 11.

mahdollisuutta käyttää yhteisössä sellaista vaikutusvaltaa, jota merkittävää sidonnaisuutta koskevassa säännöksessä tarkoitetaan.<sup>194</sup>

Toimilupaharkinnassa arvioidaan siten sitä, että merkittävästä sidonnaisuudesta johtuvat mahdolliset yhteisön valvontaa haittaavat ongelmat saadaan vähennettyä. Yhteisön toimilupa voidaan mahdollisesti evätä, jos merkittävän sidonnaisuuden katsotaan olevan sellainen, että se on omiaan estämään viranomaisia suorittamasta niille kuuluvaa yhteisön valvontaa tehokkaasti. Valvontaan liittyvät ongelmat voivat siten johtua joko merkittävästä sidonnaisuudesta sellaisenaan taikka sitten valvonnan kohteena olevaan yhteisön merkittävässä sidonnaisuussuhteessa olevaan tahoon sovellettavista laeista, asetuksista tai hallinnollisista määräyksistä.<sup>195</sup>

Toimilupahakemukseen liitettävistä selvityksistä säädetään tarkemmin valtiovarainministeriön antamalla asetuksella<sup>196</sup>. Asetuksessa määritellään tarkemmin esimerkiksi niiden selvitysten sisältöä, jotka hakemukseen on liitettävä koskien muun muassa säilytisyhteisön perustajia ja osakkeenomistajia sekä sen johtoa. Asetuksessa tarkennetaan myös sen selvityksen sisältöä, jonka perusteella voidaan arvioida yhteisön taloudellisten toimintaedellytysten riittävyttä. Siitä löytyy myös määräykset säilytisyhteisön johdon ja osakkeenomistajien luotettavuuden, hyvämaineisuuden, kokemuksen ja muun sopivuuden arvioimiseksi tarvittavista selvityksistä.

### 3.3 Säilytisyhteisön hallinto ja sen luotettavuus

Säilytisyhteisötoiminnan luotettavan ja ammattitaitoisen harjoittamisen turvaamiseksi sijoitusrahastolain 9 d §:ssä on säädetty säilytisyhteisön ylimpään johtoon kuuluville henkilöille asetetuista vaatimuksista. Säännös liittyy läheisesti lain 9 a §:n toimiluvan myöntämistä koskevaan säännökseen. Vastaavia johdon ammattitaitoa ja luotettavuutta koskevia säännöksiä on myös muissa rahoitusmarkkinoihin liittyvissä laeissa. Tällainen säännös on esimerkiksi luottolaitoslaissa (40 §) sekä sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa (7 luvun 16 §). Säännökset on katsottu tarpeelliseksi sen johdosta, että rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen toimialatkin ovat osin päällekkäiset. Näin ollen myös

---

<sup>194</sup> HE 150/1996, s. 11.

<sup>195</sup> HE 150/1996, s. 12.

<sup>196</sup> Valtiovarainministeriön asetus rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön toimilupahakemukseen, kolmannen maan rahastoyhtiön Suomessa olevan sivuliikkeen toimilupahakemukseen sekä sivuliikkeen perustamista ulkomaille koskevaan lupahakemukseen liitettävistä selvityksistä 147/2012.

niiden johtamiselle asetettävien vaatimusten tulee olla yhteneväiset ottaen kuitenkin huomioon kunkin toiminnan erityispiirteet.<sup>197</sup>

Säilytisyhteisön osalta sijoitusrahastolaissa edellytetään, että säilytisyhteisön hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan tulee johtaa yhteisöä ammattitaitoisesti sekä terveiden ja varovaisten liiketapaperiaatteiden mukaisesti. Vaikka säilytisyhteisön johtoon ja omistajiin kuuluvien tahojen luotettavuutta ja muuta sopivuutta arvioidaan yhteisölle myönnettävän toimiluvan edellytyksiä arvioitaessa, vastaa säilytisyhteisö kuitenkin itse siitä, että sen johtamisesta ja muusta hallinnosta vastaavat henkilöt ovat luotettavia, sopivia ja ammattitaitoisia. Nämä osa-alueet tulee arvioida erillisesti. Siten henkilön ammattitaito ei korvaa esimerkiksi hänen luotettavuudessaan ilmeneviä puutteita.<sup>198</sup>

Ammattitaitoon viittaavalla vaatimuksella tarkoitetaan ennen kaikkea tehtävään nimitettävän henkilön koulutusta sekä työkokemusta, henkilökohtaisia ominaisuuksia sekä hänen kykyään toimia tehtävissään. Ammattitaitoa arvioidaan myös suhteessa yhteisön toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden.<sup>199</sup> Yleisen ammattitaidon osalta johtoon kuuluvilla henkilöillä tulee olla sellainen taloudellisten asioiden tuntemus, että he voivat tosiasiallisesti osallistua ylimmän johdon tehtäviin kuuluvaan taloudelliseen päätöksentekoon sekä yhteisön taloudellisen tilan seurantaan. Henkilöiden tietojen ja taitojen tulisi täydentää toisiaan siten, että johtoon kuuluvat henkilöt yhdessä olisivat niin kokeneita ja asiantuntevia, että he pystyvät tehokkaasti ohjaamaan ja valvomaan yhteisön ja sen toimivan johdon toimintaa ja kantamaan vastuun yhteisön toiminnasta.<sup>200</sup>

Säilytisyhteisön johtaminen terveiden ja varovaisten liiketoimintaperiaatteiden mukaan tarkoittaa puolestaan sitä, että yhteisön hallinto on järjestetty luotettavalla tavalla ja tätä pidetään jatkuvasti yllä. Johdon tulee myös varmistua säilytisyhteisön taloudellisen informaation luotettavuudesta ja oikeellisuudesta. Lisäksi yhteisön omaisuuden ja asiakkaiden varojen tulee olla riittävällä tavalla turvatut. Säilytisyhteisöllä edellytetään myös olevan asianmukaiset ja riittävät tietotekniset ja/tai manuaaliset järjestelmät liiketoimintansa tukena. Säilytisyhteisöltä edellytetään lisäksi sellaisia riittävän korkeatasoisia sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan menetelmiä, jotka kattavat yhteisön kaikki toiminnot.<sup>201</sup> Finanssivalvonta on antanut sisäisen valvonnan osalta standardin, jota myös säilytisyhteisöjen tulee suositusluontoisesti noudattaa. Tässä standardissa sisäisel-

---

<sup>197</sup> HE 110/2003, s. 23.

<sup>198</sup> Ratan standardi 1.4 Luotettavuuden, sopivuuden ja ammattitaidon arviointi (fit & proper), s. 13.

<sup>199</sup> Ratan standardi 1.4 Luotettavuuden, sopivuuden ja ammattitaidon arviointi (fit & proper), s. 18.

<sup>200</sup> Ratan standardi 1.3 Luotettava hallinto ja toiminnan järjestäminen., s. 17. Tässä standardissa ylimmällä johdolla tarkoitetaan yhteisön hallitusta. Jos yhteisöllä on hallintoneuvosto, ylimmällä johdolla tarkoitetaan sekä hallitusta että hallintoneuvostoa.

<sup>201</sup> Ratan standardi 1.4 Luotettavuuden, sopivuuden ja ammattitaidon arviointi (fit & proper), s. 19.

lä valvonnalla tarkoitetaan sitä osaa johtamisesta ja muusta toiminnasta, jolla pyritään takaamaan muun muassa asetettujen päämäärien ja tavoitteiden saavuttaminen, toimintaan liittyvien riskien hallinta sekä toimintaa koskevien säännösten noudattaminen.<sup>202</sup>

Ammattitaitoisuuden lisäksi hallituksen jäsenten ja heidän varajäsentensä sekä toimitusjohtajan ja tämän sijaisen tulee olla luotettavia henkilöitä. Vaatimus koskee myös muita ylimpään johtoon kuuluvia. Kyseiset henkilöt eivät myöskään saa olla konkursissa eikä heidän toimintakelpoisuuttaan ole rajoitettu. Näiltä henkilöiltä vaaditaan lisäksi, että heillä on oltava sellainen yleinen säilytysyhteisötoiminnan tuntemus, joka säilytysyhteisön harjoittaman toiminnan laatuun ja laajuuteen nähden katsotaan tarpeelliseksi. Tämän vaatimuksen osalta ylimpään johtoon kuuluvilta henkilöiltä voidaan edellyttää, että nämä perehtyvät yhteisöä ja sen toimialaa koskevaan sääntelyyn sekä yhteisön toimintaan ja siihen liittyviin riskitekijöihin. Johdon tulee myös tuntea yhteisön organisaatio sekä ne markkinat, joilla heidän johtamansa yhteisö toimii. Heidän tulee myös jatkuvasti pitää näitä asioita koskevat tietonsa ajan tasalla.<sup>203</sup>

Sijoitusrahastolaissa luotettavuusvaatimusta on täsmennetty lisäksi siten, että luotettavana ei voida ensinnäkään pitää sellaista henkilöä, joka on viiden arviointia edeltäneen vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen taikka kolmen edeltäneen vuoden aikana sakkorangaistukseen sellaisesta rikoksesta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänet ilmeisen sopimattomaksi säilytysyhteisön ylimpään johtoon kuuluvaksi. Ilmeistä sopimattomuutta osoittaisivat esimerkiksi sellaiset lainvastaiset toimet, joilla on pyritty taloudellisen hyödyn saamiseen toisen henkilön kustannuksella. Näitä olisivat muun muassa petos- ja kavallusrikokset.<sup>204</sup> Samoin esimerkiksi kätkemis- ja rahanpesurikokset sekä muut omaisuusrikokset voivat ilmentää henkilön ilmeistä sopimattomuutta toimimaan säilytysyhteisön johdossa.<sup>205</sup> Myöskin esimerkiksi liiketoimintavelvollisuuksien rikkomiseen syyllistynyt henkilö voitaisiin katsoa ilmeisen sopimattomaksi hoitamaan luottamusta edellyttävää tehtävää. Tällöin kysymykseen voisivat tulla esimerkiksi kirjanpitoon tai arvopaperimarkkinoihin liittyvien velvoitteiden laiminlyönnit. Henkilön luotettavuuden ja sopivuuden arvioinnin tulisi tapahtua suhteessa hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan tehtävien hoitamiseen.<sup>206</sup>

Epäluotettavaksi katsotaan myös henkilö, joka muutoin aikaisemmalla toiminnallaan on osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton säilytysyhteisön johtotehtäviin. Muuta sopimattomuutta voi osoittaa esimerkiksi henkilön toiminta ulkomailla, jos ulkomainen vi-

---

<sup>202</sup> Finanssivalvonnan standardi 4.1 Sisäisen valvonnan järjestäminen, s. 12.

<sup>203</sup> Rahoitustarkastuksen standardi 1.3 Luotettava hallinto ja toiminnan järjestäminen, s. 17.

<sup>204</sup> HE 110/2003, s. 24.

<sup>205</sup> Ratan standardi 1.4 Luotettavuuden, sopivuuden ja ammattitaidon arviointi (fit & proper), s. 15.

<sup>206</sup> HE 110/2003, s. 24.

ranomainen on todennut hänet sopimattomaksi vastaaviin tehtäviin. Sopimattomuutta toimimaan säilytysyhteisön johtotehtävissä osoittaa myös henkilön toiminta harmaan talouden tai muun talousrikollisuuden parissa taikka hänen osallistumisensa järjestäytyneen rikollisuuden toimintaan. Sopimaton voi olla myös sellainen henkilö, jonka Finanssivalvonta on määrännyt suorittamaan seuraamusmaksun erityisen vakavasta rikkomuksesta tai velvoitteiden laiminlyönnistä.<sup>207</sup>

Jos vankeus- tai sakkorangaistusta koskeva tuomio ei ole vielä saanut lainvoimaa, voi rikoksesta tuomittu kuitenkin jatkaa tehtävissään, jos sitä voidaan kokonaisuusarvioinnin perusteella pitää ilmeisen perusteltuna. Arvioinnissa tulee tällöin ottaa huomioon hänen aikaisempi toimintansa, tuomioon johtaneet olosuhteet sekä muut asiaan vaikuttavat seikat. Henkilö voi tällöin jatkaa ylimmän johdon tehtävissä hänen odottaessaan muutoksenhaun ratkaisua. Tämä voi koskea esimerkiksi tilanteita, joissa henkilön aikaisempi toiminta on ollut moitteetonta ja hänen osallisuutensa mahdolliseen rikokseen on tulkinnanvaraista tai epäselvää. Tämä voisi ilmetä esimerkiksi siitä, että käräjäoikeus on äänestänyt tuomion antamisesta. Jollei muita vastasyitä ole olemassa, voidaan kokonai-sharkinnan perusteella sallia henkilön jatkavan säilytysyhteisön ylimmän johdon tehtävissä.<sup>208</sup>

Luotettavuusvaatimus koskee myös säilytysyhteisön osakkeenomistajia. Sijoitusrahastolain 9 e §:n mukaan sen, joka suoraan tai välillisesti omistaa vähintään kymmenen prosenttia säilytysyhteisön osakepääomasta, on oltava luotettava. Sama koskee myös sitä, joka omistaa osuuden, joka tuottaa vähintään kymmenen prosenttia säilytysyhteisön osakkeiden tuottamasta äänivallasta. Luotettavuuden osalta säännöksessä on johdon luotettavuutta koskevan säännöksen tavoin täsmennetty, ketä ei voida pitää luotettavana. Luotettavaksi ei voida katsoa sellaista henkilöä, joka on viiden arviointia edeltävän vuoden aikana tuomittu vankeusrangaistukseen taikka kolmen edeltävän vuoden aikana tuomittu sakkorangaistukseen sellaisesta teosta, jonka voidaan katsoa osoittavan hänen olevan ilmeisen sopimaton toimimaan säilytysyhteisön perustajana tai omistajana. Luotettavana ei voida myöskään pitää sellaista henkilöä, joka muutoin aikaisemmalla toiminnallaan on osoittanut olevansa ilmeisen sopimaton omistamaan säilytysyhteisöä. Samoin kuin johtoa koskevassa säännöksessä myös säilytysyhteisön omistajia koskevassa säännöksessä todetaan, että jos vankeus- tai sakkorangaistusta koskeva tuomio ei ole vielä saanut lainvoimaa, voi rikoksesta tuomittu henkilö kuitenkin tuomiosta huolimatta jatkaa omistajalle kuuluvan päätösvallan käyttämistä, jos sitä voidaan pitää perusteltuna. Tässä arvioinnissa on otettava huomioon henkilön aikaisempi toiminta, tuomi-

---

<sup>207</sup> HE 32/2012, s. 298 – 299.

<sup>208</sup> HE 32/2012, s. 298.

oon johtaneet olosuhteet sekä muut asiaan vaikuttavat seikat. Kokonaisarvioinnissa kiinnitetään huomiota samoihin asioihin kuin johdonkin luotettavuutta arvioitaessa.<sup>209</sup>

### 3.4 Säilytysyhteisön tehtävät

Säilytysyhteisön tehtävänä on ennen kaikkea tasapainottaa rahastoyhtiön käyttämää valtaa sijoitusrahaston varoihin ja osuudenomistajiin nähden. Samalla yhteisön tulee lisäksi taata rahasto-osuudenomistajien asemaa, jotta näiden sijoitusrahastoon uskomat pääomat pysyvät turvattuina. Säilytysyhteisön tulee hoitaa sille kuuluvat tehtävät ja velvollisuudet itsenäisesti ja rahastoyhtiöstä riippumatta. Säilytysyhteisön tulee osaltaan edistää ainoastaan rahasto-osuuden omistajien yhteisten etujen toteutumista.<sup>210</sup>

Säilytysyhteisön toimintaa ja tehtäviä koskevat säännökset ovat sijoitusrahastolain 5 luvussa. Säännökset perustuvat sijoitusrahastodirektiivin 22 artiklan määräyksiin. Sijoitusrahastolain mukaan säilytysyhteisön tehtävänä on *ensinnäkin* nimensä mukaisesti säilyttää sijoitusrahaston varat. Tällä säännöksellä on tarkoitus turvata yhtä sijoitusrahastotoimintaa koskevaa peruseriaatetta eli varojen erilläänpidon periaatetta.<sup>211</sup> Periaatteen tarkoituksena on rahastosäästäjien etujen turvaaminen siten, että sijoitusrahastotoiminnassa estetään rahastoyhtiön ja sijoitusrahaston varojen sekaantuminen keskenään.<sup>212</sup> Sillä että varat säilytetään erillään rahastoyhtiön omaisuudesta, on tarkoitus taata sijoitusrahastotoiminnan turvallinen ja luotettava harjoittaminen.<sup>213</sup> Varojen erillään pitäminen turvaa rahastosäästäjiä ennen kaikkea tilanteissa, joissa rahastoyhtiö tulee maksukyvyttömäksi tai ajautuu konkurssiin.<sup>214</sup> Sijoitusrahaston varat tulee lain mukaan pitää erillään myös säilytysyhteisön omasta omaisuudesta sekä muiden asiakkaiden ja sijoitusrahastojen varallisuudesta. Säilytysyhteisön tulee myös säilyttää sijoitusrahaston varat luotettavalla tavalla. Varojen erillisyyttä kuvaa myös säännöksen vaatimus siitä, että sijoitusrahastolle kuuluvia varoja ei voida ulosmitata säilytysyhteisön velasta. Koska sijoitusrahastoon kuuluvat varat ovat siis erillisen säilytysyhteisön hallussa, tarvitaan säilytysyhteisön myötävaikutusta monessa rahaston varallisuuteen liittyvässä toimenpiteessä. Säilytysyhteisön säilytystehtävään kuuluu siten varojen jokapäiväinen hallinnointi. Tähän sisältyy muun muassa se, että säilytysyhteisön tulee huoleh-

---

<sup>209</sup> HE 32/2012, s. 299.

<sup>210</sup> Prop. 2002/03:150, s. 120.

<sup>211</sup> HE 202/1998, s. 48.

<sup>212</sup> HE 238/1986, s. 18.

<sup>213</sup> HE 238/1986, s. 7.

<sup>214</sup> CESR 09-781, s. 2.



tia rahastoon kuuluville arvopapereille kertyneistä osingoista tai koroista asiaankuuluvalla tavalla.<sup>215</sup>

*Toiseksi* säilytysyhteisön tehtäviin kuuluu noudattaa rahastoyhtiön antamia toimeksiantoja. Tällöin edellytyksenä kuitenkin on, että nämä toimeksiannot eivät ole lain, viranomaismääräysten tai rahaston sääntöjen vastaisia. Tämä tehtävä kattaa sen, että säilytysyhteisön tehtävänä on panna täytäntöön rahastoyhtiön tekemät sijoitusrahaston varoja koskevat sijoituspäätökset. Toisaalta tämä tehtävä pitää sisällään säilytysyhteisön velvollisuuden valvoa näiden toimeksiantojen asianmukaisuutta.<sup>216</sup>

Säilytysyhteisön velvollisuuksiin kuuluu *kolmanneksi* varmistua siitä, että rahasto-osuuksien arvonlaskenta suoritetaan lain, viranomaismääräysten sekä rahaston sääntöjen edellyttämällä tavalla. Rahasto-osuuksien arvonlaskenta tapahtuu pääsääntöisesti varojen markkina-arvojen perusteella. Silloin kun kyseistä arvoa ei ole saatavissa, tapahtuu varojen arvostaminen rahaston säännöissä tarkemmin määritellyllä tavalla. Rahastoyhtiön tuleekin selvittää säilytysyhteisölle kulloinkin voimassa olevat varojen arvostamista koskevat periaatteet. Säilytysyhteisön velvollisuutena on siten kiinnittää huomiota näiden säännösten asianmukaiseen toteuttamiseen. Yleensä rahasto-osuuksien arvot saadaan suoraan järjestelmistä ja säilytysyhteisön valvontavastuu kattaa lähinnä poikkeukselliset arvonmäärittämismenetelmät. Säilytysyhteisön on kuitenkin tullut varmistua myös arvon määrittämiseen normaalisti käytettävien järjestelmien asianmukaisesta toimivuudesta. Säilytysyhteisön tulee siis varmistua arvonlaskennan oikeellisuudesta, mutta sen tehtävänä ei ole huolehtia siitä.<sup>217</sup>

Säilytysyhteisön tehtäviin kuuluu *neljänneksi* myös varmistua siitä, että rahasto-osuuksien liikkeeseenlasku sekä niiden lunastaminen tapahtuvat lain ja sijoitusrahaston sääntöjen mukaisesti. Tässäkin säilytysyhteisön tulee siis varmistua toiminnan lain ja sääntöjen mukaisuudesta, eikä siis huolehtia siitä.<sup>218</sup> Lisäksi sen tulee *viidenneksi* huolehtia siitä, että sijoitusrahastossa olevia varoja koskeviin toimiin liittyvät vastikkeet suoritetaan yleisesti käytössä olevassa määrääjassa. Säilytysyhteisön tulee siten saamansa toimeksiannon perusteella panna täytäntöön sijoitusrahastoa koskevat sijoituspäätökset siltä osin kuin sen myötävaikutusta asiassa tarvitaan sen johdosta, että varat ovat säilytysyhteisön hallussa.<sup>219</sup> Säilytysyhteisön tehtävänä on siis huolehtia, että ostetut tai myydyt arvopaperit toimitetaan vastapuolelle. Sijoituspäätösten toimeenpanoon kuuluu myös sen varmistaminen, että tarvittavat maksusuoritukset pannaan täytäntöön tai vas-

---

<sup>215</sup> HE 202/1998, s. 48.

<sup>216</sup> HE 202/1998, s. 48.

<sup>217</sup> HE 202/1998, s. 49.

<sup>218</sup> HE 202/1998, s. 49.

<sup>219</sup> HE 202/1998, s. 49.

taanotetaan siinä valtiossa noudatettavan vakiintuneen käytännön mukaan, jossa kaupankäynti kulloinkin on tapahtunut.<sup>220</sup> *Kuudenneksi* säilytysyhteisön velvollisuuksiin kuuluu varmistua siitä, että sijoitusrahaston tuotot käytetään lain ja rahaston sääntöjen mukaisella tavalla.

Säilytysyhteisön säilytysyhteisötoiminta tarkoittaa siten varsinaisen varojen säilyttämisen lisäksi rahastoyhtiön toimintaan liittyviä valvontavelvollisuuksia. Säilytysyhteisön tehtävistä viisi viimeksi mainittua liittyvätkin juuri rahastoyhtiön toiminnan valvontaan. Säilytysyhteisön valvontavelvollisuudet eivät kuitenkaan ole yhtä selkeät kuin varojen säilyttämiseen liittyvät.<sup>221</sup> Vaikka säilytysyhteisön velvollisuutena on varmistua arvonlaskennan sekä liikkeeseenlaskujen ja lunastusten lain, viranomaismääräysten sekä sääntöjen mukaisuudesta, sen vastuulle ei kuitenkaan kuulu näistä tehtävistä huolehtiminen. Säilytysyhteisön ei myöskään voida katsoa olevan vastuussa toiminnan lopputuloksesta kaikkien tehtäviensä osalta. Säilytysyhteisölle onkin asetettu nimenomainen toimintavelvollisuus siltä osin kuin sen tehtävät liittyvät varojen säilyttämiseen, rahastoyhtiön antamien toimeksiantojen noudattamiseen sekä siitä huolehtimiseen, että rahaston varoja koskeviin toimiin liittyvät vastikkeet suoritetaan määräajassa. Vaikka säilytysyhteisölle kuuluu myös valvontatehtäviä, ei sille ole kuitenkaan ollut tarkoituksena säilyttää viranomaisille kuuluvia valvontavelvoitteita. Säilytysyhteisön tuleekin lähinnä varmistua siitä, että sijoitusrahastoa hallinnoivalla rahastoyhtiöllä on kohtuulliset edellytykset suoriutua varsinaisista tehtävistään. Tähän kuuluu varmistuminen siitä, että rahastoyhtiön toimintamenetelmät ovat asianmukaiset ja sen tekniset järjestelmät ovat riittävät. Säilytysyhteisön onkin siten valvottava, että rahastoyhtiöllä on käytössä riittävä sisäinen ohjeistus koskien sen keskeisiä toimintoja, kuten rahasto-osuuksien liikkeeseenlaskua ja lunastusta. Samoin kunkin keskeisen toiminnan varajärjestelyiden toimivuudesta tulee olla huolehdittu asianmukaisesti. Jos säilytysyhteisö havaitsee rahastoyhtiön toiminnassaan poikkeavan sijoitusrahastolain määräyksistä taikka viranomaisten antamista määräyksistä tai sijoitusrahaston sääntömääräyksistä, tulee sen huomauttaa asiasta rahastoyhtiölle.<sup>222</sup>

Jos säilytysyhteisö päättää, että se ei noudata rahastoyhtiön antamaa toimeksiantoa tai se havaitsee rahastoyhtiön toiminnassa jotain muuta huomautettavaa, eikä rahastoyhtiö peruuta päätöstään tai muuten muuta toimintatapaansa, tulee säilytysyhteisön tehdä asiasta ilmoitus Finanssivalvonnalle. Ilmoituksen tekemisellä on merkitystä myös säilytysyhteisön vastuun kannalta. Näin on siksi, että tekemällä ilmoituksen Finanssivalvonnalle vilpittömässä mielessä toimivan säilytysyhteisön on mahdollista vapautua omasta

---

<sup>220</sup> Harju – Syyrilä (2001), s. 101.

<sup>221</sup> Harju – Syyrilä (2001), s. 102.

<sup>222</sup> HE 202/1998, s. 49 – 50.

vastuustaan rahasto-osuudenomistajia tai kolmatta osapuolta kohtaan. Säilytisyhteisön tulisi reklamoida lähinnä sellaisista havainnoistaan, joista voi olla seurauksena taloudellista vahinkoa. Ilmoituksen johdosta säilytisyhteisö pystyy pidättäytymään myötävai-kuttamisesta rahastoyhtiön toimintaan siihen asti, kunnes valvontaviranomainen on eh-tinyt antaa asiassa ratkaisunsa.<sup>223</sup>

Säilytisyhteisön ilmoitusvelvollisuudet lisääntyivät sijoitusrahastodirektiivin uudis-tamisen yhteydessä. Uudistettu direktiivi sisältää säännökset ns. syöttörahas-tokohderahasto-rakenteesta. Sijoitusrahastolakiin lisättiin uusi 17 a luku vuonna 2011 näiden säännösten täytäntöön panemiseksi. Tämä rahastorakenne muodostuu siis kah-desta rahastosta. Syöttörahas-toksi kutsutaan sellaista rahastoa, jonka varoista vähintään 85 prosenttia sijoitetaan toisen rahaston tai yhteissijoitusyrityksen eli kohderahaston rahasto-osuuksiin. Syöttörahas-to saa siten poiketa rahastojen sijoitustoimintaa koskevis-ta rajoituksista tältä osin. Kohderahastolla puolestaan tarkoitetaan rahastoa, jonka osuu-denomistajien joukossa on vähintään yksi syöttörahas-to. Se ei lisäksi itse saa olla syöt-törahas-to eikä sen rahasto-osuuksia saa olla sijoitettuna syöttörahas-ton osuuksiin.<sup>224</sup>

Sijoitusrahastolain 115 h §:ssä edellytetään, että syöttörahas-ton ja kohderahaston säi-lytisyhteisöt tekevät keskenään sopimuksen tietojen vaihdosta kummallekin säilytisyh-teisölle kuuluvien velvollisuuksien täyttämiseksi. Vasta tämän sopimuksen voimaantu-lon jälkeen, syöttörahas-ton varoja voidaan alkaa sijoittaa kohderahaston osuuksiin. Vaikka sijoitusrahastolaissa on säädetty tietyistä salassapitovelvoitteista, saavat molem-pien rahastojen säilytisyhteisöt näiden säännösten estämättä käyttää saamiaan tietoja, mikäli tämä on tarpeen säilytisyhteisölle niille 17 a luvussa asetettujen velvoitteiden täyttämiseksi ja jos ne noudattavat tässä luvussa asetettuja vaatimuksia. Lisäksi rahasto-yhtiön on toimitettava sen hallinnoiman syöttörahas-ton säilytisyhteisölle kohderahastoa koskevat kaikki tiedot, joita syöttörahas-ton säilytisyhteisön velvollisuuksien hoitami-nen edellyttää.

Kohderahaston säilytisyhteisölle on myös asetettu ilmoitusvelvollisuus 115 h § 5 momentissa. Sen mukaan säilytisyhteisön tulee välittömästi ilmoittaa Finanssivalvon-nalle, syöttörahas-ton rahastoyhtiölle ja säilytisyhteisölle sekä syöttörahas-tona olevalle yhteissijoitusyritykselle ja sen säilytisyhteisölle, sellaisesta havaitsemastaan säännösten vastaisesta toiminnasta kohderahastossa, jolla katsotaan olevan kielteinen vaikutus syöt-törahas-tona olevaan rahastoon. Tämän velvollisuuden sisältöä sekä säilytisyhteisöjen solmiman sopimuksen tarkempaa sisältöä täsmennetään komission antamalla sulautu-misdirektiivillä (2010/44/EU). Finanssivalvonta on antanut asiasta tarkemmat määräyk-

---

<sup>223</sup> HE 202/1998, s. 50.

<sup>224</sup> HE 113/2011, s. 46.

set ja ohjeet vuonna 2011.<sup>225</sup> Niiden mukaan kohderahaston säilytysyhteisön ilmoitusvelvollisuus koskee siis sääntöjenvastaisuuksia, jotka säilytysyhteisö havaitsee sen hoidettaessa kansallisessa laissa määrättyjä tehtäviään ja joilla voi olla kielteinen vaikutus syöttörahastoon. Tällaisia tilanteita voivat olla ainakin kohderahastoon kuuluvien varojen nettoarvojen laskemisessa esiintyvät virheet. Kyse voi olla myös syöttörahaston suorittamaan kohderahaston osuuksien ostamiseen tai merkitsemiseen tai niiden takaisinostoa tai lunastusta koskevaan pyyntöön liittyvissä kaupoissa ja selvityksissä tapahtuvat virheellisyydet. Ilmoittaa tulee myös virheistä, jotka säilytysyhteisö havaitsee tapahtuvan kohderahastosta saatavien tulojen maksamisessa tai pääomituksessa taikka niihin liittyvien lähdeverojen maksamisessa. Säilytysyhteisö on velvollinen tekemään ilmoituksen myös silloin, kun se havaitsee kohderahaston säännöissä, perustamisasiakirjoissa, rahastoesitteessä taikka sijoittajille annettavassa avaintietoesitteessä ilmoitettujen sijoitustavoitteiden, sijoituspolitiikan tai sijoitusstrategian rikkomisia. Rikkomisen kohteena voivat olla myös kansallisessa laissa tai mainituissa asiakirjoissa sijoittamiselle ja lainanotolle asetetut rajat.<sup>226</sup>

Edellä mainittujen varsinaiseen säilytysyhteisötoimintaan liittyvien tehtävien lisäksi säilytysyhteisö voi sijoitusrahastolain 9 §:n 2 momentin mukaan toimiluvassa tarkemmin määritellyin edellytyksin harjoittaa myös muuta säilytysyhteisötoimintaan olennaisesti liittyvää toimintaa. Jos toimilupaa laajennetaan koskemaan muuta toimintaa, tulee kuitenkin huomiota kiinnittää siihen, että säilytysyhteisön on ennen kaikkea keskityttävä päätehtävänsä hoitamiseen. Toimialan laajennus ei saa myöskään johtaa mahdollisten eturistiriitojen syntymiseen.<sup>227</sup>

### 3.5 Säilytysyhteisö sijoitusrahaston hallinnon hoitajana

Säilytysyhteisön velvollisuuksiin kuuluu sijoitusrahastolain 118 §:n mukaan eräissä tilanteissa ryhtyä välittömästi hoitamaan sijoitusrahaston hallintoa. Näin on tilanteissa, joissa rahastoyhtiön toimilupa peruutetaan tai jos rahastoyhtiö asetetaan selvitystilaan taikka sen omaisuus luovutetaan konkurssiin tai jos yhtiö muuten lopettaa toimintansa. Tällöin sijoitusrahaston hallinnointi siirtyy automaattisesti säilytysyhteisön hoidettavaksi, ellei rahastoyhtiö ole itse ryhtynyt toimenpiteisiin sijoitusrahaston hallinnoinnin osalta. Säilytysyhteisön suorittaman rahaston hallinnoinnin on kuitenkin tarkoitus olla vain

<sup>225</sup> Finanssivalvonta Määräykset ja ohjeet 3/2011 Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen.

<sup>226</sup> Finanssivalvonta Määräykset ja ohjeet 3/2011 Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen, s. 44.

<sup>227</sup> HE 202/1998, s. 44.

tilapäistä.<sup>228</sup> Tarkoituksena on taata sijoitusrahaston mahdollisimman häiriötön toiminta sekä rahasto-osuudenomistajien edut.<sup>229</sup>

Säilytysyhteisön hoitaessa rahaston hallintoa sen oikeuksiin ja velvoitteisiin sijoitusrahastotoiminnan harjoittamisessa sovelletaan soveltuvin osin, mitä rahastoyhtiöstä on säädetty. Säännökset tulevat kuitenkin sovellettavaksi vain siltä osin kuin ne koskevat sijoitusrahastotoimintaa. Näin ollen sijoitusrahaston hallinnoinnilla ei ole vaikutuksia esimerkiksi säilytysyhteisön organisaatioon. Rahasto-osuudenomistajilla ei siten ole mahdollisuuksia saada omia edustajiaan valittua säilytysyhteisön hallintoelimiin. Muutoin säilytysyhteisön tulee noudattaa samoja sääntöjä kuin rahastoyhtiön sen hallinoidessa rahastoa. Sijoitusrahastolaissa on kuitenkin tältä osin säädetty tietyistä poikkeuksista.<sup>230</sup>

Säilytysyhteisö ei ensinnäkään saa käyttää rahastoon kuuluvien osakkeiden tuottamia äänioikeuksia. Tämän poikkeuksen taustalla on se, että rahasto-osuudenomistajilla ei ole edustusta säilytysyhteisössä. He eivät siten pääse vaikuttamaan rahastoa koskevaan päätöksentekoon sellaisissa tilanteissa, joissa osuudenomistajien vastustus johtaisi jonkin tehdyn päätöksen kumoamiseen. Näin ollen säilytysyhteisölle ei ole katsottu asianmukaiseksi antaa väliaikaiseksi tarkoitettun rahaston hallinnoinnin aikana oikeutta äänivalan käyttöön.<sup>231</sup> Säilytysyhteisön ei ole myöskään sallittua laskea liikkeeseen tai lunastaa sijoitusrahaston rahasto-osuuksia. Tämä kielto on voimassa toistaiseksi ja osuuksien liikkeeseenlasku ja lunastaminen keskeytyvät automaattisesti samalla hetkellä, kun sijoitusrahaston hallinnointi siirtyy säilytysyhteisön vastuulle. Tällä poikkeuksella halutaan turvata rahasto-osuudenomistajien etua. Pyrkimyksenä on ehkäistä esimerkiksi rahasto-osuudenomistajien yhdenvertaisuutta loukkaavaa keinottelua sekä rahasto-osuuksien arvonmenetyksiä.<sup>232</sup>

Säilytysyhteisön ei siis ole tarkoitus hoitaa sijoitusrahaston hallintoa muuta kuin väliaikaisesti. Säilytysyhteisön onkin viipymättä ryhdyttävä toimenpiteisiin rahaston jatkon selvittämiseksi ja hallinnointivaiheen päättämiseksi. Sijoitusrahastolaissa on mainittu kolme toimintavaihtoehtoa. Säilytysyhteisö voi ensinnäkin luovuttaa sijoitusrahaston hallinnon toiselle rahastoyhtiölle. Kysymykseen voi tulla myös sijoitusrahaston sulauttaminen. Jos sopivaa vastaanottajaa ei löydetä tai jos rahaston luovuttamiselle ei saada viranomaisen hyväksyntää, säilytysyhteisön tulee lakkauttaa rahasto. Sopivan jatkajan

---

<sup>228</sup> HE 59/1996, s. 70.

<sup>229</sup> HE 238/1986, s. 19.

<sup>230</sup> HE 59/1996, s. 70. Samoin HE 238/1986, s. 19 – 20.

<sup>231</sup> HE 238/1986, s. 20. Samoin HE 59/1996, s. 70 - 71.

<sup>232</sup> HE 238/1986, s. 20. Samoin HE 59/1996, s. 71.

tulisi nimittäin löytyä kohtuullisen ajan kuluessa. Tämän ajan pituutta arvioitaessa tulee ottaa huomioon rahasto-osuudenomistajien edut.<sup>233</sup>

Jos ainoaksi vaihtoehdoksi jää sijoitusrahaston lakkauttaminen, tulee tämän tapahtua tiettyä sijoitusrahastolain 119 §:ssä säädettyä menettelyä noudattaen. Lakkauttamispäätöksestä on tehtävä viipymättä ilmoitus Finanssivalvonnalle. Päätöksestä tulee myös ilmoittaa kirjallisesti kaikille osuudenomistajille ja tämän lisäksi asiasta on julkaistava ilmoitus vähintään yhdessä valtakunnallisessa sanomalehdessä. Ilmoitustekstissä tulee mainita, milloin ja millä tavoin rahasto-osuudenomistajien on mahdollista nostaa varat. Rahastoyhtiön suorittaessa sijoitusrahaston lakkaamiseen johtavat toimenpiteet, tulee sen määrätä rahasto-osuuksien liikkeeseenlasku ja lunastaminen välittömästi keskeytettäväksi. Säilytysyhteisön hallinnon aikana osuuksien liikkeeseenlasku- ja lunastuskielto on kuitenkin jo suoraan lain nojalla voimassa. Näin ollen säilytysyhteisön tuleekin suoraan muuttaa sijoitusrahaston varat rahaksi. Tämän jälkeen sen tulee maksaa rahaston velat tai erottaa tarvittavat varat niiden maksamiseksi. Jäljelle jääneet varat jaetaan osuudenomistajille heidän osuuksiensa määrän mukaisessa suhteessa. Säilytysyhteisön tulee myös laatia lopputilitys, joka annetaan tiedoksi osuudenomistajille sekä Finanssivalvonnalle. Kun rahaston varat on jaettu ja sijoitusrahaston toiminta lakannut, säilytysyhteisön tulee ilmoittaa myös tästä viipymättä Finanssivalvonnalle.

### **3.6 Säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön välinen suhde**

Rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön tulee sijoitusrahastolain 34 §:n mukaan sopia kirjallisesti yksittäisen sijoitusrahaston varojen säilyttämisestä. Rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön suhteiden järjestämisen kirjallisella sopimuksella on katsottu tärkeäksi rahasto-osuudenomistajien etujen turvaamisen kannalta.<sup>234</sup> Sopimuksen sisällön osalta sijoitusrahastolaissa on vain todettu, että säilytysyhteisösopimuksessa tulee olla sovittu varojen säilyttämisestä sekä siihen liittyvistä muista lain 31 §:n 1 momentissa tarkoitetuista tehtävistä. Siinä on oltava myös määräykset säilytysyhteisön vaihtamisesta. Muutoin sopimuksen sisältö vaihtelee aina kunkin rahastotyypin mukaisesti. Sopimuksen keskeisenä tarkoituksena on luoda puitteet sille, että olennaisten tietojen vaihtaminen säilytysyhteisön ja rahastoyhtiön välillä on mahdollisimman vaivatonta ja oikea-aikaista. Tämä on tärkeää, jotta säilytysyhteisö pystyy asianmukaisesti hoitamaan sille kuuluvat velvollisuudet. Rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön välinen suhde tulee sopimuksella järjestää siis sellaiseksi, että rahastolle kuuluvat varat tosiasiaassa ovat säilytysyhteisön hallussa. Li-

---

<sup>233</sup> HE 238/1986, s. 20. HE 59/1996, s. 71.

<sup>234</sup> HE 238/1986, s. 18.

säksi varojen erillisyyden periaatteen tulee toteutua siten, että rahastoyhtiön ei ole mahdollista käyttää rahaston varoja ilman säilytisyhteisön myötävaikutusta. Sopimuksessa tulee olla sovittu menettelytavoista myös niiden tilanteiden varalta, että rahaston varoja sijoitetaan ulkomaille.<sup>235</sup>

Sijoitusrahastolaissa edellytettiin aikaisemmin, että säilytisyhteisösopimukselle ja sen muutoksille tuli hakea viranomaisten hyväksyntä.<sup>236</sup> Nykyisin riittää, että rahastoyhtiö toimittaa säilytys sopimuksen ja siihen tehdyt muutokset välittömästi tiedoksi Finanssivalvonnalle. Viranomaisvalvonnasta katsottiin tältä osin voitavan luopua, sillä säilytisyhteisölle kuuluvat tehtävät ja vastuu ilmenevät lainsäädännöstä. Rahastoyhtiöllä ja säilytisyhteisöllä ei ole mahdollisuutta keskinäisellä sopimuksellaan poiketa niistä. Sopimuksen viranomaisvahvistamisen katsottiin näin ollen olevan vailla lisäarvoa oleva hakemusprosessi. Rahaston säilytisyhteisön valinta tulee nimittäin osaltaan vahvistetuksi samalla, kun rahaston säännöt vahvistetaan. Lisäksi saatuaan tiedon sopimuksen sisällöstä, Finanssivalvonnalla on mahdollisuus tarvittaessa reagoida siinä oleviin puutteisiin suorittaessaan jatkuvaan valvontaan liittyviä tehtäviään.<sup>237</sup> Valvovan viranomaisen lisäksi rahastoyhtiön tulee pyydettyä esittää osuudenomistajalle tai sellaiseksi haluavalle säilytisyhteisösopimus tai sen kopio.

Ruotsissa rahastoyhtiön ja säilytisyhteisön välinen sopimussuhde on tulkittu toimeksiantosuhteeksi. Näin on siksi, että säilytisyhteisö hoitaa sopimuksen perusteella tiettyä tehtävää korvausta vastaan. Asiaan ei vaikuta se, että korvaus maksetaan viime kädessä rahaston varoista.<sup>238</sup> Myös Suomessa on muun muassa arvopapereiden hoito- ja säilytyspalvelut katsottu kuuluvan ns. yritystoimeksiantojen piiriin.<sup>239</sup> Suomessa suhteen luonnetta ei kuitenkaan ole tarkemmin eritelty sijoitusrahastolaissa tai sen esitöissä. Ruotsissa säilytisyhteisön ja rahastoyhtiön välistä suhdetta on tulkittu siten, että tähän toimeksiantosuhteeseen soveltuisivat ne yleiset säännökset, joita noudatetaan silloin, kun joku asiamiehenä hoitaa tehtävää toisen puolesta. Tämän mukaisesti asiamiehenä toimivan osapuolen tulisi toimia toimeksiantajaansa kohtaan lojaalisti. Säilytisyhteisöltä edellytetään kuitenkin sijoitusrahastotoimintaa koskevassa lainsäädännössä, että se toimii rahastoyhtiöstä riippumatta ja ainoastaan rahasto-osuudenomistajien yhteisiä etuja silmällä pitäen.<sup>240</sup>

---

<sup>235</sup> HE 202/1998, s. 51.

<sup>236</sup> HE 238/1986, s. 18.

<sup>237</sup> HE 110/2003, s. 34 – 35.

<sup>238</sup> SOU 2002:104, s. 45.

<sup>239</sup> Halila – Hemmo (2008), s. 137.

<sup>240</sup> SOU 2002:104, s. 46.

Sijoitusrahastolaki siis edellyttää säilytysyhteisön hoitavan tehtävänsä itsenäisesti osuudenomistajien eduksi. Säännös perustuu sijoitusrahastodirektiivin 25 artiklaan. Sen mukaan sama yhtiö ei myöskään voi toimia sekä rahastoyhtiönä että säilytysyhteisönä. Vuoden 1985 sijoitusrahastodirektiiviä säädettäessä pohdittiinkin, tulisiko rahasto- ja säilytysyhteisöltä edellyttää sekä oikeudellista että taloudellista erillisyyttä toisistaan. Niille kuuluvat tehtäväthän ovat aivan erilaiset. Rahastoyhtiölle kuuluu sijoitusrahaston hallinnosta huolehtiminen ja säilytysyhteisön taas tulee huolehtia rahaston varallisuuden pitämisestä turvallisesti säilytettynä sekä huolehtia siitä, että rahastoyhtiön toiminta on lainmukaista. Näin ollen pohdittiin, olisiko tarpeen vaatia, ettei näillä yhteisöillä saisi olla yhteistä johtoa tai hallintoa taikka yhteistä suoraa tai epäsuoraa omistusta tai muuta yhteistä taloudellista intressiä. Jos nimittäin rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö ovat osa samaa konsernia, ei voida sanoa, että ne ovat toisistaan täysin erillisiä toimijoita. Direktiiviin tuli kuitenkin vaatimukseksi ainoastaan yhteisöjen juridinen erillisuus. Direktiiviin katsottiin kuitenkin tarkoituksenmukaiseksi ottaa vaatimukset siitä, että suorittaessaan niille kuuluvia velvoitteitaan rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön tulee toimia itsenäisesti ja vain osuudenomistajien edut huomioon ottaen.<sup>241</sup> Rahastoyhtiö ja säilytysyhteisö voivat siten kuitenkin kuulua samaan konserniin. Näin ollen rahastoyhtiö voi käyttää säilytysyhteisönä esimerkiksi omaa emoyhtiötään. Jotta konsernisuhteet eivät vaikuttaisi säilytysyhteisön velvollisuuksien toteuttamiseen, on sijoitusrahastolaissa haluttu direktiivin tavoin korostaa sitä seikkaa, että säilytysyhteisön velvollisuutena on toimia rahasto-osuudenomistajien eduksi riippumatta muista liiketoimintaintresseistään.<sup>242</sup> Ruotsin valvontaviranomainen on kuitenkin toiminnassaan havainnut, että säilytysyhteisöt eivät välttämättä valvo samaan konserniin kuuluvia rahastoyhtiöitä riittävän huolellisesti. Finansinspektionen (FI) suoritti vuonna 2009 tarkastuksia ruotsalaisissa säilytysyhteisöissä. Tuolloin kävi ilmi, että säilytysyhteisöt näkivät oman valvontaroolinsa hyvin eri tavoin. Samoin olennaisia eroavaisuuksia ilmeni sen suhteen, millaisia valvontatoimepiteitä yhteisöt suorittivat ja miten toimintojen harjoittaminen oli järjestetty. Lisäksi säilytysyhteisöjen resurssien todettiin olevan yllättävän vähäisiä sekä henkilöstön että erilais-ten järjestelmien osalta. Finansinspektionen kiinnitti siis huomiota siihen, että konsernisuhteet saattavat olennaisesti häiritä säilytysyhteisön tehtävien itsenäistä ja rahastosi-joittajien etujen mukaista suorittamista. Säilytysyhteisöt saattoivat esimerkiksi kohdella konsernin sisäisiä rahastoja eri tavoin kuin sen ulkopuolisia rahastoja. Samaan konserniin kuuluvia rahastoja valvottiin siis paljon lievemmin kuin ulkopuolisia ja muutenkin

---

<sup>241</sup> Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, Commission of the European Communities, s. 29 – 30.

<sup>242</sup> HE 309/1992, s. 24.



suoritetut kontrollitoimenpiteet olivat ns. omien rahastojen osalta riittämättömiä. Tarkastukset johtivat kolmen suurpankin kohdalla sanktitoimenpiteisiin säilytysyhteisölle kuuluvien velvoitteiden puutteellisen hoitamisen johdosta.<sup>243</sup>

Rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön sidonnaisuudet voivat syntyä myös sen johdosta, että rahastoyhtiö käyttää sijoitusrahastolain 26 §:n mukaista oikeuttaan harjoittaa liiketoimintaansa asiamiehen välityksellä tai jos se muutoin ulkoistaa liiketoimintansa kanalta merkittäviä toimintojaan. Toimintojen ulkoistamista on kuitenkin rajoitettu siltä osin, että sijoitusrahaston hallinnointiin liittyvien tehtävien hoitamisessa ei saa käyttää asiamiehenä sijoitusrahaston säilytysyhteisöä eikä muutakaan yhteisöä, jonka edut voivat olla ristiriidassa rahastoyhtiön tai rahastosijoittajien kanssa. Lisäksi on huomioitava, että 26 b §:n mukaan siltä osin kuin ulkoistamisessa on kyse rahaston hallinnointiin liittyvistä tehtävistä ja toisaalta säilytysyhteisön 31 §:n 1 momentin mukaisista tehtävistä, rahastoyhtiön tai sen asiamiehen ja sen hallinnoiman sijoitusrahaston varojen säilyttämisestä vastaavan säilytysyhteisön palveluksessa ei saa olla samoja henkilöitä. Monet rahastoyhtiöt ovat esimerkiksi ulkoistaneet rahastojen sijoitustoiminnan harjoittamisen sijoituspalveluyrityksen tai luottolaitoksen hoidettavaksi. Ulkoistamista koskevilla rajoituksilla halutaan siten turvata, että rahastojen sijoitustoiminnan hoitaminen säilyy riippumattomana säilytysyhteisöstä, jonka velvollisuutena on valvoa sijoitusrahastotoimintaa.<sup>244</sup> Sen sijaan täysin teknisten palveluiden, kuten kirjanpito- ja atk-järjestelmiä koskevien palveluiden tarjoamisen ei voida katsoa vaarantavan säilytysyhteisön asemaa rahastoyhtiön toiminnan valvojana. Keskeistä on kuitenkin sen varmistaminen, ettei säilytysyhteisön rahastoyhtiölle tarjoamat palvelut muodosta olennaista osaa säilytysyhteisön liiketoiminnasta.<sup>245</sup>

### 3.7 Alisäilytys

Sijoitusrahastodirektiivin 22 artiklan mukaan sijoitusrahaston varat on annettava säilytysyhteisön säilytettäväksi. Samaisen artiklan 2 kohdassa ei varsinaisesti mainita säilytysyhteisön mahdollisuudesta antaa sijoitusrahaston varoja toisen säilytysyhteisön huolehdittavaksi. Tästä huolimatta on kuitenkin katsottu, että tämä ei tarkoita sitä, että säilytysyhteisön tulisi huolehtia kaikkien rahaston varojen säilyttämisestä itse. Säilytysyhteisölle on siten annettu mahdollisuus antaa osa tai kaikki rahastolle kuuluvat varat

---

<sup>243</sup> Tillsynsrapport 2011, s. 24 – 25.

<sup>244</sup> HE 110/2003, s. 31.

<sup>245</sup> HE 202/1998, s. 48.

kolmannen osapuolen säilytettäväksi.<sup>246</sup> Direktiivissä todetaan tämän ns. alisäilyttämisen osalta, että säilytysyhteisön vastuuta sen säilytettäväksi annetuista varoista ei rajoiteta seikka, että se on antanut säilytettävänä olevat varat kokonaan tai osittain kolmannen tahon haltuun. Direktiivin mukaisesti sijoitusrahastolakiin on otettu säännös (33.2 §), joka mahdollistaa sen, että säilytysyhteisö voi käyttää tehtäviensä hoitamisessa apuna toisia yhteisöjä. Näiden tulee olla säilytyspalvelutehtäviin erikoistuneita Finanssivalvonnan tai sitä vastaavan ulkomaisen viranomaisen valvonnan alaisia yhteisöjä. Muuten sijoitusrahastolaissa ei ole täsmennetty, millä edellytyksillä sijoitusrahaston varoja voidaan antaa alisäilyttäjän säilytettäväksi.

Sijoitusrahastolaissa ei siis ole täsmennetty, tulisiko alisäilyttäjän käyttämiselle olla jokin perusteltu syy. Lain esitöissä todetaan ainoastaan, että pääsääntöisesti tarvetta apusäilyttäjän käyttämiseen ilmenee tilanteissa, joissa sijoitusrahaston varoja sijoitetaan ulkomaisille markkinoille. Kuitenkin myös kotimaisen apusäilyttäjän käyttäminen on siis lain mukaan sallittua. Kotimaisen apusäilyttäjän käyttäminen voi olla tarpeen esimerkiksi tilanteissa, joissa pääsäilytysyhteisö pystyy hyödyntämään kotimaisen yhteistyökumppaninsa ulkomaisia apusäilytysverkostoja sen sijaan, että se itse ryhtyisi luomaan niitä.<sup>247</sup> Säilytysyhteisöt voivat olla kooltaan ja säilytysvolyymiltään pieniä ja siten ne yksinään toimiessaan olisivat varsin heikoissa neuvotteluasemissa suhteessa ulkomaisiin apusäilyttäjiin.<sup>248</sup> Rahastoyhtiön asiana on kuitenkin aina päättää siitä, millä markkinoilla sijoitusrahaston varoja on sijoitettuna. Rahastoyhtiön tulee myös olla selvillä kohdevaltioiden lainsäädännöstä ja siitä mahdollisesti aiheutuvista riskeistä rahaston varojen kannalta.<sup>249</sup>

Myös ruotsalaisessa sijoitusrahastolaissa<sup>250</sup> on sallittu säilytysyhteisöjen käyttää ulkomaista säilytysyhteisöä. Ruotsin lain mukaan tilanteissa, joissa sijoitusrahastoon kuuluu ulkomaisia rahoitusvälineitä, säilytysyhteisö voi antaa niiden säilyttämisen sopivaksi katsomansa ulkomaisen säilytysyhteisön tehtäväksi. Tämä toimeksianto ei kuitenkaan rajoita säilytysyhteisön vastuuta. Ruotsissa tätä säännöstä on kuitenkin tulkittu tiukasti siten, että kyseinen säännös ei mahdollista säilytysyhteisölle kuuluvien tehtävien dele-

---

<sup>246</sup> Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, Commission of the European Communities, s. 24.

<sup>247</sup> HE 202/1998, s. 50.

<sup>248</sup> Harju - Syyrilä (2001), s. 106.

<sup>249</sup> HE 202/1998, s. 51.

<sup>250</sup> Lag om investeringsfonder (2004:46) 3 kap. 2 §.

goimista toiselle ruotsalaiselle yhteisölle.<sup>251</sup> Tältä osin säännös on alisäilytyksen osalta tiukempi kuin suomalainen säännös tai sijoitusrahastodirektiivin säännös.

Apusäilyttäjän käyttäminen voi olla tarpeen myös esimerkiksi arvo-osuusmuotoisten arvopapereiden säilyttämiseksi. Sen sijaan apusäilyttämiseksi ei katsota sellaista tilannetta, jossa sijoitusrahastolle kuuluvia käteisvaroja on talletettu muun kuin rahaston säilytisyhteisönä toimivan luottolaitoksen tilille. Esimerkiksi sijoitusrahastolain nojalla toimiluvan saaneet säilytisyhteisöt eivät ole oikeutettuja ottamaan vastaan talletuksia. Käytännössä kuitenkin päätöksen tiliasiassa ja siitä minkä yhteisön tiliä kulloinkin käytetään tekee rahastoyhtiö.<sup>252</sup> Ruotsalainen sääntely on myös tältä osin suomalaista tiukempaa. Säilytisyhteisön mahdollisuus antaa likvidejä varoja säilytettäväksi toisessa pankissa olevalla tilillä on tulkittu säilytisyhteisön tehtävien delegeomiseksi toiselle toimijalle. Näin ollen tilin avaamisen toisessa yhteisössä ei katsota olevan mahdollista, sillä lain on tulkittu kieltävän tehtävien delegeomisen kotimaiselle toimijalle.<sup>253</sup>

Sijoitusrahastolaissa ei ole tarkennettu sitä, miten säilytisyhteisön tulisi menetellä apusäilyttäjää valitessaan. Ulkomaisen apusäilyttäjän osalta esitöissä on todettu ainoastaan, että säilytisyhteisön tulee valita asianmukainen alisäilyttäjä.<sup>254</sup> Apusäilyttäjän valintaan liittyviin kysymyksiin on mahdollista hakea tulkinta-apua eräistä muista säännöksistä.<sup>255</sup> Esimerkiksi sijoitusrahastolain 26 a §:ssä säädetään yleisistä edellytyksistä, jotka koskevat rahastoyhtiön toimintojen ulkoistamista. Niiden mukaan ulkoistaminen olisi sallittua ainoastaan silloin, kun siitä ei ole haittaa rahastoyhtiön riskien hallinnalle tai sisäiselle valvonnalle. Ulkoistaminen ei lisäksi saa muuten merkittävästi haitata yhtiön liiketoiminnan hoitamista. Tämän mukaisesti rahastoyhtiön on varmistuttava siitä, että toiminnon suorittaja noudattaa toiminnassaan sille ulkoistetun toiminnan kannalta merkityksellisiä säännöksiä.<sup>256</sup> Lisäksi 26 b §:stä ilmenevien periaatteiden mukaan toimintojen suorittamisessa käytettävällä yhteisöllä tulee olla siirrettävät tehtävät huomioon ottaen riittävä ammattitaito niistä suoriutumiseksi. Lisäksi yhteisön tulee olla asianmukainen toimilupa tai sen on tullut asianmukaisesti rekisteröityä. Yhteisön tulee myös olla toiminnan vakautta koskevan valvonnan alainen. Näiden edellytysten lisäksi tulee huolehtia siitä, että toimeksiannon kestäessä ulkoistajalla on mahdollisuus antaa lisäohjeita tehtävän suorittamisesta ja tarvittaessa purkaa sopimus välittömästi, mikäli

---

<sup>251</sup> SOU 2002:104, s. 47.

<sup>252</sup> HE 202/1998, s. 50 – 51.

<sup>253</sup> SOU 2002:104, s. 48.

<sup>254</sup> HE 202/1998, s. 51.

<sup>255</sup> Sijoitusrahastolakia vastaavia periaatteita löytyy myös esimerkiksi luottolaitoksia ja sijoituspalveluyrityksiä koskevista säännöksistä.

<sup>256</sup> HE 110/2003, s. 29 – 30.

rahastosijoittajien etu tätä vaatii. Näin voi olla esimerkiksi tilanteissa, joissa toimeksisaaja jatkuvasti menettelee sijoitusrahaston sääntöjen tai rahastoyhtiön antamien ohjeiden vastaisesti.<sup>257</sup>

Myös sijoitusrahastolain 57 c §:tä voi olla apua alisäilyttäjän valinnan kannalta. Kyseinen säännös liittyy rahastoyhtiön ja rahasto-osuuden hoitajan välisen sopimuksen solmimiseen. Siitä ilmenevien periaatteiden mukaan sopimus voidaan tehdä vain sellaisen osapuolen kanssa, joka on luotettava, hyvämaineinen ja toiminnassaan ammattitaitoinen. Yleensä nämä edellytykset täyttäväksi yhteisöiksi katsotaan ETA-valtiossa toimiluvan saaneet ja valvonnan alaiset luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset ja arvopaperikeskukset, mikäli ei ole olemassa perusteita varmistua näiden vaatimusten täyttymisestä.<sup>258</sup> Voidaan katsoa, että nämä yhteisöt soveltuvat myös alisäilyttäjiksi. Näin on ainakin silloin, jos niiden toimiluvat kattavat myös säilytysyhteisötehtävien hoitamisen.<sup>259</sup> Tulkinta-apua voidaan hakea myös niiden säännösten ilmentämistä periaatteista, jotka liittyvät sijoituspalveluyrityksen asiakasvarojen säilyttämiseen ulkopuolisen tahon toimesta. Näiden säännösten ilmentämien yleisten periaatteiden mukaan säilyttäjän valinnan tulee tapahtua riittävää huolellisuutta noudattaen. Ulkopuolisen säilyttäjän tulisi olla viranomaisvalvonnan alainen yhteisö. Lisäksi varojen siirtäjän tulee riittävällä tavalla varmistua, että varoja säilytetään erillään muiden varoista. Tämän mukaisesti ei saa olla olemassa vaaraa varojen sekoittumisesta toisille kuuluviin varoihin. Ulkopuolisen tahon toiminnan asianmukaisuutta on lisäksi seurattava säännöllisesti.<sup>260</sup>

Finanssivalvonta on myös antanut määräyksiä ja ohjeita toimintojen ulkoistamisesta. Näitä sovelletaan muun muassa Finanssivalvonnan valvottavina oleviin luottolaitoksiin, sijoituspalveluyrityksiin sekä rahastoyhtiöihin. Myös muiden rahoitussektorilla toimivien Finanssivalvonnan valvottaviin kuuluvien yhteisön tulisi suositusluonteisesti soveltaa annettuja periaatteita ja ohjeita liittyen ulkoistamisen edellytyksiin, riskien hallintaan, toimiluvan alaisen toiminnan ulkoistamiseen sekä ulkoistamista koskevaan sopimukseen. Määräyksissä ja ohjeissa ulkoistamisella tarkoitetaan valvottavan toimintaan liittyvää järjestelyä, jonka perusteella muu palveluntarjoaja tuottaa palvelun tai toiminnon, jonka valvottava yhteisö muuten olisi itse suorittanut.<sup>261</sup> Näistä määräyksistä ja ohjeista voidaan saada tulkinta-apua myös sen arviointiin, miten säilytysyhteisön tulisi menetellä antaessaan säilytettävään olevat sijoitusrahaston varat joko osittain tai kokonaan toisen säilytysyhteisön säilytettäväksi. Tästä ohjeesta ilmenevien periaatteiden mukaan

---

<sup>257</sup> HE 110/2003, s. 31.

<sup>258</sup> HE 287/2009, s. 31.

<sup>259</sup> HE 110/2003, s. 31.

<sup>260</sup> HE 43/2007, s. 100 – 101.

<sup>261</sup> Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 1/2012 Ulkoistaminen, s. 4.

toimintaa ulkoistettaessa on esimerkiksi huolehdittava siitä, että ulkoistettua toimintaa hoitavalla taholla on riittävät resurssit ja ammattitaito toimintojen hoitamiseksi. Samoin tulee varmistua sen asiantuntemuksesta sekä taloudellisesta toimintakyvystä. Toimintojaan ulkoistavan yhteisön käytettävissä tulee lisäksi olla menettelyt, joiden avulla se pystyy arvioimaan ulkoistamaansa toimintaa hoitavan tahon suoriutumista tehtävistään.<sup>262</sup> Myös säilytysyhteisöltä voidaan edellyttää näiden seikkojen ottamista huomioon alisäilytystilanteissa.

Säilytysyhteisön velvollisuutena on toimia rahastoyhtiöstä riippumattomasti ja ennen kaikkea vain rahastosijoittajien yhteisen edun mukaisesti. Tämän johdosta toimintojen siirtäminen toisen yhteisön hoidettavaksi, ei saa merkitä rahastosijoittajien kannalta riskien lisääntymistä.<sup>263</sup> Tehtävien ulkoistamisen yhteydessä onkin siten keskeisessä asemassa siihen liittyvien riskitekijöiden arvioiminen. Esimerkiksi yhteisöjen strategioiden ja toimintatapojen ei tulisi olla ristiriidassa keskenään. Samoin riskejä voi liittyä esimerkiksi siihen, että ulkopuolisen tahon palveluiden laatu ei vastaa yhteisön asettamia vaatimuksia. Myös esimerkiksi siihen tulee kiinnittää huomiota, noudattaako ulkopuolinen taho toimintaansa koskevia sitovia säännöksiä tai markkinoilla noudatettuja menettelytapoja. Riskien hallintaan liittyvien kysymysten tulisi erityisesti olla huomion kohteena silloin, jos ulkopuolisella toimijalla on mahdollisuus siirtää sille annetut toiminnot kolmannen osapuolen hoidettavaksi.<sup>264</sup>

Sijoitusrahastolain esitöistä käy ilmi, että säilytystoimintojen siirrosta on tehtävä sopimus. Alisäilytys sopimuksessa pääsäilyttäjän tulee riittävällä tavalla huolehtia siitä, että se kykenee aina täyttämään omat velvoitteensa.<sup>265</sup> Alisäilytys sopimusta voidaan verrata alihankintasopimukseen. On katsottu, että tällaista sopimusta voidaan luonnehtia toimeksiantosopimukseksi. Näin on siksi, että tehtävän suorittajana on itsenäinen liikeyritys, jolla on viime kädessä valta päättää oman toimintansa organisoimisesta sen hoitaessa saamaansa tehtävää toimeksiantajan lukuun.<sup>266</sup> Finanssivalvonnan ohjeista on löydettävissä huomioon otettavia näkökohtia myös alisäilytys sopimuksen sisällön osalta. Sopimusehdoissa on tarkoituksenmukaista huomioida esimerkiksi se, että ulkoistettua toimintaa hoitava yhteisö on velvollinen ilmoittamaan pääsäilyttäjälle merkittävistä muutoksista, jotka voivat vaikuttaa niiden väliseen sopimussuhteeseen. Sama koskee myös sopimusosapuolen velvollisuutta ilmoittaa, mikäli siirretyn toiminnan hoitamisessa ilmenee merkittäviä häiriöitä. Erityisen keskeistä on myös sen seikan kattaminen so-

---

<sup>262</sup> Fivan määräykset ja ohjeet 1/2012 Ulkoistaminen, s. 10.

<sup>263</sup> Finansinspektionen: Förvaringinstitut och delegering, s. 2.

<sup>264</sup> Fivan määräykset ja ohjeet 1/2012, s. 14.

<sup>265</sup> HE 202/1998, s. 51.

<sup>266</sup> Kiiha (2002), s. 119.

pimusehdoin, jos toimintaa hoitavalla yhteisöllä on mahdollisuus siirtää sopimukseen alaan kuuluvaa toimintaa edelleen kolmannelle osapuolelle ja onko yhteisön saatava tähän suostumus.<sup>267</sup>

Alisäilytyksen osalta on huomioitava myös se seikka, että säilytystoimintojen siirtäminen pois pääsäilyttäjältä ei välttämättä jääkään ainoaksi toimintojen siirroksi. Sijoitusrahastotoiminnassa alisäilytysketjut tai –verkot ovat nimittäin varsin tavallisia. Sijoitusrahastodirektiivin 23 artiklan 1 kohdan mukaan säilytisyhteisön sääntömääräisen kotipaikan on oltava yhteissijoitusyrityksen kotijäsenvaltiossa tai vaihtoehtoisesti sen tulee olla sijoittautunut tähän jäsenvaltioon. Tämä direktiivin säännös edellyttää siten, että säilytisyhteisön tulee sijaita ETA-alueella.<sup>268</sup> Säilytisyhteisöjen sallitaan kuitenkin käyttää toiminnassaan apusäilyttäjiä. Näin ollen sijoitusrahaston varat voivat kuitenkin olla säilytettävänä ETA-alueen ulkopuolella sijaitsevilla sivuliikkeillä.<sup>269</sup> Myös näillä alisäilytisyhteisöinä toimivilla säilytisyhteisöillä on omalta osaltaan mahdollisuus käyttää alisäilyttäjien palveluksia omia velvoitteitaan täyttäessään.<sup>270</sup> Ulkoistettaessa toimintoja Suomen ja ETA-alueen ulkopuolelle tuleekin erityistä huomiota kiinnittää esimerkiksi lainsäädännön tulkintaan ja soveltamiseen liittyviin epävarmuustekijöihin.<sup>271</sup> Erityisesti näissä alisäilytysketjuissa pääsäilyttäjänä ja siten vastuullisena osapuolena olevan säilytisyhteisön kannattaa varmistaa omaa asemaansa sopimusehdoin, jotta se pystyy paremmin hallitsemaan riskejä, joita liittyy siihen, että sijoitusrahaston varat kulkeutuvat alisäilytysketjussa kauemmas pääsäilyttäjältä.

Alisäilyttäjän käyttämisestä päättää siis säilytisyhteisö itse. Näin ollen säilytisyhteisön velvollisuutena on huolehtia siitä, että alisäilyttäjä täyttää laissa asetetut vaatimukset ja että sijoitusrahaston varojen säilyttäminen muutenkin tapahtuu luotettavalla tavalla. Pääsäilyttäjän tulee huolehtia myös siitä, ettei tehtävien siirtäminen alisäilyttäjälle vaaranna säilytisyhteisölle kuuluvien valvontavelvoitteiden suorittamista.<sup>272</sup> Muutenkin voidaan edellyttää, että toiminnan ulkoistanut pääsäilyttäjä seuraa ja arvioi jatkuvasti alisäilyttäjän suoriutumista tehtävistään. Pääsäilyttäjän tulee lisäksi huolehtia siitä, että alisäilyttämiseen liittyviä riskejä arvioidaan säännöllisesti.<sup>273</sup>

---

<sup>267</sup> Fivan määräykset ja ohjeet 1/2012, s. 18.

<sup>268</sup> Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, Commission of the European Communities, s. 27.

<sup>269</sup> SOU 2002:56, s. 185.

<sup>270</sup> SOU 2002:104, s. 70.

<sup>271</sup> Nousiainen – Sundberg (2009), s. 218.

<sup>272</sup> SOU 2002:104, s. 71.

<sup>273</sup> Nousiainen – Sundberg (2009), s. 219.

## 4 SÄILYTYSYHTEISÖN KORVAUSVASTUU

### 4.1 Lähtökohtia vahingonkorvausvastuun tarkasteluun

Vahingonkorvausoikeudessa on lähtökohtana korvauksettomuuden periaate.<sup>274</sup> Tämän mukaisesti vahingosta on mahdollista saada korvausta vain tilanteissa, joissa on olemassa jokin peruste vahingon korvaamiseen. Vahingonkorvaussäännökset voivat muodostaa tällaisen perusteen. Muussa tapauksessa vahinko jää vahinkoa kärsineen osapuolen itsensä maksettavaksi.<sup>275</sup> Korvaussäännösten tarkoituksena on perinteisesti nähty olevan niiden preventiivinen ja reparatiivinen vaikutus. Preventiivisellä eli vahinkoja ennalta ehkäisevällä vaikutuksella on arveltu olevan merkitystä sekä yksittäisten henkilöiden kohdalla että yleisemminkin yhteiskunnallisen moraalin säilymisen näkökulmasta. Eri-tyispreventiivinen vaikutus perustuu siihen, että yksittäiset henkilöt pidättäytyvät aiheuttamasta vahinkoja toisille sen johdosta, että he pelkäävät korvausvastuun syntymisen uhkaa. Jos taas korvaussäännösten olemassaolon johdosta vahinkojen aiheuttamista pidetään yleisesti paheksuttavana käyttäytymisenä, on kyse säännösten mahdollisesta yleispreventiivisestä vaikutuksesta. Reparatiivinen eli korjaava vaikutus taas perustuu siihen, että henkilöä hyvitetään hänelle aiheutuneen vahingollisen tapahtuman johdosta. Tilannetta pyritään siten korjaamaan sillä, että todellisen sattuneen vahingon johdosta joku tuomitaan säännösten nojalla korvausvelvolliseksi ja tuomion täytäntöönpanon seurauksena vahingonkorvausta todella myös maksetaan toiselle osapuolelle.<sup>276</sup> Korvausvastuun olemassaolon uhka saattaa toimia vahinkoja ennaltaehkäisevästi myös sitä kautta, että se saa esimerkiksi talouselämän toimijat kiinnittämään enemmän huomiota yhteisön riskienhallintamenetelmien toimivuuteen. Vahingonkorvausriski saattaa nimittäin muodostua yllättävän kohtalokkaaksi myös isommalle yritykselle.<sup>277</sup>

Vahingonkorvaus tarkoittaa lähtökohtaisesti vahingon aiheuttaneen osapuolen velkaa vahingon kärsineelle osapuolelle. Tiettyjen korvausvastuun edellytysten täytyessä vahingonkärsijälle syntyy saamisoikeus vahingonaiheuttajalta eli korvausvelallaiselta.<sup>278</sup> Vahingonkorvausvelvollisuuden yleinen rakenne onkin sellainen, että korvausvelvollisuudelle tulee ensinnäkin olla olemassa erityinen peruste.<sup>279</sup> Vastuuperusteella kuvataan

---

<sup>274</sup> Mononen (2004), s. 1379.

<sup>275</sup> Saarnilehto (2007), s. 14.

<sup>276</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 32.

<sup>277</sup> Kivivuori (2005), Teoksessa Juhlajulkaisu Esko Hoppu 1935 – 15/1 – 2005, s. 170.

<sup>278</sup> Mononen (2004), s. 1379.

<sup>279</sup> Norri (2009), s. 155.

yleensä vastuun edellytyksiä. Vastuuperustetta koskeviin kysymyksiin kuuluvat esimerkiksi tuottamusta koskevat arvioinnit taikka ankaran tuottamuksesta riippumattoman vastuun syntyminen arviointi.<sup>280</sup> Lisäksi vahingonkorvausoikeudessa on keskeisenä edellytyksenä syy-yhteysvaatimus. Vastuuperusteen ja syy-yhteyden lisäksi korvausvastuuarvioinnissa on huomioitava korvattavat vahinkolajit. Kyse voi olla esimerkiksi varallisuusvahingosta. Kun toinen osapuoli on todettu vastuulliseksi aiheutuneesta vahingosta, tulee asiassa lisäksi arvioitavaksi hänen maksettavakseen tulevan korvauksen määrä.<sup>281</sup> Korvattavaksi tulevien vahinkojen analysointi edellyttää siten ottamista kantaa siihen, mitkä vahingot ylipäättään voivat tulla korvattavaksi ja miltä osin korvausvelvollisuutta mahdollisesti tulee rajata.<sup>282</sup> Näin ollen vahingonkorvaukseen liittyy kaksi olennaista kysymystä. Toisaalta on arvioitava sitä, millä edellytyksillä korvausvastuu syntyy. Toisaalta kysymys on siitä, mitä korvausvelvollisen tahon on korvattava vahinkoa kärsineelle osapuolelle.<sup>283</sup>

Vahingonkorvausoikeutta on mahdollista ryhmitellä eri tavoin. Yksi yleisimmistä tavoista on tehdä jako sopimusvastuun sekä sopimuksen ulkoisen eli ns. ulkokontrahdillisen vastuun välillä. Aikaisemmin tämä jaottelu oli hyvinkin täsmällinen. Nykyisin sopimuksen käsite on alkanut laajentua ja muuttua muutenkin joustavammaksi. Samalla sopimussuhteet ovat muuttuneet moniulotteisemmiksi. Toisaalta nykyisin on myös enemmän sellaisia yhteistoiminnan muotoja, jotka eivät perustu varsinaiseen sopimukseen. Tästä huolimatta niissä voi kuitenkin olla niin paljon sopimuksellisia piirteitä, että voidaan puhua lähellä sopimussuhdetta olevista suhteista.<sup>284</sup> Vahingonkorvausoikeuden jaottelussa voidaan puhua myös sopimuksen rikkomiseen perustuvasta sopimusvastuusta sekä lakisääteisestä vastuusta. Tällöin lakisääteisellä vastuulla tarkoitetaan vastuuta, joka seuraa lainsäännösten rikkomisesta tai muutoin suoraan lainsäädännön perusteella. Vaikka molemmissa vastuumuodoissa arvioidaan vahinkotilanteita samanlaisten pääperiaatteiden nojalla, on niissä kuitenkin tiettyjä eroja.<sup>285</sup>

Näiden vastuumuotojen välillä on eroa esimerkiksi siinä, että Suomessa ei ole mitään yleistä sopimusvastuuta koskevaa lainsäädäntöä. Erilaisia sopimustyyppisiä sääteleviin lakeihin sisältyy sen sijaan omia korvaussäännöksiä. Sopimuksen ulkoista vastuuta taas koskee yleislakina vahingonkorvauslaki (31.5.1974/412). Tämän lisäksi sopimuksen

---

<sup>280</sup> Hemmo (2007), s. 68.

<sup>281</sup> Norri (2009), s. 155.

<sup>282</sup> Hemmo (2007), s. 68.

<sup>283</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 226.

<sup>284</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 60.

<sup>285</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 226.



ulkoistakin vastuuta säädellään monissa erityislaeissa.<sup>286</sup> Tämä ns. deliktivastuu voi syntyä myös lakiin kirjaamattomien yleisten periaatteiden soveltamisen johdosta.<sup>287</sup> Vastuumuotojen keskeisimpinä eroina mainitaan kuitenkin yleensä ensinnäkin se, että sopimuksen ulkoisessa vastuussa ns. puhtaiden varallisuusvahinkojen korvaaminen on rajoitettua. Sopimusvastuussa sen sijaan varallisuusvahingot tulevat korvattaviksi ilman erityisiä perusteita. Toiseksi eroavaisuutta löytyy tuottamuksellista menettelyä koskevan todistustaakan osalta. Sopimussuhteen ulkopuolella näyttövelvollisuus on lähtökohtaisesti vahingon kärsineellä osapuolella. Sopimussuhteissa taas sovelletaan ns. käännettyä todistustaakkaa eli ekskulpaatiosääntöä. Sen mukaan sopimusvelvoitteensa rikkonut tai laiminlyönyt osapuoli joutuu vastuusta vapautuakseen näyttämään, että vahinko ei ole aiheutunut tuottamuksesta. Vastuumuodoissa on eroja myös sen suhteen, mitä tulee itsenäisten täytäntöönpanoapulaisten käyttämiseen. Sopimuksen ulkoisessa vastuussa vastuu on yleensä suppeampaa, sillä osapuolen vastuu ei yleensä ulotu kattamaan itsenäisten yrittäjien aiheuttamia vahinkoja. Sopimusvastuussa suoritusvelvollinen osapuoli sen sijaan vastaa sopimusvelvoitteiden täyttämässä käyttämiensä apulaisten toimista kuin omistaan. Apulaisten kohdalla ei tehdä eroa sen suhteen, ovatko he sopimuskumpaniin nähden työsuhteessa vai itsenäisiä yrittäjiä.<sup>288</sup>

## 4.2 Säilytysyhteisön korvausvastuu sijoitusrahastolain mukaan

Vahingon korvaamista koskevilla normeilla voidaan siis tavoitella erilaisten yleisten tavoitteiden toteutumista. Rahoitusmarkkinoilla eri osapuolet pyrkivät toiminnallaan ennen kaikkea taloudellisen hyödyn saamiseen. Tässä toimintaympäristössä tietoisuus siitä, että säännösten vastaisesta toiminnasta on säädetty korvausvelvollisuus, voi toimia tehokkaana kannustimena normien noudattamiseen. Tämän kannustimen toimivuus riippuu tietysti siitä, millaiset mahdollisuudet vahinkoa kärsineellä on saada korvausta vahingostaan. Mitä paremmat nämä mahdollisuudet ovat, sitä tehokkaammin korvausvastuun uhka toimii kannustimena asianmukaiseen toimintaan. Samalla erityisen korvaussäännöksen olemassaolo tietystä laissa korostaa vahinkoa kärsineen tahon oikeuksia. Korvauksesta määrääminen erityisellä säännöksellä on myös tapa helpottaa lain noudattamisen valvontaa.<sup>289</sup>

---

<sup>286</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 62.

<sup>287</sup> Norros (2010), s. 25.

<sup>288</sup> Hemmo (2005a), s. 3 – 4.

<sup>289</sup> Astola (1990), s. 219 – 220.

Myös sijoitusrahastolakiin on otettu erityiset korvaussäännökset niiden tilanteiden varalta, joissa sijoitusrahastotoimintaan liittyvät osapuolet eivät hoida niille laissa asetettuja velvoitteita asianmukaisella tavalla. Myös säilytysyhteisön korvausvastuusta on oma erillinen säännöksensä. Sijoitusrahastolaissa onkin esimerkiksi osakeyhtiölaista poiketen säädetty nimenomaisesti yhtiön omasta korvausvastuusta rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön osalta.<sup>290</sup> Jos sijoitusrahastolaissa ei olisi erillistä säilytysyhteisön omaa vastuuta koskevaa säännöstä, tulisi yhtiön vastuu arvioitavaksi lähinnä yleisten vahingonkorvausoikeudellisten periaatteiden tai säännösten nojalla.<sup>291</sup>

Säilytysyhteisön vastuuta koskeva säännös perustuu sijoitusrahastodirektiivin määräyksiin. Direktiivissä säädetään säilytysyhteisön vastuusta kuitenkin hyvin suppeasti. Vastuuta koskevat säännökset ovat direktiivin 24 artiklassa. Sen mukaan säilytysyhteisö on yhteissijoitusyrityksen kotijäsenvaltion lainsäädännön mukaisesti vastuussa rahastoyhtiötä ja osuudenhaltijoita kohtaan tappioista, joita näille aiheutuu säilytysyhteisön velvoitteiden täyttämisen perusteettomasta laiminlyömisestä tai sen tehtävien puutteellisesta suorittamisesta. Artiklassa säädetään lisäksi, että osuudenhaltijoita kohtaan olevaan vastuuseen voidaan säilytysyhteisön, rahastoyhtiön ja osuudenhaltijoiden välisen oikeussuhteen luonteen mukaan vedota suoraan tai rahastoyhtiön välityksellä. Säilytysyhteisön vastuuta koskee myös direktiivin 22 artiklan 2 kohta, jonka mukaan säilytysyhteisön vastuuta ei rajoita se seikka, että se on antanut säilytettäväänään olevat varat tai niiden osan kolmannen haltuun. Kyseiset säännökset sisältyivät lähes samanlaisina myös vanhaan sijoitusrahastodirektiiviin eikä niitä siis muutettu direktiivin uudistamisen yhteydessä.

Sijoitusrahastolaissa vahingonkorvausvastuuta koskevat säännökset ovat lain 21 luvussa. Säilytysyhteisön vastuuta koskee 137 §, joka vastaa asiasisällöltään sijoitusrahastodirektiiviä. Sen mukaan säilytysyhteisö vastaa rahastoyhtiölle ja sijoitusrahaston rahasto-osuudenomistajille tappiosta, joka näille aiheutuu siitä, että säilytysyhteisö on tahallaan tai huolimattomuudesta jättänyt velvoitteensa täyttämättä. Sopimus tämän vastuun siirtämisestä kolmannelle on mitätön. Säännöksen 2 momentin mukaan rahasto-osuudenomistajilla on oikeus vaatia korvausta säilytysyhteisöltä joko suoraan tai rahastoyhtiön välityksellä.

Myös vuoden 1987 sijoitusrahastolain säilytysyhteisöä koskeva korvaussäännös oli varsin suppea. Säännös oli lain 9 luvun 59 §:n 2 momentissa. Samaisen pykälän 1 momentti käsitteli rahastoyhtiön vastuuta. Sen mukaan rahastoyhtiö oli velvollinen korvaamaan vahingon, jonka yhtiö oli sijoitusrahastotoiminnassa tahallisesti tai tuottamuksesta aiheuttanut joko rahasto-osuuden omistajalle tai muulle henkilölle. Säilytyspank-

---

<sup>290</sup> HE 113/2011, s. 119.

<sup>291</sup> Haussila (2002), s. 295. Samoin Rudanko (1998), s. 365.

kia koskevassa momentissa viitattiin korvausvastuun osalta rahastoyhtiön osalta säädettyyn. Säilytyspankin osalta vastuu perustui sijoitusrahastolaissa säilytyspankille säädettyjä tehtäviä hoidettaessa aiheutettujen vahinkojen korvaamiseen. Lain perusteluiden mukaan vahingonkorvausvelvollisuutta koskevissa säännöksissä oli haluttu ottaa huomioon sijoitusrahastotoiminnan sopimus- ja yhteisöoikeudelliset piirteet.<sup>292</sup> Vuonna 1993 tehdyn sijoitusrahastolain muuttamisen yhteydessä vahingonkorvausta koskeva 59 §:n 2 momentti kumottiin ja säilytisyhteisön vastuuta koskeva säännös siirrettiin sijoitusrahastolain 42 §:ään. Säännöksen katsottiin asiasisältönsä puolesta sopivan loogisesti paremmin muiden säilytisyhteisöä koskevien säännösten oheen.<sup>293</sup> Voimassa olevan sijoitusrahastolain 137 §:n 1 momentti on ollut nykyisessä sanamuodossaan vuoden 1993 lakimuutoksesta lähtien. Pykälän 2 momentti taas lisättiin korvaussäännökseen vuonna 1996 tehdyn lakimuutoksen yhteydessä. Säännös oli tuolloin lain 42 §:n 2 momentti. Myöskään sen sanamuoto ei ole sittemmin muuttunut. Korvaussäännös siirrettiin sijoitusrahastolain 137 §:ään nykyisen lain säätämisen yhteydessä eli vuonna 1999.

Sijoitusrahastolain korvausvastuuta koskevien säännösten perusteluissa ei ole kovinkaan laajasti käsitelty vastuukysymyksiä nimenomaan säilytisyhteisön kannalta. Esimerkiksi vuoden 1987 sijoitusrahastolain hallituksen esityksessä on vastuuseen liittyviä kysymyksiä käsitelty lähinnä rahastoyhtiön vastuun osalta. Rahastoyhtiön omaa vastuuta koskevissa perusteluissa on käsitelty muun muassa mahdollisia vastuutilanteita sekä vastuun ulottuvuutta. Ennen kaikkea rahastoyhtiön katsotaan olevan vastuussa siitä, että sijoitusrahastotoimintaa harjoitetaan kaikilta osin asianmukaisesti. Näin ollen rahastoyhtiön vastuulle kuuluvat vahingot, jotka ovat kohdanneet rahasto-osuudenomistajaa tai muuta henkilöä tämän toiminnan harjoittamisen yhteydessä. Säilytisyhteisön osalta taas vastuusäännöksen perustelut käsittävät vain yhden tekstikappaleen, jossa todetaan lähinnä, että säilytisyhteisö vastaa vastaavasti oman toimintansa asianmukaisuudesta.<sup>294</sup> Säilytisyhteisön vastuuta ei ole juurikaan täsmennetty myöskään muissa hallituksen esityksissä. Näin ollen seuraavissa säilytisyhteisön vastuuta koskevissa kohdissa tukeudutaan säännösten tulkinnassa tarvittaessa soveltuvien osien rahastoyhtiön vastuun osalta esitöissä mainittuihin näkökohtiin, mikäli säilytisyhteisön oman vastuun osalta perusteluissa ei ole mainittu jostakin seikasta. Tulkinta-apua haetaan myös vahingonkorvausoikeuden yleisistä periaatteista. Tältä osin omat ongelmansa aiheuttaa kuitenkin se, että arvopaperimarkkinoihin liittyvät kysymykset ovat usein varsin erilaisia kuin ne tyyppitapaukset, joita varten sopimusoikeuden ja vahingonkorvausoikeuden yleisiä oppeja on kehitetty. Onkin epäselvää, miten hyvin velvoiteoikeuden yleiset opit soveltuvat arvo-

---

<sup>292</sup> HE 238/1986, s. 20.

<sup>293</sup> HE 309/1992, s. 25.

<sup>294</sup> HE 238/1986, s. 20 – 21.

paperimarkkinoilla ilmeneviin kysymyksiin ilman olennaisia täydennyksiä.<sup>295</sup> Esimerkiksi Rudangon mielestä arvopaperimarkkinat ovat siviilioikeuden alaan kuuluville seuraamuksille erikoislaatuinen soveltamisympäristö. Hänen mielestään seuraamusten soveltamiskriteerejä sekä niiden muitakin piirteitä olisikin modifioitava yleisten oppien mukaisista pääsäännöistä.<sup>296</sup> Samalla kannalla on myös Hemmo, joka esittää, että arvopaperimarkkinoilla esimerkiksi vahinkojen laskentaa koskevat kysymykset edellyttäisivät olennaisia täydennyksiä vahingonkorvausoikeuden yleisiin oppeihin. Lisäksi nämä kysymykset kaipaisivat ratkaisuelinten linjauksia ja analyttistä tarkastelua.<sup>297</sup> Sijoitusrahastotoimintaan liittyvät vahingonkorvauskysymykset eivät ole kuitenkaan olleet tuomioistuinten käsiteltävinä. Muutamia korvaustapauksia on ollut Arvopaperilautakunnan arvioitavana. Nämä tapaukset ovat koskeneet muun muassa sijoitusrahaston arvonlaskentavirheitä<sup>298</sup>. Joissakin tapauksissa on ollut kysymys erilaisista informaatiovirheistä<sup>299</sup>. Käsitellyt tapaukset ovat kuitenkin liittyneet lähinnä rahastoyhtiöiden toimintaan ja tästä johtuen niistä ilmeneviä näkökohtia voidaan vain osittain käyttää hyväksi säilytysyhteisön vastuuta tarkasteltaessa.

Monet rahoitusmarkkinoita sääntelevät lait rakentuvat samankaltaiselle sääntelylle. Tämän johdosta tulkinnassa käytetään apuna myös muiden rahoitusmarkkinoita sääntelevien lakien korvausvastuuta koskevia säännöksiä sekä niiden esitöistä ilmeneviä periaatteita sekä näkökohtia. Osaa näistä säännöksistä on täsmennetty äskettäin. Arvopaperimarkkinalain korvaussäännöksen perusteluissa todetaan, että korvausta koskevassa pykälässä on säilytetty aikaisempaan lakiin sisältyneet lähtökohdat, joiden mukaan laissa säädetty korvausvastuu koskee myös sopimussuhteessa aiheutettuja vahinkoja. Lisäksi ns. puhdas varallisuusvahinko tulee lain mukaan korvattavaksi ilman, että edellytettäisiin vahingonkorvauslain mukaisia erityisen painavien syiden olemassaoloa. Lain vastuusäännös koskee lisäksi nimenomaisesti myös yhtiön aiheuttamia vahinkoja.<sup>300</sup> Nämä samat periaatteet on todettu myös sijoituspalveluyrityslain korvaussäännöksen perusteluissa.<sup>301</sup> Myös sijoitusrahastolain rahastoyhtiön vastuuta ja sen johdon vastuuta koskevia säännöksiä on täsmennetty äskettäin. Näiden samojen periaatteiden voimassa-

---

<sup>295</sup> Norros (2009a), s. 3.

<sup>296</sup> Rudanko (1998), s. 353.

<sup>297</sup> Hemmo (2005b), s. 70.

<sup>298</sup> Näin esimerkiksi ratkaisusuosituksissa 41/2008, 42/2008, 84/2009 ja 146/2009 (tapaukset liittyivät sijoitusrahaston arvonlaskennassa tapahtuneisiin virheellisyyksiin).

<sup>299</sup> Esimerkiksi ratkaisut 273/06 (liittyi pankin tiedonanto- ja selonottovelvollisuuksiin) ja 122/04 (liittyi sijoitusrahasto-osuuksien virheellisesti ilmoitettuun lunastusarvoon).

<sup>300</sup> HE 32/2012, s. 172.

<sup>301</sup> HE 32/2012, s. 206.

olo on todettu myös sijoitusrahastolain muutoksen esitöissä.<sup>302</sup> Periaatteiden olemassaolo on todettu jo aiemminkin lakien perusteluissa.<sup>303</sup> Näiden eri lakien vahingonkorvaussäännöksissä on siten tavallaan kyse yhteisöä ja sen sidosryhmiä koskevasta vastuusta, jossa sopimus- ja deliktiperusteisen vastuun piirteet ikään kuin sekoittuvat toisiinsa.<sup>304</sup> Arvopaperimarkkinalain esitöissä on näitä vastuun lähtökohtia täsmennetty tarkemmin. Perusteluissa todetaankin, että kyseisen lain vastainen menettely voi siis aiheuttaa vahinkoa sekä sopimussuhteessa että sen ulkopuolella ja että yleensä kyse on nimenomaan puhtaasta varallisuusvahingosta. Lain korvaussäännös merkitseekin sitä, että sekä sopimussuhteessa että sen ulkopuolella vahingon aiheuttaneen osapuolen käyttäytymisen asianmukaisuutta voidaan arvioida arvopaperimarkkinalain sekä sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten sekä lain soveltamisalaan kuuluvien komission asetusten tai päätösten nojalla. Korvaussäännöksellä ei ole myöskään tarkoitus sulkea pois sopimusvastuuta koskevien periaatteiden soveltamista. Siten myös esimerkiksi sopimussuhteessa voidaan sopimusvelvoitteiden rikkomisen ohella aiheuttaa vahinkoa normeja rikkomalla. Tällöin voidaan soveltaa myös lain korvaussäännöstä.<sup>305</sup>

Sijoitusrahastolain muutoksen perusteluissa todetaan, että lakiehdotuksessa on tarkoitus säilyttää nykyiseen lakiin sisältyneet edellä mainitut periaatteet. Tältä osin ei ole täsmennetty, onko kyseisten periaatteiden tarkoitettu soveltuvan vain rahastoyhtiön ja sen johdon korvausvastuun osalta vai onko niiden tarkoitus olla voimassa kaikkien sijoitusrahastolain korvaussäännösten osalta. Jatkossa käsiteltäessä säilytysyhteisön vastuuseen liittyviä näkökohtia on vastuun arvioinnissa sovellettu sekä sijoitusrahastolain normeja että niistä ilmeneviä periaatteita. Vastuun arvioinnissa on tarkasteltu myös sopimusvastuuseen liittyviä näkökulmia. Näin on siksi, että osassa tilanteista on kyse selvästä sopimuksen alaan kuuluvasta asiasta. Osa tilanteista taas on hyvin lähellä sopimussuhdetta. Yleisemminkin oikeuskirjallisuudessa on puhuttu sopimussuhteen rajojen madaltumisesta. Sopimusoikeuden alalla on tehty pitkällekin meneviä poikkeuksia esimerkiksi sopimusten sitovuuden periaatteesta ja erityisesti sopimukseen nähden kolmansien osapuolien etuja on alettu ottaa korvauskysymyksissä huomioon.<sup>306</sup> Laajempi sopimusvastuu on nähty mahdollisena esimerkiksi tilanteissa, joissa osapuolten välillä on sopimuksenkaltainen erityissuhde. Näin on esimerkiksi sopimusketjuissa ja –verkostoissa.<sup>307</sup> Monesti myös esimerkiksi elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan asemassa

---

<sup>302</sup> HE 113/2011, s. 119.

<sup>303</sup> HE 157/1988, s. 57. Samoin HE 234/1988, s. 24 – 25 ja HE 7/1996, s. 49.

<sup>304</sup> Mähönen – Villa (2006), s. 280.

<sup>305</sup> HE 32/2012, s. 172. Samoin HE 157/1988, s. 57.

<sup>306</sup> Rudanko (1995), s. 282.

<sup>307</sup> Mononen (2005), s. 111.

olevien osapuolten välisissä suhteissa on niin paljon sopimuksellisia piirteitä, että sopimusnormeja voidaan soveltaa analogian avulla.<sup>308</sup> Norroksenkin mukaan useimmissa rahastosijoittamiseen liittyvissä vahinkotilanteissa on vahvoja sopimusoikeudellisia piirteitä. Tämä puoltaisikin sopimusoikeudellisen vastuunormiston käyttämistä vertailukohdaksi arvioitaessa rahastosijoittamiseen liittyviä korvauskysymyksiä.<sup>309</sup> Seuraavassa käsitellään korvausvastuun syntymisen yleisiä edellytyksiä, kuten vastuuperusteen olemassaoloa, syy-yhteysvaatimusta sekä korvaukseen määrään liittyviä seikkoja säilytysyhteisön korvausvastuun näkökulmasta.

### 4.3 Vastuun perusteena tahallisuus tai huolimattomuus

Säilytysyhteisön korvausvastuun syntymisen perusteeksi on sijoitusrahastolaissa säädetty se, että säilytysyhteisö on jättänyt velvoitteensa täyttämättä joko tahallisesti tai huolimattomuudesta. Näistä vastuuperusteista voidaan puhua myös tuottamus- tai culpa-vastuuna, jolla tarkoitetaan yleensä sekä tahallista että huolimatonta menettelyä.<sup>310</sup> Tahallisuudella tarkoitetaan yleensä sellaista menettelyä, jolla on nimenomaisesti tarkoitus aiheuttaa vahinkoa. Tahallisesti menettelee myös se, joka toimii tietoisena siitä, että hänen menettelynsä seurauksena syntyy väistämättä vahinkoa. Tuottamus taas merkitsee huolimattomuutta. Tällöin vahinkoa aiheuttaneen osapuolen käyttäytyminen poikkeaa siitä, mitä tämän asemassa olevalta huolelliselta henkilöltä voidaan vahinkojen estämiseksi vaatia.<sup>311</sup> Yleensä korvausvelvollisuuden perusteena voi olla joko positiivinen toimenpide tai sitten erityisen oikeudellisen velvollisuuden laiminlyönti.<sup>312</sup> Ongelmana monien tuottamusvastuuta koskevien normien kohdalla on kuitenkin se, että säännöksissä jätetään avoimeksi, mikä on huolellisuusvaatimuksen konkreettinen sisältö.<sup>313</sup>

Tuottamusarvostelussa perustavanlaatuisena kysymyksenä onkin sen asian arvioiminen, olisiko sen osapuolen, jonka väitetään toimineen huolimattomasti, tullut menetellä toisella tavalla. Lähtökohtaisesti tämän seikan arvioimiseksi on löydettävä jokin standardi, jota vasten osapuolen toimintaa voidaan arvioida. Monessa tapauksessa tämä standardi on löydettävissä jostakin erityisestä lainsäädännön normista tai viranomaisen antamasta määräyksestä. Edellytyksenä tällöin voidaan kuitenkin pitää sitä, että näiden

---

<sup>308</sup> Prop. 2002/03: 133, s. 31.

<sup>309</sup> Norros (2009a), s. 342.

<sup>310</sup> Hellner – Radetzki (2010), s. 127.

<sup>311</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 226.

<sup>312</sup> HE 187/1973, s. 13.

<sup>313</sup> Hemmo (1996), s. 87.

normien tulee olla vahingonkorvausoikeuden kannalta siten merkityksellisiä, että niiden tarkoituksena voidaan katsoa olevan vahinkoa kärsineen osapuolen taloudellisten intressien suojaaminen.<sup>314</sup> Oikeudellisen normin rikkominen voidaan pääsääntöisesti tulkita tuottamukselliseksi. Kaikissa tapauksissa tämä ei kuitenkaan välttämättä johda korvausvastuun syntymiseen, sillä menettelystä ei ehkä aiheudu lainkaan vahinkoa tai sitten vahinko ei ole syy-yhteydessä tuottamukselliseen menettelyyn. Voi olla myös niin, että tilanteeseen soveltuu jokin vastuuta rajoittava seikka. Jos taas kyse on muun kuin oikeudellisen normin rikkomisesta, riippuu sen merkitys tuottamusarvioinnissa viime kädessä siitä, minkälaisen painoarvon tuomioistuin normille antaa ja voidaanko sen katsoa velvoittavan arvioinnin kohteena olevaa tahoja. Omat ongelmansa tuottamusarvioinnissa aiheuttavat tilanteet, joissa ei ole täysin selvää, onko normia rikottu. Normi voi olla tulokinnanvarainen tai antaa tilaa harkinnalle. Tällöin arvioinnissa joudutaan turvautumaan sovellettavan lain lähtökohtiin tai alan yleisiin periaatteisiin. Muiden kuin oikeudellisten aineistojen kohdalla taas joudutaan arvioimaan, sitovatko ne juridisesti ja keitä ne koskevat. Kirjoittamattomien lähteiden kohdalla taas voi syntyä epäselvyyttä siitä, minkä sisältöisinä ne itse asiassa ovat voimassa.<sup>315</sup> Tuottamusarviointia, jossa pyritään huolellisuusvaatimusten asettamiseen, kutsutaan yleensä tuottamusarvioinnin normipainotteiseksi muodoksi.<sup>316</sup> Säilytysyhteisön vastuun arvioinnissa tulisi lähtökohtana olla sijoitusrahastolain normit ja niistä ilmenevät säilytysyhteisön velvoitteet. Nämä soveltuvat lähtökohdaksi myös sijoitusrahastotoimintaan liittyviä sopimussuhteita tarkasteltaessa. Omat ongelmansa arvioinnille aiheuttaa kuitenkin se, ettei sijoitusrahastolaissa ole juuri täsmennetty, miten säilytysyhteisön tulisi hoitaa velvoitteensa.

Tuottamusvaatimus merkitsee lähtökohtaisesti myös sitä, että vahinkotilanteesta tulisi pystyä paikantamaan se henkilö, jonka moittivaan menettelyyn aiheutunut seuraus voidaan kytkeä. Vahinkoon johtaneesta tapahtumaketjusta etsitään siten tekoa, jonka voidaan katsoa ilmentävän vahingon aiheuttajan syyllisyyttä tapahtuneeseen.<sup>317</sup> Säilytysyhteisön tapauksessa tuottamusarvioinnissa on kuitenkin kysymys oikeushenkilön tuottamuksen arvioimisesta. Oikeushenkilön kohdalla on mahdollista soveltaa ns. *anonymiin tuottamuksen* käsitettä. Tällöin vahinkotapahtuman katsotaan osoittavan, että joku organisaatioon kuuluva on toiminut tuottamuksellisesti, mutta kyseistä henkilöä tai henkilöitä ei tarvitse yksilöidä eikä siten erikseen selvittää.<sup>318</sup> Monesti organisaatioiden kohdalla onkin vaikeaa tai suorastaan mahdotonta edes pystyä tarkasti määrittelemään

---

<sup>314</sup> Hellner – Radetzki (2010), s. 128 – 129.

<sup>315</sup> Hahto (2008), s. 71.

<sup>316</sup> Hemmo (1996), s. 91.

<sup>317</sup> Häyhä (1999), s. 89.

<sup>318</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 118.

niitä henkilöitä, jotka ovat tehneet virheitä tai syyllistyneet laiminlyönteihin ja siten toimineet tuottamuksellisesti.<sup>319</sup> Monesti oikeushenkilön kohdalla tuottamusvastuu ja sen isännänvastuu eivät ole tarkasti erotettavissa toisistaan.<sup>320</sup> Säilytisyhteisön vastuuta koskevaa säännöstä ei ole juurikaan tarkennettu lain esitöissä. Vuoden 1993 lain muutoksen esitöissä todetaan, että säännöksen pakottavuutta halutaan korostaa erityisellä maininnalla siitä, että korvaussäännöksen vastainen sopimus on mitätön. Samalla todetaan, että korvausvastuuta koskevassa säännöksessä on siis kysymys *eräänlaisesta isännänvastuusta*, jonka vakuuttamista ei kuitenkaan katsota kielleytyksi vastuun siirtämiseksi.<sup>321</sup> Perusteluissa ei kuitenkaan määritellä tarkemmin, mitä säilytisyhteisön vastuun rinnastamisella eräänlaiseen isännänvastuuseen on tarkoitettu. Ruotsalaisessa lainsäädäntöaineistossa isännänvastuuseen liittyviä näkökohtia on puolestaan käsitelty jonkin verran tarkemmin. Isännänvastuu on mainittu samassa yhteydessä, missä on käsitelty kysymystä siitä, tulisiko tietyt rahastoyhtiön tai säilytisyhteisön johtavassa asemassa olevat henkilöt asettaa henkilökohtaiseen vastuuseen aiheutuneista vahingoista. Tätä ei kuitenkaan katsottu tarpeelliseksi. Näiden henkilöiden osalta katsottiin riittäväksi, että heihin sovelletaan vahingonkorvauslain säännöksiä työntekijän korvausvastuusta siltä osin kuin yhteisöoikeudelliset normit tai pankkitoimintaa koskevat korvausnormit eivät sisällä asiaan liittyen tarkempia määräyksiä.<sup>322</sup>

Isännänvastuuksi kutsutaan siis yleisemmin sitä periaatetta, jonka mukaan organisaatio on vastuussa sen toiminnassa aiheutetuista vahingoista.<sup>323</sup> Isännänvastuu onkin yleensä vastuun perusteena tilanteissa, joissa korvausvelvolliseksi katsotaan jokin oikeushenkilö.<sup>324</sup> Isännänvastuulla tarkoitetaan lähtökohtaisesti vahingonkorvausoikeudessa sitä vastuuta, joka työnantajalla on vahingoista, jotka hänen palveluksessaan oleva henkilö eli työntekijä tai muu työnsuorittaja aiheuttaa kolmannelle henkilölle työnantajan tehtävissä.<sup>325</sup> Isännänvastuussa on siten kysymys vastuusta toisen aiheuttamasta vahingosta. Isännänvastuun johdosta korvattavaksi voi periaatteessa tulla hyvinkin suuria vahinkoja.<sup>326</sup> Toisaalta isännänvastuuseen perustuvan vastuun siirtäminen vakuutusyhtiön kannettavaksi on ollut hyväksyttyä jo pitkään suomalaisessa vahingonkorvausoi-

---

<sup>319</sup> Taxell (1993), s. 69.

<sup>320</sup> Saxén (1975), s. 180.

<sup>321</sup> HE 309/1992, s. 25.

<sup>322</sup> Prop. 1974:128, s. 188 – 189.

<sup>323</sup> Norros (2010), s. 28.

<sup>324</sup> Hemmo (2005a), s. 53.

<sup>325</sup> HE 187/1973, s. 4.

<sup>326</sup> HE 187/1973, s. 9.



keudessa.<sup>327</sup> Tämä sama periaate on siis toistettu myös säilytysyhteisön osalta. Vastuuvakuutuksen ottamista ei siten pidetä kiellettyinä vastuun siirtämisenä kolmannelle taholle.<sup>328</sup>

Ennen yleisen vahingonkorvauslain säätämistä Suomen korvausoikeudessa katsottiin olevan voimassa sääntö, jonka mukaan työnantaja vastasi palveluksessaan olevan henkilön aiheuttamasta vahingosta tilanteissa, joissa työnantajan viaksi voitiin lukea huolimattomuus apulaisen valinnassa, valvonnassa taikka ohjaamisessa. Vastuun perusteena katsottiin tällöin olevan yleinen tuottamuvastuun periaate. Koska työnantajilta voitiin edellyttää käytännössä suurtakin huolellisuutta toimissaan, läheni työnantajan vastuu objektiivista vastuuta. Etenkin tilanteissa, joissa oikeushenkilö oli työnantajan asemassa, tuli valinta- tai muun virheen olla sellainen, että se oli luettavissa oikeushenkilön jonkin orgaanin syyksi. Orgaanin virhe taas puolestaan katsottiin oikeushenkilön omaksi virheeksi ja siten sen vastuun perusteeksi.<sup>329</sup> Vahingonkorvauslain säätämisen yhteydessä isännänvastuun piiriä laajennettiin. Vastuuta ei rajoitettu enää ainoastaan niihin tilanteisiin, joissa työnantajan tai työnjohdon viaksi voitiin lukea tuottamuksellinen menettely. Isännänvastuu laajennettiin kattamaan periaatteessa kaikki vahingot, jotka työnsuorittaja tahallaan tai huolimattomuudesta aiheuttaa työnantajan toiminnassa tai työssä. Samalla yleinen isännänvastuu sopimussuhteiden ulkopuolella saatettiin voimaan lähes samoin perustein kuin vastuu sopimussuhteissa.<sup>330</sup> Vahingonkorvauslaki on kuitenkin yleislaki, joka ei koske sopimukseen perustuvaa tai muussa laissa säädettyä korvausvastuuta, ellei siinä tai muussa laissa toisin säädetä. Koska sijoitusrahastolaissa on erityiset korvaussäännökset, voidaan säilytysyhteisön vastuun osalta soveltaa lähinnä vahingonkorvauslaista ilmeneviä isännänvastuuta koskevia periaatteita.

Vuoden 1987 sijoitusrahastolain esitöissä on täsmennetty jonkin verran rahastoyhtiön vastuupiirin laajuutta. Perusteluiden mukaan rahastoyhtiö on vastuussa vahingosta, joka on kohdannut rahastosäästäjää tai muuta henkilöä sijoitusrahastotoiminnan harjoittamisen yhteydessä. Edellytyksenä kuitenkin on, että vahinko on aiheutettu tahallisesti tai tuottamuksesta ja se on tapahtunut rahastoyhtiön vastuupiirissä. Esitöissä todetaan nimellisesti, että rahastoyhtiö vastaa omien elintensä toimenpiteistä ja toimihenkilöidensä tuottamuksesta. Vastuu on ulotettava myös kaikkien niiden henkilöiden tekoihin, jotka toimeksiannon nojalla hoitavat sijoitusrahastotoimintaan kuuluvia tehtäviä. Tällöin kuitenkin edellytetään, että rahastoyhtiön syyksi voidaan lukea tuottamuksellinen menettely esimerkiksi näiden henkilöiden valinnassa, ohjauksessa tai valvonnassa.

---

<sup>327</sup> HE 187/1973, s. 5 - 6.

<sup>328</sup> HE 309/1992, s. 25.

<sup>329</sup> HE 187/1973, s. 5.

<sup>330</sup> HE 187/1973, s. 9 - 10.

Korvausvaatimus voidaan kohdistaa rahastoyhtiöön ilman sen selvittämistä, kuka tai ketkä ovat vahingon tosiasiasa aiheuttaneet.<sup>331</sup> Tämä rahastoyhtiön vastuun osalta lausuttu vastaa siten hyvin paljon vahingonkorvauslain ilmentämiä isännänvastuun periaatteita. Säilytysyhteisön osalta esitöissä ei ole todettu muuta kuin, että säilytyspankki vastaa vastaavasti oman toimintansa asianmukaisuudesta.<sup>332</sup> Esitöissä ei siten tarkenneta, tuleeko rahastoyhtiön vastuun osalta lausuttuja kaikkia periaatteita soveltaa myös säilytysyhteisöön vai mitä osaa perusteluista viittauksella on tarkoitettu. Koska rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön toiminnot liittyvät niin läheisesti toisiinsa, voisi pitää perusteltuna, että rahastoyhtiön kohdalla lausutut näkökohdat antaisivat täsmennystä myös säilytysyhteisön isännänvastuuta muistuttavan vastuun arvioimiseen. Tämän mukaisesti säilytysyhteisön voidaan katsoa isännänvastuuta vastaavalla tavalla olevan vastuussa sen vaikutuspiirissä synyneistä vahingoista, jotka ovat aiheutuneet sen omien toimielinten suorittamista toimenpiteistä tai sen toimihenkilöiden tuottamuksesta. Samoin vahingonkorvausta voitaisiin vaatia suoraan säilytysyhteisöltä, vaikka kantajataho ei pystyisikään osoittamaan, kuka tai ketkä säilytysyhteisön palveluksessa olevat ovat vahingon aiheuttaneet. Tältä osin siis sovellettaisiin myös anonyymien tuottamuksen käsitettä.

Isännänvastuun alaan voidaan lukea myös ne tilanteet, joissa sopimusvelvoitteiden täyttämiseksi käytetään apuna itsenäistä yrittäjää. Sopimussuhteissa on nimittäin pääsääntönä, että joka käyttää sopimuksen täyttämiseksi apunaan itsenäistä yrittäjää vastaa omaa sopimuskumppaniaan kohtaan apulaisen tuottamuksellisesta menettelystä. Pääsääntöisesti siis se, joka antaa tietyn määrätyn sopimusvelvoitteen täyttämisen toisen tehtäväksi, vastaa tämän tuottamuksesta toimeksiannon täyttämiseksi.<sup>333</sup> Näitä vastuutilanteita tarkastellaan tarkemmin alisäilytyksestä koskevassa kappaleessa.

Tuottamusarvosteluun liittyvät läheisesti myös *näyttötaakkaa* koskevat kysymykset. Lähtökohtaisesti kantajan velvollisuutena on esittää näyttöä korvausvaatimuksensa tueksi.<sup>334</sup> Rahastoyhtiön korvausvastuuta koskevaa säännöstä täsmennettäessä todettiin, että tuottamusedellytykseen liittyy olennaisesti kysymys tuottamusta koskevan todistustaakan jaosta. Tässä yhteydessä katsottiin, ettei kysymystä tuottamukseen liittyvän todistustaakan jaosta ole perusteltua pyrkiä ratkaisemaan nimenomaisella säännöksellä. Asia katsottiin paremmaksi jättää määräytymään jatkossakin oikeuskäytännössä asiaa koskevien yleisten periaatteiden ja jokaisen vahinkotilanteen olosuhteiden perusteella. Vaikka rahastoyhtiön osalta ei säädetty myöskään nimenomaisesti mitään tuottamusolettaman soveltamisesta, ei tästä kuitenkaan voida tehdä suoraa johtopäätöksiä sen

---

<sup>331</sup> HE 238/1986, s. 20 – 21.

<sup>332</sup> HE 238/1986, s. 21.

<sup>333</sup> Hellner – Radetzki (2010), s. 165.

<sup>334</sup> Kantajan tulee riita-asiassa näyttää toteen ne seikat, jotka tukevat kannetta (OK 17:1.1).

suhteen, että näyttötaakka tuottamuksen olemassaolosta aina olisi korvausta vaativalla osapuolella. Jos esimerkiksi kyse on rahastoyhtiölle nimenomaisesti säädettyjä velvollisuuksia koskevan yksityiskohtaisen säännöksen rikkomisesta, johtaa tämä käytännössä useimmiten käännetyn todistustaakan soveltamiseen tuottamuksen osalta.<sup>335</sup> Rahastoyhtiön vastuuta koskevan täsmennyksen esikuvana oli sijoituspalveluyritysten vastuuta koskeva säännös. Todistustaakka koskevat perustelut ovat samat kuin sijoituspalveluyrityksen vastuun kohdalla.<sup>336</sup> Myös arvopaperimarkkinalain korvaussäännökseen ei katsottu tarpeelliseksi ottaa määräystä todistustaakaan jaosta.<sup>337</sup> On kuitenkin katsottu, että asiantuntijapalveluiden tarjoajien kohdalla huolimattomuutta koskevan näyttötaakan tulisi olla toimeksisaajalla. Näin on siksi, että asiantuntijan on yleensä huomattavasti helpompi esittää selvitystä omien menettelytapojensa asianmukaisuudesta kuin korvausta vaativan osapuolen tämän huolimattomuudesta.<sup>338</sup> Käännettyä näyttötaakkaa koskevat kysymykset olivat huolellisuuden osalta esillä myös ns. esitevastuuta valmisteltaessa. Tuolloin ehdotettiin, että arvopapereiden liikkeeseenlaskijan ja emissionjärjestäjän kohdalla sovellettaisiin tuottamusolettamaa, jolloin korvausvaade voitaisiin kohdistaa niihin selvittämättä, ketkä aiheutuneen vahingon ovat tosiasiallisesti aiheuttaneet.<sup>339</sup> Myös osakeyhtiölaissa on säädetty tuottamusolettamasta muun muassa yhtiön johdon korvausvastuun osalta silloin, kun vahinko on aiheutettu osakeyhtiölakia tai yhtiöjärjestystä rikkomalla. Johdon jäsenillä on sitten mahdollisuus esittää näyttöä tuottamuksen puuttumisesta.<sup>340</sup> Myös Arvopaperilautakunta on esimerkiksi ratkaisusuosituksessaan 41/2008, joka koski rahastoyhtiön vastuuta rahaston arvonlaskentavirheestä, soveltanut käännettyä todistustaakkaa. Päätöksessä todetaan, että arvonlaskentavirhe oli tapauksessa riidaton. Rahastoyhtiön tulisikin tällaisessa tilanteessa osoittaa, että virhe on aiheutunut sen huolellisesta toiminnasta riippumatta.<sup>341</sup> Näin ollen ekskulpaatiovastuu, jonka mukaan vastaaja joutuu korvausvelvolliseksi, ellei tämä pysty osoittamaan menetelleensä huolellisesti, on saanut soveltamisalaa myös sopimusvastuun ulkopuolella. Vaikka käännetyn todistustaakan soveltaminen tuottamuksen osalta onkin tyypillisesti sopimusvastuuseen kuuluva piirre, voivat siis kunkin tapauksen tosiasialliset olosuhteet olla sellaiset, että todistustaakan kääntäminen on aiheellista muutoinkin kuin sopimussuhteissa.<sup>342</sup> Koska

---

<sup>335</sup> HE 113/2011, s. 119.

<sup>336</sup> HE 32/2012, s. 206.

<sup>337</sup> HE 32/2012, s. 169.

<sup>338</sup> Norros (2008), s. 640.

<sup>339</sup> VM 10/2005, s. 43.

<sup>340</sup> HE 109/2005, s. 31.

<sup>341</sup> APL 41/2008.

<sup>342</sup> Bengtsson – Ullman – Unger (2009), s. 26.

säilytysyhteisöä ja sen harjoittamaa toimintaa voidaan hyvin verrata esimerkiksi muiden rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen toimintaan, voidaan myös säilytysyhteisön kohdalla soveltaa tuottamuskysymyksen osalta käännetyn todistustaakan periaatetta.

Suomalaisessa sijoitusrahastolaissa on säilytysyhteisön korvausvastuun perusteeksi siis säädetty tahallisuus tai huolimattomuus. Ruotsalaisessa lainsäädännössä sen sijaan on päädytty toisenlaiseen ratkaisuun. Ruotsissa sijoitusrahastotoimintaa sääntelee lag om investeringsfonder (2004:46). Sijoitusrahastotoimintaa koskevasta vahingonkorvausvastuusta on säädetty kyseisen lain 2 luvun 21 §:ssä<sup>343</sup>. Sen mukaan jos rahasto-osuudenomistajalle tai rahastoyhtiölle on aiheutunut vahinkoa sen johdosta, että säilytysyhteisö on rikkonut sijoitusrahastolakia tai rahaston sääntöjä, tulee sen korvata vahinko. Ruotsissa tuottamuksen osalta on siis valittu sellainen ratkaisu, että jos vahinko aiheutuu sen johdosta, että lakia tai sijoitusrahaston sääntöjä on rikottu, seuraa korvausvastuu tuottamuksesta riippumatta. Vastuu on siis tältä osin ankaraa vastuuta, joka ei edellytä jonkin virheen tai laiminlyönnin olemassaoloa. Jos sen sijaan vahinko aiheutetaan muuten säilytysyhteisötoiminnassa, soveltuukin tilanteeseen skadeståndslag (1972:207) eli yleinen vahingonkorvauslaki. Näissä tilanteissa korvausvastuun syntymisen edellytyksenä onkin se, että vahinko on aiheutunut jonkin virheen tai laiminlyönnin seurauksena.<sup>344</sup>

Säilytysyhteisön korvausvastuu voi siis perustua sen *velvoitteiden* tahalliseen tai tuottamukselliseen *täyttämättä jättämiseen*. Tällöin kyse voi olla joko säilytysyhteisön velvoitteiden täyttämisen laiminlyömisestä tai sille kuuluvien tehtävien puutteellisesta suorittamisesta.<sup>345</sup> Vastuu voi perustua ensinnäkin puutteisiin säilytysyhteisön oman toiminnan asianmukaisuudessa. Säilytysyhteisön vastuu voi perustua myös rahastoyhtiön toimintaan. Säilytysyhteisö voi nimittäin muun ohella joutua vastuuseen rahastoyhtiön tekemistä lain tai rahaston sääntöjen vastaisista päätöksistä, ellei se täytä sille kuuluvaa velvollisuutta estää kyseisenkaltaiset päätökset. Tämän velvollisuuden sisältöä on täsmennetty sijoitusrahastolain 32 §:ssä, jonka mukaan säilytysyhteisön on ilmoitettava Finanssivalvonnalle, mikäli se päättää olla noudattamatta rahastoyhtiön antamaa toimeksiantoa tai jos se havaitsee rahastoyhtiön toiminnassa muutoin huomautettavaa, eikä rahastoyhtiö reagoi kehotuksiin peruuttaa päätöksiään tai muuttaa toimintatapaansa. Tämä peruste soveltuisi lähinnä säilytysyhteisön vastuuseen rahasto-osuuden omistajia

---

<sup>343</sup> Säännöksen teksti kuuluu: ”Om en fondandelsägare tillfogats skada genom att fondbolaget överträtt denna lag eller fondbestämmelserna, skall fondbolaget ersätta skadan. Om en fondandelsägare eller ett fondbolag tillfogats skada genom att förvaringsinstitutet överträtt denna lag eller fondbestämmelserna, skall institutet ersätta skadan.”

<sup>344</sup> Prop. 1974:128, s. 188. Samoin Prop. 1989/90:153, s. 76.

<sup>345</sup> HE 309/1992, s. 25.

kohtaan. Tuntuu näet hyvin erikoiselta, jos rahastoyhtiön olisi mahdollista vaatia säilytysyhteisöltä sen valvontavelvollisuuden lainminlyönnin perusteella korvausta vahingoista, jotka rahastoyhtiö on omalla toiminnallaan aiheuttanut.

Säilytysyhteisön vastuu voi perustua myös tilanteisiin, joissa säilytysyhteisön velvollisuutena on hoitaa sijoitusrahaston hallintoa rahastoyhtiön asemesta. Tällöin säilytysyhteisön korvausvastuu kattaa myös muut sijoitusrahastotoiminnassa aiheutuneet vahingot.<sup>346</sup> Tällöin säilytysyhteisön vastuun arviointiin voitaisiin ilmeisesti soveltaa säilytysyhteisön korvaussäännösten lisäksi tai asemesta rahastoyhtiön vastuuta koskevia säännöksiä, sillä toimiihan säilytysyhteisö ikään kuin rahastoyhtiönä sijoitusrahastoon nähden.

Säilytysyhteisön valvontavelvollisuuksien laiminlyömiseen tai puutteelliseen suorittamiseen liittyvä olennainen vahinkoriski voi puolestaan liittyä esimerkiksi siihen, että rahaston sijoitussalkun arvo on väärin määritetty. Tämä puolestaan johtaa siihen, että rahasto-osuuden arvo, jota käytetään osuuksien liikkeeseen laskun ja lunastuksen yhteydessä, muodostuu virheelliseksi.<sup>347</sup> Seuraavaksi tarkastellaan säilytysyhteisön vastuuta tarkemmin säilytysyhteisön päävelvoitteen eli sijoitusrahaston varojen säilyttämisen kannalta.

Sijoitusrahastolaissa tai sitä koskevissa esitöissä ei ole juuri täsmennetty, miten säilytysyhteisön tulisi täyttää päävelvoitteen sijoitusrahaston varojen säilyttämisestä. Velvoitteen sisältöä pitäisi kuitenkin pystyä täsmentämään, jotta olisi mahdollista arvioida, onko säilytysyhteisö hoitanut sille kuuluvat tehtävät asianmukaista huolellisuutta noudattaen. Lain 31 §:ssä todetaan lähinnä, että säilytysyhteisön tulee säilyttää rahaston varat luotettavalla tavalla. Yhteisten sijoitusmuotojen johtavana periaatteena voidaan pitää kaikessa toiminnassa sijoittajien yhteisten etujen huomioon ottamista. Tämän mukaisesti kaikessa toiminnassa tulisi välttää eturistiriitojen syntymistä ja pyrkiä takaamaan sijoittajien yhteisten etujen toteutuminen.<sup>348</sup> Sijoitusrahastolaissa tätä periaatetta ilmentää muun muassa säilytysyhteisön velvollisuus hoitaa tehtävänsä itsenäisesti rahasto-osuudenomistajien eduksi.

Säilytysyhteisölle kuuluvan päävelvoitteen asianmukaisen hoitamisen osalta voidaan edellyttää, että koska kyse on yhteisöstä, tulisi siltä vaadittavan huolellisuuden tason jo lähtökohtaisesti olla korkea. Näin on etenkin pankkien ja muiden arvopaperimarkkinoilla toimivien yhteisöjen kohdalla, joiden koko toiminta perustuu siihen, että asiakkaat luottavat niiden toiminnan asianmukaisuuteen.<sup>349</sup> Muutenkin oletuksena on, että yhtei-

---

<sup>346</sup> HE 238/1986, s. 21.

<sup>347</sup> Consultation Paper on the UCITS Depositary Function, s. 5.

<sup>348</sup> IOSCO (2000) Conflicts of Interests of CIS Operators, s. 11.

<sup>349</sup> Hellner – Hager – Persson (2010), s. 259.

söt ovat alansa erityisosajia, joilla on organisaatiossaan riittävät taloudelliset ja henkilölliset resurssit velvollisuuksiensa täyttämiseksi.<sup>350</sup> Sijoitustuotteiden ja tietotekniikan kehittymisen johdosta itse säilytystoiminta tarkoittaa nykyisin pääasiassa varojen elektronista säilyttämistä. Näin ollen monien sijoitusinstrumenttien kohdalla kyse onkin siten sijoituskohteiden omistukseen ynnä muuhun liittyvien tietojen kirjaamisesta erilaisiin sähköisiin järjestelmiin ja sähköisessä muodossa oleville tileille. Kaikkia kehityksen mukanaan tuomia uudistuksia ei ole luonnollisestikaan voitu ottaa huomioon pitkän aikaa voimassa olleissa säännöksissä.<sup>351</sup> Yleisesti ottaen sellaisia toimeksiantoja hoitavilta tahoilta, joiden edellytetään pitävän hallussaan toiselle kuuluvaa varallisuutta, voidaan edellyttää, että ns. vieras omaisuus pidetään erotettuna toimeksisaajan omasta omaisuudesta. Lisäksi erityisesti rahavarojen kohdalla edellytetään vähimmäisvaatimuksena erillään pitämisen tapahtuvan sillä tavoin, että toimeksiantajan varallisuus on erotettavissa toimeksisaajan omaisuudesta tämän mahdollisessa konkurssissa. Rahavarojen tulisi myös olla sijoitettuna toimeksiantajan etujen mukaisesti.<sup>352</sup>

Nämä periaatteet ilmenevät myös sijoituspalveluyrityksiä ja arvopaperinvälittäjiä koskevista asiakasvarojen käsittelyä koskevista säännöksistä.<sup>353</sup> Tällaisia varoja koskevien periaatteiden mukaan varojen säilytyksen ja käsittelyn tulee tapahtua luotettavalla tavalla. Varat tulee pitää selkeästi erillään yhteisön omista varoista. Esimerkiksi tilille kirjattavien varojen osalta tämä tarkoittaisi sitä, että varat tulisi pitää erillään yhteisön omista varoista. Lisäksi varoista on pidettävä luotettavasti kirjaa, jotta kunkin asiakkaan varat on riittävästi eriteltyinä muiden asiakkaiden varoista. Samat periaatteet koskevat sekä rahavaroja ja arvopapereita että muuta omaisuutta.<sup>354</sup> Näistä periaatteista voidaan hakea tulkinta-apua myös säilytisyhteisön säilytysvelvoitteen täyttämisen osalta. Suurin vahinkoriski, joka liittyy varojen säilyttämiseen, on luonnollisesti niiden menettäminen. Tämä voi johtua esimerkiksi siitä, että rahaston varoja ei ole asianmukaisesti rekisteröity ja erotettu säilytisyhteisön kirjanpidossa. Tällöin säilytettäviä varoja ei välttämättä pystytä tunnistamaan tietylle rahastolle kuuluviksi. Säilytystehtävien puutteelliseen täyttämiseen liittyvä vahinkoriski voi liittyä myös sellaiseen rahaston varallisuuteen, jota ei sellaisenaan voida säilyttää säilytisyhteisön hallinnassa. Tällaisia voivat olla esimerkiksi johdannaissopimukset. Tällöin vahinkoriski voi liittyä siihen, että säilytisyhteisö ei pysty pitämään yllä kokonaiskuvaa siitä, millaisiin sijoituskohteisiin rahaston varoja on

---

<sup>350</sup> Taxell (1993), s. 49.

<sup>351</sup> SWD(2012) 185, s. 6 – 7.

<sup>352</sup> Hellner – Hager – Persson (2010), s. 238.

<sup>353</sup> Harju (2009) Yritysoikeus-kirjan verkkojulkaisu; IV Arvopaperimarkkinoiden sääntely; Arvopapereita koskeva siviili- ja prosessioikeudellinen sääntely; Asiakasvarat erillään.

<sup>354</sup> HE 43/2007, s. 100.

sijoitettu. Tällöin kokonaiskuva rahaston sijoitussalkusta voi muodostua virheelliseksi.<sup>355</sup>

#### 4.4 Syy-yhteyskysymyksen arviointia

Vahingonkorvausvastuun syntymisen yleisiin edellytyksiin kuuluu syy-yhteys teon tai toiminnan sekä aiheutuneen vahingon välillä.<sup>356</sup> Kenenkään vastuulle ei voida oikeudellisesti lukea sellaisia vahinkoja, jotka olisivat syntyneet korvausvelvollisen osapuolen menettelystä riippumatta. Kaikissa tapauksissa ei syy-yhteyden olemassaolo kuitenkaan perusta korvausvelvollisuutta. Syy-yhteyden toteamisesta huolimatta jää esimerkiksi ennalta arvaamaton vahinko korvausvastuun ulkopuolelle.<sup>357</sup> Lisäksi oikeudellisen syy-yhteyden selvittämisen yhteydessä ei ole tarkoitus pyrkiä selvittämään tietyn vahingon kaikkia mahdollisia syitä, vaan huomio kiinnitetään oikeusnormeista ilmeneviin syihin, joiden perusteella vastuu vahingoista joko syntyy tai jää syntymättä.<sup>358</sup> Syy-yhteysedellytys vahingonkorvausoikeudessa merkitsee siis sitä, että jostakin menetyksestä tulee korvattavissa oleva vahinko vasta sen johdosta, että voidaan osoittaa tapauksessa olevan kysymys oikeudenvastaisuudesta ja että menetykset ovat aiheutuneet jonkun tahon norminvastaisesta menettelystä.<sup>359</sup>

Syy-yhteyden olemassaolon toteaminen tapahtuu yleensä lähtökohtaisesti ns. *conditio sine qua non* –periaatteen mukaisesti. Tällöin teko tai laiminlyönti katsotaan vahingon syyksi, mikäli kyseinen vahinko jäisi syntymättä, jos arvioitavana oleva teko tai laiminlyönti poistettaisiin vahinkoon johtaneesta tapahtumaketjusta.<sup>360</sup> Näin ollen syy-yhteyttä ei siis ole olemassa, jos vahinko tapahtuisi siitä huolimatta, että arvioitava tapahtuma poistettaisiin tapahtumaketjusta.<sup>361</sup> *Conditio sine qua non* –periaatteen avulla on tarkoitus saada selville ennen kaikkea vahingon syntymiselle välttämätön syy. Tällä tarkoitetaan siis seikkaa, jota ilman vahingollista seurausta ei olisi syntynyt.<sup>362</sup> Näin ollen tapahtuma on välttämätön edellytys toisen tapahtuman syntymiselle, mikäli jäl-

---

<sup>355</sup> Consultation Paper on the UCITS Depositary Function, s. 5.

<sup>356</sup> Hellner – Radetzki (2010), s. 195.

<sup>357</sup> Hemmo (2005a), s. 109.

<sup>358</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 321.

<sup>359</sup> Pöyhönen (1999), s. 317 - 318.

<sup>360</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 233.

<sup>361</sup> Virtanen (2011), s. 336.

<sup>362</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 322.

kimmäistä tapahtumaa ei olisi sattunut, jos aikaisempaa tapahtumaa ei olisi ollut.<sup>363</sup> Välttämätön syy edustaa ns. negatiivista kontrollia. Tämän mukaisesti se taho, joka pysyy kontrolloimaan välttämätöntä syytä, voi estää seurauksen aiheutumisen.<sup>364</sup> Välttämättömän syyn arvioiminen auttaa määrittämään vastuukysymyksen arvioinnin ulkopuolelle sellaisia tekijöitä, jotka ovat vahingon kannalta irrelevantteja.<sup>365</sup>

Välttämättömien syiden lisäksi tulee syy-yhteysarvioinnissa kiinnittää huomiota myös syiden riittävyteen. Riittävä syy on seikka, joka luonnonlakien ja ihmisten toiminnassa ilmenevien säännönmukaisuuksien vuoksi on jo yksinään riittävä aikaansaamaan tietyn asian.<sup>366</sup> Riittävää syytä arvioitaessa kysytään, onko tarkasteltavana oleva syy ollut sellaisenaan riittävän tehokas saamaan aikaan tapauksessa ilmenneen vahingon. Läheskään kaikki vahingon taustalla vaikuttavat välttämättömät edellytykset eivät ole sellaisessa asemassa, että ne kykenisivät saamaan aikaan vahingon, vaikka niiden poissaolo muuttaisikin taustaolosuhteita sellaisella tavalla, joka estäisi vahinkoa tapahtumasta. Syy-yhteysarvioinnissa onkin tarpeen ottaa huomioon sekä syyn välttämättömyys että sen riittävyys. Nykyisin syy-yhteys todetaankin usein ns. NESS-kausaliiteetin avulla. Tämä lyhenne tulee sanoista *necessery element of a sufficient set*. Syy-yhteys todetaan tällöin siten, että tarkasteltavana oleva teko tai laiminlyönti on tietyn seurauksen syy, jos (ja vain jos) se on välttämätön osa seurausta edeltävää seikastoa, joka on puolestaan ollut riittävä seuraamuksen aiheuttamiseksi.<sup>367</sup>

Koska perinteisen *conditio sine qua non* –periaatteen mukainen arviointi ja sen perusteella todettava syy-yhteys voisi johtaa vastuuseen hyvinkin kauaskantoisten seurausten aiheutumisesta, on korvausvastuun synnyttävää syy-yhteyttä rajattu. Näin ollen periaatteen osoittamista syistä otetaan lähtökohtaisesti huomioon vain ne, jotka yleisen elämäkokemuksen mukaan ovat omiaan aiheuttamaan kyseisenkaltaisia vahinkoja. Tätä rajoitusta kutsutaan ns. *adekvaattisuusteoriaksi*. Täysin yllätyksellisistä ja poikkeuksellisista teon tai laiminlyönnin seurauksista ei siten ole katsottu asianmukaiseksi asettaa vastuuta korvausvelvolliselle osapuolelle.<sup>368</sup> Näissä tapauksissa voidaan katsoa, että vahinko aiheutui lähinnä sattumanvaraisten seikkojen johdosta.<sup>369</sup>

Syy-yhteyttä voidaan pyrkiä rajoittamaan myös ns. *normin tarkoituksen* eli normin suojelutavoitteen avulla. Tuottamusvastuun tilanteissa tuottamus todetaan yleensä sen

<sup>363</sup> Hellner – Radetzki (2010), s. 197.

<sup>364</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 322.

<sup>365</sup> Hemmo (2005a), s. 113.

<sup>366</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 321. Samoin Hellner – Radetzki (2010), s. 197.

<sup>367</sup> Hemmo (2005a), s. 114-115.

<sup>368</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 233.

<sup>369</sup> Hellner – Radetzki (2010), s. 202.



perusteella, että vahingon aiheuttanut osapuoli on rikkonut jotakin laissa määrättyä yksityiskohtaista käyttäytymisnormia. Tällöin vaikka tapauksissa todettaisiin syy-yhteys osapuolen toiminnan ja vahingon aiheutumisen välillä *conditio sine qua non* –periaatteen nojalla ja lisäksi todettaisiin, että kyse on samalla jonkin normin asettaman käyttäytymisvelvoitteen rikkomisesta, voi vahinko kuitenkin jäädä osapuolen tuottamuksellisesta menettelystä huolimatta korvaamatta, mikäli sattunut vahinko ei ole rikottu normin tarkoituksen piirissä.<sup>370</sup> Käyttäytymistä säätelevien normien lisäksi tämän periaatteen nojalla korvausvelvollisuutta ei siten myöskään synny, vaikka laissa olisi erityinen korvaussäännös, jos säännöksen tarkoituksena ei ole suojata kyseisenkaltaisilta vahinkotilanteilta. Tätä periaatetta voidaan soveltaa myös sopimusvastuun alueella.<sup>371</sup> Sijoitusrahastolain monien normien tarkoituksena on turvata rahaston omistajien asemaa.<sup>372</sup> Näihin säännöksiin kuuluvat muun muassa korvausvastuuta koskevat säännökset.<sup>373</sup>

Sijoitusrahastolain säilytysyhteisön korvausvastuuta koskevassa säännöksessä edellytetään, että säilytysyhteisön vastattavaksi tuleva tappio *on aiheutunut* siitä, että säilytysyhteisö on tahallaan tai huolimattomuudesta jättänyt velvoitteensa täyttämättä. Tällä ilmauksella on katsottu tarkoitettavan syyn ja seurauksen välistä yhteyttä.<sup>374</sup> Koska syy-yhteysvaatimus kuuluu vahingonkorvausoikeuden keskeisiin edellytyksiin, joutuu myös säilytysyhteisön menettelyn vuoksi vahinkoa kärsineet tahot osoittamaan syy-yhteyden olemassaolon säilytysyhteisön toiminnan ja aiheutuneen tappion välillä. Syy-yhteyttä koskeva todistustaakka on ollut tapana sekä sopimuksenulkoisessa että sopimusvastuussa asettaa korvausta vaativalle osapuolelle.<sup>375</sup>

Tuottamusarviointi ja syy-yhteyskysymys liittyvät myös toisiinsa siten, että syy-yhteyden osoittamisella pyritään vastaamaan siihen arviointiin, onko jonkun toiminnassa kyse huolimattomuudesta tai onko toinen osapuoli toiminut varomattomasti.<sup>376</sup> Jos vahingon taustalla on toisen osapuolen laiminlyönti, voidaan syy-yhteyttä selvittää arvioimalla sitä, mitä olisi tapahtunut, jos laiminlyöty teko olisi asianmukaisesti tehty. Tällöin korvausvastuu perustuu siihen, että toimimatta jättänyt osapuoli olisi ollut velvollinen toimimaan siten, että vahingon syntyminen estyy. Syy-yhteyden osoittaminen eroaa aktiivisen teon ja laiminlyönnin tilanteissa. Teon kohdalla todistelu liittyy siihen, että

---

<sup>370</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 334.

<sup>371</sup> Hellner – Radetzki (2010), s. 211.

<sup>372</sup> HE 238/1986, s. 1.

<sup>373</sup> HE 238/1986, s. 7.

<sup>374</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 319.

<sup>375</sup> Rudanko (1998), s. 370.

<sup>376</sup> Pöyhönen (1999), s. 325.

yksilöity tapahtumankulku saadaan osoitettua. Laiminlyöntiä koskevissa tapauksissa todistelu liittyy puolestaan sen asian osoittamiseen, että vastuuasemassa olevan osapuolen toimimisvelvollisuuden noudattaminen olisi estänyt vahingonkärsijän menetyksen syntymisen. Usein todistelun ei tarvitse koskea sitä, millä useista mahdollisista tavoista vahinko olisi ollut torjuttavissa. Samoin tilanteissa, joissa on kyse anonyymistä tuottamuksesta isännänvastuun alueella, katsotaan riittäväksi, että todennäköisten tapahtumaketjujen joukko viittaa isännänvastuussa olevan tahon palveluksessa oleviin ryhmänä.<sup>377</sup>

Syy-yhteyden osoittaminen voi olla korvausta vaativalle osapuolelle kuitenkin hankalaa. On katsottu, että esimerkiksi arvopaperimarkkinaympäristössä vahingonkorvauksen yleisistä edellytyksistä juuri syy-yhteyksykysymykset aiheuttavat suurimmat ongelmat korvauskysymysten arvioinnissa. Myös itse syy-yhteyksien selvittäminen voi tuottaa tavanomaisiin korvaustilanteisiin verrattuna äärimmäisen hankalia ongelmia.<sup>378</sup> Erityisesti ns. markkinariskiin kuuluvat tappiot ja korvattavat vahingot voi olla vaikeaa erottaa toisistaan. Tällöin tulisi pystyä erottamaan, mikä voidaan katsoa kuuluvaksi sellaiseen markkinariskiin, joka ei sinänsä voi olla vastuun perusteena. Syy-yhteyden osalta onkin esitetty, että syy-yhteyсарvioinnissa tulisikin korostaa sitä, että markkinariskin kasvattaminen voikin olla korvausvastuun peruste ja tällöin erityisesti se, kenen toiminnasta johtuen riski on kasvanut. Tämä voi kuitenkin muodostua vaikeaksi kysymykseksi selvittää.<sup>379</sup> Markkinariskin lisäksi tappioiden syynä voivat olla yleisemmät markkinaolosuhteet. Esimerkiksi osakemarkkinoilla kurssien kehittymiseen vaikuttavat muun muassa maailman- ja kansantalouden yleinen kehitys, markkinapsykologia ja monet muut tekijät.<sup>380</sup> Vaikka onkin selvää, että syy-yhteyksykysymystä arvioitaessa säilytysyhteisön aiheuttamiksi ei voida lukea sellaisia tappioita, joiden aiheutuminen johtuu yleisestä markkinariskistä tai markkinatilanteesta, voitaisiin kuitenkin katsoa, ettei rahasto-sijoittajilta voida vaatia mitään pitkälle vietyjä selvityksiä säilytysyhteisötoiminnassa tapahtuneiden vahinkojen aiheutumismekanismeista. Muutenkin asiantuntijapalveluiden kohdalla on esitetty, että tulisi olla riittävää, jos toimeksiantaja pystyisi saattamaan edes jossain määrin todennäköiseksi, että asiantuntijan toiminta on aiheuttanut hänelle vahinkoa. Tämän osoittamisen jälkeen näyttötaakka vahingon aiheutumisesta tai parem-

---

<sup>377</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 333 – 334.

<sup>378</sup> Lisäksi syy-yhteyksykysymyksiä on oikeuskirjallisuudessa käsitelty lähinnä siitä näkökulmasta, miten virheellisen tiedonannon aiheuttamia vahinkoja arvioidaan arvopaperimarkkinaympäristössä. Tältä kannalta käsitellyistä näkökohdista ei juuri ole saatavissa apua säilytysyhteisötoiminnassa aiheutuvien vahinkojen arvioinnin kohdalla. Tiedonantovirheitä ovat käsitelleet esimerkiksi Norros (2009) Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla tai Rudanko (1998) Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus.

<sup>379</sup> Rudanko (1998), s. 369 – 370.

<sup>380</sup> Haussila (2002), s. 292.

minkin sen kiistämisestä kääntyisi toimeksisaajalle. Näin on siksi, että toimeksiantoa hoitavalle osapuolelle lienee helpompaa hankkia näyttöä mahdollisista muista tapahtumakuluista.<sup>381</sup> Tämän kaltaisen tulkinnan voitaisiin katsoa olevan asianmukainen myös säilytysyhteisön kohdalla. Tällaisen kevennetyn tai käännetyn todistustaakan mukainen arviointi olisi myös sijoitusrahastotoimintaan liittyvien sijoittajansuojanäkökohtien mukainen tulkintatapa.

#### 4.5 Vahingon määrittelyyn liittyviä näkökohtia

Vahinko voidaan yleisesti vahingonkärsijän näkökulmasta määritellä negatiiviseksi, ulkopuolisesta syystä sattuneeksi tapahtumaksi. Tapahtuma on hänen kannaltaan negatiivinen esimerkiksi sen johdosta, että vahingonkärsijän omaisuuden arvo alenee sattuneen tapahtuman johdosta. Vahinkoa kärsinyt osapuoli haluaisi luonnollisesti pitää kaikkia hänen näkökulmastaan haitallisia seurauksia vahinkoina.<sup>382</sup> Korvattavan vahingon määrittelemistä ohjaavat kuitenkin erilaiset oikeusperiaatteet. Vahingonkorvauksen määrä tulisi lähtökohtaisesti olla täyden korvauksen suuruinen. Tämän mukaisesti korvauksen tulisi hyvittää vahingonkärsijälle kokonaan aiheutunut menetys.<sup>383</sup> Täyden korvauksen periaatteella tarkoitetaan yleisessä muodossa sitä, että korvausta tulisi suorittaa niin suuri määrä, että vahinkoa kärsinyt osapuoli pääsee korvauksen johdosta asemaan, jossa hän olisi, ellei vahinkoa aiheuttanut tapahtumaa olisi sattunut.<sup>384</sup> Toisaalta vahingonkorvausoikeudessa on vakiintuneesti noudatettu ns. rikastumiskieltoa. Sen mukaan korvauksena maksettava määrä ei saa johtaa siihen, että vahingonkärsijä saisi etua vahingon johdosta.<sup>385</sup> Korvaus ei siten saa johtaa siihen, että vahingonkärsijä olisi korvauksen saatuaan paremmassa asemassa kuin ilman vahinkotapahtuman sattumista.<sup>386</sup> Erityisesti arvopaperimarkkinoihin liittyvien vahinkojen osalta periaate vaikuttaa siten, että sijoitustoiminnassa aiheutuneiden vahinkojen osalta on erotettava toisistaan sijoittamiseen liittyvän riskin realisoitumisesta aiheutunut tappio ja jonkun moitittavasta menettelystä johtuva korvauskelpoinen tappio.<sup>387</sup> Vahingonkorvausoikeuden periaatteisiin

---

<sup>381</sup> Norros (2008), s. 641.

<sup>382</sup> Virtanen (2011), s. 7 - 8.

<sup>383</sup> Hemmo (2005a), s. 144.

<sup>384</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 371.

<sup>385</sup> Hemmo (2005a), s. 144.

<sup>386</sup> Norros (2010), s. 33.

<sup>387</sup> Knuts – Norros (2011), s. 1413.

kuuluu myös niin sanottu edun tasoitus.<sup>388</sup> Korvauksen määrää laskettaessa onkin otettava huomioon myös vahinkotapahtumasta mahdollisesti saatu hyöty sekä vahingonkäräjälle mahdollisesti syntyneet säästöt, jotka muuten olisivat olleet hänen menojaan.<sup>389</sup> Korvausvelvollisuus kattaakin siten vain nettovahingon määrän.<sup>390</sup>

Vahingon määrää pyritään yleensä arvioimaan niin sanotun *differenssiteorian* avulla. Tämän mukaisesti vahinko ilmenee kahden eri tapahtumakulun välisenä erona. Differenssiteoriaa sovellettaessa arvioidaan ensinnäkin sitä todellista tapahtumakulkua, jonka aiheuttaa vahinkoon johtanut syy. Toiseksi arvioidaan sitä ajateltavissa olevaa tapahtumakulkua, joka olisi tapahtunut, ellei vahinkoon johtanutta syytä olisi lainkaan ollut. Tätä jälkimmäistä tapahtumakulkua kutsutaan hypoteettiseksi tapahtumakuluksi, sillä sen sisältö on arvionvarainen.<sup>391</sup> Jotta kysymys olisi vahingosta, tulee tapahtumakulujen vertailun osoittaa, että toteutunut tilanne on vahingonkäräjän kannalta jollakin tavalla epäedullisempi kuin sen olisi pitänyt olla. Yleensä kyse on nimenomaan tilanteen taloudellisesta epäedullisuudesta.<sup>392</sup> Hypoteettinen tapahtumakulku merkitsee siten sitä, millainen lopputulos olisi ollut normin mukaisesti meneteltynä. Teorian mukainen vahingonmäärittämistapa perustuu normaalisti vahingonkäräjän subjektiiviseen tilanteeseen. Vahingon arviointi tapahtuu lähtökohtaisesti sen perusteella, miten vahinkotapahtuma vaikuttaa kyseisen vahingonkäräjän asemaan hänen yksilölliset suunnitelmansa ja muut olosuhteet huomioiden. Tällöin arvioinnissa lähdetään siitä, miten vahingonkäräjä olisi menetellyt ja miten hän ehkä olisi parantanut taloudellista tilannettaan, jos vahinkoa aiheuttanut tapahtumaa ei olisi lainkaan sattunut.<sup>393</sup>

Sijoitusrahastolain säilytysyhteisön korvausvastuuta koskevassa säännöksessä on vahinko kuvattu *tappioksi*, joka on aiheutunut siitä, että säilytysyhteisö on tahallaan tai huolimattomuudesta jättänyt velvoitteensa täyttämättä. Tappiolla voidaan yleensä tarkoittaa vahingon aiheuttamaa haittaa rahallisesti arvioituna.<sup>394</sup> Yleensä tappiota ja vahinkoa ei tarvitse käsitteellisesti taloudellisten vahinkojen kohdalla erottaa mitenkään toisistaan. Se taloudellisten tilojen differenssi, joka voidaan ilmaista vain rahallisesti, on samalla kertaa sekä vahinko että tappio.<sup>395</sup> Säilytysyhteisön menettelystä aiheutuvat tappiot ovatkin mitä ilmeisimmin ns. puhtaita varallisuusvahinkoja. Niillä tarkoitetaan

---

<sup>388</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 235.

<sup>389</sup> Routamom – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 371.

<sup>390</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 235.

<sup>391</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 367.

<sup>392</sup> Saxén (1975), s. 268.

<sup>393</sup> Hemmo (2005a), s. 144.

<sup>394</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 367.

<sup>395</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 369.

pääsääntöisesti vahinkoja, jotka eivät ole yhteydessä henkilö- tai esinevahinkoon.<sup>396</sup> Tosin puhtaan varallisuusvahingon määritelmästä ei vallitse täyttä yksimielisyyttä. Suppean käsityksen mukaan puhdas varallisuusvahinko on ainoastaan sellainen taloudellinen vahinko, joka ei liity mihinkään henkilö- tai esinevahinkoon. Laajemman tulkinnan mukaan puhdas varallisuusvahinko voi olla myös sellainen taloudellinen vahinko, joka on kärsitty toisen henkilö- tai esinevahingon johdosta.<sup>397</sup>

Jos sijoitusrahastolaissa ei olisi omia korvausvelvollisuutta koskevia säännöksiä, voisi vahinko tulla korvattavaksi esimerkiksi vahingonkorvauslain nojalla tai sopimusvastuun perusteella. Ellei vahinkoa kärsinyt voisi vedota lain erityiseen korvaussäännökseen eikä sopimusvastuuseen, voisivat varallisuusvahingot jäädä vahingonkorvauslain asettamista rajoituksista johtuen korvaamatta, vaikka toisen osapuolen voitaisiinkin osoittaa menetelleen tuottamuksellisesti.<sup>398</sup> Vahingonkorvauslaissa puhtaiden varallisuusvahinkojen korvaaminen on nimittäin lain 5 luvun 1 §:ssä rajoitettu tilanteisiin, joissa vahinko on aiheutettu rangaistavaksi säädetyllä teolla tai julkista valtaa käytettäessä. Puhdas varallisuusvahinko voi tulla korvattavaksi myös silloin, kun siihen katsotaan olevan erityisen painavia syitä. Sopimusvastuussa sen sijaan on pääperiaatteena, että puhtaat varallisuusvahingot korvataan tilanteissa, joissa sopimusvelvoitteita rikotaan.<sup>399</sup> Puhtaan varallisuusvahingon korvattavuuteen liittyvistä rajoituksista johtuen rahoitusmarkkinoilla toimivien osapuolten menettelyä säätelevien eri lakien esitöissä onkin nimenomaisesti mainittu, että lakiin otettu erillinen korvaussäännös merkitsee sitä, että niin sanotun puhtaan varallisuusvahingon korvaaminen ei edellytä vahingonkorvauslaissa tarkoitettujen erittäin painavien syiden olemassaoloa silloinkaan, kun vahinkoa aiheuttanut tekoa ei ole erityislaissa säädetty rangaistavaksi.<sup>400</sup> Koska säilytysyhteisöjen toiminta liittyy läheisesti muiden rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen toimialaan, voidaan olettaa, että myös säilytysyhteisön vastuuta koskevassa säännöksessä on korvattavilla tappioilla tarkoitettu juuri puhtaita varallisuusvahinkoja.

Korvattavien vahinkojenkin määrittämiseen liittyy kysymys näyttötaakasta ja sen jakautumisesta. Pääsääntöisesti kantajan tulee riita-asiassa näyttää toteen ne seikat, jotka tukevat kannetta. Tätä pääsääntöä on noudatettu myös rahoitusmarkkinoihin liittyvien vahinkojen määrän osalta. Esimerkiksi sijoitusrahastolain esitöissä todetaan, että vahingonkärsijän on kuitenkin kyettävä näyttämään kärsimänsä vahinko toteen.<sup>401</sup> Samoin

---

<sup>396</sup> Hoppu – Hoppu (2011), s. 234.

<sup>397</sup> Sandvik (2010), s. 25.

<sup>398</sup> Hemmo (2005a), s. 156.

<sup>399</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 414.

<sup>400</sup> HE 157/1988, s. 57. Samoin HE 234/1988, s. 25 ja HE 7/1996, s. 49.

<sup>401</sup> HE 238/1986, s. 21.

esimerkiksi Arvopaperilautakunta on ratkaisukäytännössään lähtenyt siitä, että asian käsittely lautakunnassa edellyttää asiakkaan yksilöimää rahamääräistä vaatimusta tai vahvistusvaatimusta.<sup>402</sup> Myös asiantuntijapalveluiden osalta on esitetty, että näyttövelvollisuus vahingosta kuuluisi korvausta vaativalle osapuolelle, vaikka näiden palveluiden yhteydessä on muutoin esitetty lievennyksiä todistelukysymyksiä arvioinnissa.<sup>403</sup> Vahingon määrän todistelua on kuitenkin helpotettu siten, että jos korvauksen määrästä ei ole saatavissa riittävää näyttöä tai se on vain vaikeuksien hankittavissa, tuomioistuimella on oikeudenkäymiskaaren (1.1.1734/4) säännöksen (OK 17:6) nojalla oikeus arvioida vahinko kohtuuden mukaan. Näin ollen tilanteissa, joissa kantaja ei voi todistaa hänelle aiheutuneen tappion määrää, voidaan korvausta tuomita arvion perusteella. Tällöin tuomioistuimen pitää kuitenkin olla vakuuttunut siitä, että tappiota ylipäänsä on aiheutunut. Jos tappion määrä sen sijaan olisi selvitettävissä, mutta vahingonkärsijä ei tällaista selvitystä esitä, korvausta ei ilmeisesti kuitenkaan tuomittaisi siltä osin, kuin selvitystä olisi saatavissa.<sup>404</sup>

Aiheutuneen tappion korvattavuuteen liittyviä kysymyksiä arvioitaessa on myös kiinnitettävä huomiota siihen, minkälainen tappio voi lähtökohtaisesti olla korvattavaa vahinkoa. Sijoitusrahastotoimintaan kuten muuhunkin sijoittamiseen liittyy aina tietty riski. Nämä riskit perustuvat yleensä niiden sijoituskohteiden riskeihin, joihin rahaston varoja sääntöjen mukaan sijoitetaan. Vaikka sijoitusrahastotoiminnan riskisyyttä on pyritty vähentämään vaatimuksella sijoitusten riittävästä hajauttamisesta, sijoitusrahastokaan ei pysty suojaamaan sijoittajia arvopaperisijoittamiseen liittyvältä markkinarisikiltä eli kurssivaihteluihin liittyvältä riskiltä.<sup>405</sup> Lähtökohtaisesti voidaan myös olettaa, että sijoittajat ovat tietoisia myös rahastosijoitusten riskisyydestä, vaikka rahastosijoituksia tarjotaankin useasti vaihtoehtona pankkitalletuksille ja paljon myös sellaisille asiakkaille, joilla ei muuten ole kokemusta arvopaperisijoittamisesta.<sup>406</sup> Sijoitusrahastojen riskisyys kuitenkin vaihtelee rahastotyypin mukaisesti ja myös samantyyppisten rahastojen riskisyydessä voi olla eroja. Jos sijoittaja on tyypiltään riskin karttaja, joka ei halua menettää osaakaan sijoittamastaan pääomasta, tulee hänen luonnollisesti valita vähiten riskiset rahastovaihtoehdot. Sijoitusrahastoissa on yleensä käytännössä mahdollista, että koko sijoitettu pääoma menetettäisiin. Tästä huolimatta rahasto-osuuden arvo voi kuitenkin laskea pörssikurssien tai korkojen muutosten seurauksena. Arvon alentumisen syynä voivat olla myös rahastoa hoitavien henkilöiden epäonnistuneet sijoitusrat-

---

<sup>402</sup> Hemmo (2005b), s. 68.

<sup>403</sup> Norros (2008), s. 641.

<sup>404</sup> Routamo – Ståhlberg – Karhu (2006), s. 473 – 474.

<sup>405</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 6.

<sup>406</sup> Norros (2009a), s. 381.

kaisut.<sup>407</sup> Vastuukysymysten osalta on kuitenkin huomioitava, että selvä lähtökohta sijoittamisessa on, että markkinariski kuuluu sijoittajan itsensä kannettavaksi. Näin ollen vaikka sijoitustoiminta olisikin tulokseltaan heikonlaista, ei tästä sellaisenaan voida tehdä päätelmiä palveluntarjoajan vastuusta.<sup>408</sup> Toisaalta sijoitustoiminnassa on myös huomioitava, ettei kukaan voi tarkasti tietää, miten jonkun tietyn sijoituskohteen arvo tulee tulevaisuudessa kehittymään.<sup>409</sup> Myös sijoitusrahastotoiminnassa voi siis käydä niin, että sijoitukselle odotettu tuotto ja myös sijoitettu pääoma voidaan menettää tai ne voivat vähentyä. Jos kyse on normaalin markkinariskin realisoitumisesta, kuuluvat tästä johtuvat tappiot rahastosijoittajien itsensä kannettaviksi.<sup>410</sup> Rahasto-osuuden arvo voi siis alentua alle sijoitetun pääoman määrän ilman, että kyse olisi välttämättä korvauskelpoisesta vahingosta.<sup>411</sup>

Näin ollen myös säilytysyhteisön korvausvastuun osalta on selvää, ettei sille voida asettaa korvausvelvollisuutta sellaisista tappioista, jotka perustuvat markkinoiden normaaliin riskisyyteen. Jos sen sijaan säilytysyhteisö ei huolehdi sille kuuluvista velvollisuuksista asiaan kuuluvalla tavalla, voi tämän johdosta aiheutuneista tappioista seurata rahasto-osuudenomistajille korvauskelpoista vahinkoa.<sup>412</sup> Vahingon määrittelyä tarkastellaan seuraavassa säilytysyhteisön päävelvollisuuden kannalta. Säilytysyhteisötoimintaan liittyviä korvauskysymyksiä ei ole ollut ratkaisuelinten käsiteltävinä. Sijoitusrahastotoimintaan liittyviä korvauskysymyksiä ei ole myöskään kirjallisuudessa käsitelty erityisesti säilytysyhteisön toiminnan kannalta. Seuraavassa käsitelläänkin näin ollen yleisiä näkökohtia vahingon arvioinnista.

Säilytysyhteisön päävelvoitteena on siis sijoitusrahaston varallisuuden säilyttäminen luotettavalla tavalla. Tämän velvoitteen rikkominen voi puolestaan johtaa sijoitusrahaston varojen menettämiseen. Tästä voisi syntyä rahasto-osuudenomistajille tappioita lähinnä siinä muodossa, että rahastoon sijoitetut pääomat ja niille mahdollisesti kertyneet tuotot menetetään. Tällöin pitäisi siis pystyä määrittämään, mikä on menetetyn varallisuuden arvo. Vahingon määrittämisessä pitäisi siten pystyä arvioimaan toteutunutta tapahtumankulkua, jossa siis rahaston varat on menetetty sekä sitä hypoteettista tilannetta, miten asiat olisivat, jos säilytysyhteisö olisi täyttänyt velvoitteensa asianmukaisesti.

Arvioinnin lähtökohdaksi voitaisiin tällöin ottaa se, että sijoitusrahastolain 48 §:n mukaan rahastoyhtiön tulee pääsääntöisesti jokaisena pankkipäivänä laskea rahasto-

---

<sup>407</sup> Sijoitusrahasto-opas 2012, s. 14.

<sup>408</sup> Hemmo (2005b), s. 59 – 60.

<sup>409</sup> Hemmo (2005b), s. 63.

<sup>410</sup> Norros (2009b), s. 492.

<sup>411</sup> Norros (2009b), s. 498.

<sup>412</sup> Norros (2009b), s. 492,

osuuksien arvo. Rahasto-osuuden arvo määritetään markkinahintojen perusteella tai sitten tilanteissa, joissa markkina-arvoa ei poikkeuksellisesti ole saatavissa, rahaston säännöissä tarkemmin määritetyllä tavalla. Näin ollen kun säilytettävänä olevan omaisuuden menettäminen todetaan, olisivat rahasto-osuuksien arvot ennen menetystä ainakin periaatteessa suhteellisen varmasti selvitettävissä.

Jos vahinkokysymystä tarkasteltaessa on otettava kantaa rahasto-osuuksien tuottojen määrittämiseen, on tuottojen kehittymistä mahdollista pyrkiä selvittämään esimerkiksi rahastolle nimenomaisesti asetetun vertailuindeksin tai jonkin muun soveltuvan indeksin avulla<sup>413</sup>. Jos rahastolle ei ole nimetty vertailuindeksiä eikä sopivaa indeksiä ole käytettävissä, voidaan tuottoja pyrkiä määrittämään muulla tavoin. Tällöin vertailuapuna voidaan käyttää esimerkiksi muiden rahastoyhtiöiden tuotevalikoimista löytyviä vastaavanlaisia rahastoja. Jos tämäkään ei onnistu, vertailukohta voidaan pyrkiä luomaan esimerkiksi muodostamalla vertailusalkku useammasta vertailuindeksistä tai –rahastosta tarvittaessa painottamalla kunkin vertailukohdan osuutta todennäköisyyksin.<sup>414</sup>

## 4.6 Vastuu alisäilytyksestä

Säilytisyhteisön on siis mahdollista käyttää tehtäviensä hoitamisessa apuna säilytyspalvelutehtäviin erikoistuneita viranomaisvalvonnassa olevia yhteisöjä. Sijoitusrahastodirektiivissä edellytetään alisäilytyksen osalta, että sijoitusrahaston varojen antaminen kokonaan tai osittain kolmannen osapuolen säilytettäväksi, ei saa rajoittaa säilytisyhteisön vastuuta. Tämän vastuun laajuus ja sen tarkempi sisältö on kuitenkin direktiivissä jätetty määräytymään kunkin jäsenvaltion kansallisten lainsäädäntöjen mukaisesti. Näin ollen säilytisyhteisön vastuu voikin kulloinkin sovellettavista vastuunormeista riippuen tarkoittaa sitä, että säilytisyhteisö on täysin vastuussa alisäilyttäjän mistä tahansa epäasianmukaisesta toiminnasta tai sitten vastuu kattaa ainoastaan tilanteet, joissa alisäilyttäjä on valittu huolimattomasti.<sup>415</sup> Säilytisyhteisöjen vastuu onkin muodostunut erilaiseksi eri maissa. Joissain jäsenvaltioissa on katsottu, että pääsäilyttäjä ei ole vastuussa,

---

<sup>413</sup> APL on esimerkiksi ratkaisussaan 41/2008 vahingon määrää laskettaessa arvioinut vahingot kyseistä rahastoa vastaavien sijoitustuotteiden mukaan. Tässä tapauksessa kyse oli lyhyen koron rahastosta ja tuotto arvioitiin kyseisen kaltaisten rahastojen keskimääräisen tuoton mukaan. Tällöin tuottoa määritettäessä jätettiin paras ja huonoin rahasto huomioon ottamatta.

<sup>414</sup> Norros (2009a), s. 427.

<sup>415</sup> Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, Commission of the European Communities, s. 24.



jos se pystyy osoittamaan, että alisäilyttäjä on valittua asianmukaista due diligence –menettelyä noudattaen ja että sen toimintaa on valvottu asianmukaisesti. Toisissa taas on katsottu, että pääsäilyttäjä on aina vastuussa varojen palauttamisesta, vaikka se siis olisikin delegoinut säilytystehtävät kolmannelle taholle.<sup>416</sup> Joissain maissa päähuomio on pääsäilyttäjän valvontavelvollisuuden noudattamisessa. Laiminlyöntiin perustuvaa vastuuta soveltavissa maissa on katsottu, että pääsäilyttäjä ei joudu vastuuseen vahingoista, jos se pystyy osoittamaan valvoneensa alisäilyttäjää asianmukaisesti. Osassa maista pääsäilyttäjä taas joutuu korvaamaan tai palauttamaan varat riippumatta siitä, onko se rikkonut valvontavelvollisuuksiaan.<sup>417</sup>

Vahinkoriskit alisäilytyksen osalta voivat liittyä lähinnä siihen, että säilytettävänä olevia rahaston varoja ei ole asianmukaisella tavalla eritelty alisäilyttäjän kirjanpidossa ja tämän johdosta niitä ei välttämättä ole mahdollista tunnistaa rahastolle kuuluviksi ja siten osoittaa kuuluviksi sen osuudenomistajille. Toinen mahdollinen tilanne, jossa alisäilytyksessä olevat varat voidaan menettää on alisäilyttäjän insolvenssi. Tällöin voi käydä niin, että varoja ei saada takaisin rahastolle.<sup>418</sup> Sijoitusrahastolain säilytysyhteisön korvausvastuuta koskevassa säännöksessä ei ole erikseen mainittu mitään säilytysyhteisön vastuun perusteista alisäilytyksen osalta. Lain esitöissä todetaan ainoastaan, että vastuu säilytystehtävien hoitamisesta on pääsäilyttäjällä.<sup>419</sup> Esitöissä ei kuitenkaan ole täsmennetty, minkälainen pääsäilyttäjän vastuun tarkempi sisältö on. Ei siis ole aivan selvää, onko säilytysyhteisön vastuu alisäilyttäjän toiminnasta sijoitusrahastolain korvaussäännöksen nojalla ehdotonta vai voisiko pääsäilyttäjän vastuu koskea vain huolimattomuutta apusäilyttäjän valinnassa tai valvonnassa.

Lähtökohtaisesti säilytysyhteisö ja rahastoyhtiö sijoitusrahaston edustajana tekevät sopimuksen rahaston varojen säilyttämisestä. Samoin pääsäilyttäjän ja alisäilyttäjien väliset suhteet perustuvat alisäilytyssopimukseen. Tämän johdosta pääsäilyttäjän vastuun arvioimiseen voisi hakea tulkinta-apua sopimusvastuun periaatteista. Lähtökohtana alisäilyttäjän käyttämisessä on, että säilytysyhteisö voi itse päättää, käyttääkö se tehtäviensä suorittamisessa apuna toista yhteisöä.<sup>420</sup> Yleensäkin sopimussuhteissa suoritukseen velvoittautunut osapuoli saa käyttää velvoitteidensa täyttämässä vapaasti haluamiaan apulaisia, ellei muusta ole erityisesti sovittu.<sup>421</sup> Sopimusoikeudellinen isännänvastuu onkin kehittynyt juuri tällaisia tilanteita varten. Jos sopimusosapuoli ei vastaisi

---

<sup>416</sup> CESR's Response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function, s. 3.

<sup>417</sup> KOM (2012) 350 lopullinen, s. 6.

<sup>418</sup> Consultation Paper on the UCITS Depositary Function, s. 5.

<sup>419</sup> HE 202/1998, s. 51.

<sup>420</sup> SOU 2002:104, s. 71.

<sup>421</sup> Hemmo (2002), s. 20.

apulaistensa suorituksista, olisi sopimusosapuolen mahdollista rajoittaa omaa vastuutaan apulaisia käyttämällä.<sup>422</sup> Sopimusvastuun periaatteisiin kuuluukin, että sopimusosapuoli vastaa apulaisina käyttämiensä tahojen toiminnasta kuin omastaan. Jos sopimusvelvoitteita ei täytetä asianmukaisesti, sopimuspuoli ei yleensä voi onnistuneesti oman vastuunsa välttämiseksi vedota apulaistensa laiminlyönteihin.<sup>423</sup>

Sijoitusrahastolain esitöissä on katsottu, että vastuu säilytystehtävien hoitamisesta on siis pääsäälyttäjällä.<sup>424</sup> Pääsäälyttäjän vastuulla olisi siten huolehtia siitä, että alisäälyttäjä täyttää laissa asetetut vaatimukset ja että varojen säilytys muutenkin tapahtuu luotettavalla tavalla. Säilytysyhteisön tehtävien siirto ei myöskään saa vaikeuttaa pääsäälyttäjän valvontavelvollisuuksien täyttämistä.<sup>425</sup> Säilytysyhteisön tuleekin huolehtia riittävällä tavalla alisäälytys­sopimuksen ehtoja laadittaessa siitä, että se kykenee aina täyttämään pääsäälyttäjän velvoitteensa. Pääsäälyttäjän tulee myös olla jatkuvasti selvillä siitä, missä apusäälyttäjän hallussa olevat rahaston varat ovat ja miten ne on sijoitettu. Lisäksi vastuu apusäälyttäjän toiminnasta on pääsäälyttäjällä.<sup>426</sup>

Tämän mukaisesti rahastoyhtiö tai rahastosijoittajat eivät lähtökohtaisesti joudu kääntymään korvausvaateineen alisäälyttäjän puoleen, vaan voivat esittää korvausvaatimuksensa pääsäälyttäjälle. Säilytysyhteisön korvausvastuu tulee siten arvioitavaksi sijoitusrahastolain 137 §:n mukaan. Korvausvastuun syntyminen edellyttää täten, että säilytysyhteisö on tahallaan tai huolimattomuudesta jättänyt velvoitteensa täyttämättä. Säilytysyhteisön vastuun osalta ei sijoitusrahastolaissa tai sen esitöissä ole kuitenkaan tarkennettu, tarkoittaako tuottamus tässä yhteydessä sitä, että alisäälyttäjän tuottamuksellinen menettely katsotaan pääsäälyttäjän omaksi tuottamukseksi vai tuleeko tuottamuksellisen menettelyn ilmetä esimerkiksi alisäälyttäjän valinnassa tai valvonnassa.

Sopimusvastuun alalla suoritusvelvollinen vastaa siis käyttämiensä apulaisten menettelystä omasta tuottamuksestaan riippumatta.<sup>427</sup> Oikeusseuraamuksen tuottamusedellytyksen katsotaan tällöin täyttyvän sen johdosta, että sopimusvelallisen katsotaan vastaa­van apulaistensa tuottamuksesta ikään kuin kyse olisi hänen omasta tuottamuksestaan. Käytetyt apulaiset ovat yleensä joko alisteisessa asemassa sopimusvelalliseen tai sitten kyse on itsenäisistä apulaisista. Sopimusosapuoli ohjeistaa ja valvoo epäitsenäisiä apulaisiaan yleensä koko toimeksiantosuhteen ajan. Itsenäiset apulaiset saavat puolestaan täyttää niille siirretyt tehtävät suhteellisen vapaasti. Sopimusvastuussa on ollut pääperi-

---

<sup>422</sup> Hemmo (1998), s. 118.

<sup>423</sup> Hemmo (2002), s. 20.

<sup>424</sup> HE 202/1998, s. 51.

<sup>425</sup> SOU 2002:104, s. 71.

<sup>426</sup> HE 202/1998, s. 50 – 51.

<sup>427</sup> Hemmo (1998), s. 114.

aatteena, että sopimusvelallinen vastaa ilman muuta epäitsenäisen apulaisansa tuottamuksesta. Itsenäisten apulaisten kohdalla tilanne ei ole aina ollut yhtä selvä, mutta nykyisin pääperiaatteena on tässäkin, että sopimusvelallinen vastaa myös käyttämiensä itsenäisten yritysten tuottamuksellisesta menettelystä.<sup>428</sup> Tässäkin tapauksessa sopimusvelallisella on mahdollisuus osoittaa jonkin suorituksesta vapauttavan seikan olemassaolo, mutta tällöin todistelussa ei siis ole mahdollista vedota apulaisten tekemiin virheisiin. Kyseeseen voisi tulla lähinnä jokin sekä sopimusvelallisen että apulaisten vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella oleva, ennakoimaton ja voittamaton este. Vastuusta vapautuminen edellyttäisi siis sen osoittamista, että suoritushäiriö ei johdu sopimusosapuolen eikä hänen apulaisansa tuottamuksesta. Tuottamuksen arviointi kohdistuu tällöin sekä esteen syihin että sen selvittämiseen, onko apulaisten valinta tehty riittävää huolellisuutta noudattaen.<sup>429</sup>

Kuten edellä kävi ilmi, on rahoitusmarkkinoilla toimivien yhteisöjen osalta alettu soveltaa sopimusvastuulle tyypillistä käännettä todistustaakkaa. Tällöin vahingon aiheuttajan on vastuusta vapautuakseen pystyttävä osoittamaan, että on toiminut huolellisesti.<sup>430</sup> Voidaan puhua myös presumptiovastuusta, jossa todistustaakka on siis käännetty tuottamuksen osalta.<sup>431</sup> Jos pääsäilyttäjän vastuuta arvioitaisiin sopimusoikeudellisten periaatteiden valossa, tarkoittaisi tämä kuitenkin lähinnä sitä, että alisäilyttäjän menettely luettaisiin pääsäilyttäjän vastuulle 137 §:n mukaista tuottamusedellytystä arvioitaessa. Pääsäilyttäjä vastaisi apusäilyttäjän toiminnasta siis isännänvastuun periaatteiden mukaisesti omasta tuottamuksestaan riippumatta. Tällöin pääsäilyttäjä ei siis voisi vapautua korvausvelvollisuudestaan omaan huolelliseen toimintaansa vetoamalla. Vapautuminen ei siis tulisi kysymykseen myöskään sen osoittamisella, että apusäilyttäjä on virheellään tai laiminlyönnillään aiheuttanut vahingon. Pääsäilyttäjä vastaisi siis apusäilyttäjän epäasiallisesta menettelystä. Tämän mukainen säilytysyhteisön korvausvastuun arvioiminen vastaisi ainakin sijoittajan suojaamiseen tähtäviä näkökohtia.

Säilytysyhteisön vastuuta voitaisiin kuitenkin sijoitusrahastolain 137 §:n nojalla arvioida myös siitä näkökulmasta, että pääsäilyttäjän vastuu kattaisi vain ne tilanteet, joissa alisäilyttäjä on valittu huolimattomasti. Itse apusäilyttäjän käyttäminen säilytystehtävien hoidossa ei sinällään ole yleisesti korvausvastuun perustava seikka. Yritystoimeksiantojen täyttämässä on tavallista yleisemminkin, että toimeksiantojen täyttämässä käytetään apuna muita yrityksiä, jotka esimerkiksi sijaitsevassa sopivassa paikassa tehtävien hoidon kannalta tai jotka ovat paremmin erikoistuneet tietynlaisten teh-

---

<sup>428</sup> Rodhe (1986), s. 152 – 154.

<sup>429</sup> Hemmo (1998), s. 118 – 120.

<sup>430</sup> HE 113/2011, s. 119.

<sup>431</sup> Bengtsson – Ullman – Unger (2009), s. 26.

tävien hoitamiseen. Vaikka sopimusosapuolen on sallittua käyttää apulaisia velvollisuuksiensa täyttämiseksi, voidaan kuitenkin tällöin edellyttää, että täytäntöönpanoapulaisten valinta tapahtuu huolellisesti.<sup>432</sup> Tällöin säilytisyhteisö siis vastaisi apusäilyttäjän aiheuttamasta vahingosta oman tuottamuksensa perusteella.<sup>433</sup> Tuottamus ilmenisi siten apulaisten valinnassa, joka ei olisi tapahtunut riittävää huolellisuutta noudattaen. Säilytisyhteisön korvausvastuun osalta sijoitusrahastolain esitöissä todettiin sen paremmin täsmentämättä, että säilytisyhteisön vastuu on eräänlaista isännänvastuuta.<sup>434</sup> Rahastoyhtiön osalta esitöissä on sen sijaan todettu, että korvattavan vahingon on tullut sattua rahastoyhtiön vastuupiirissä. Rahastoyhtiön vastuun todetaan ulottuvan myös kaikkien niiden henkilöiden tekoihin, jotka toimeksiannon nojalla hoitavat sijoitusrahastotoimintaan liittyviä tehtäviä. Tältä osin vastuun syntyminen edellyttää rahastoyhtiön syyksi luettavaa tuottamusta esimerkiksi henkilöiden valinnassa, ohjauksessa tai valvonnassa.<sup>435</sup> Näin ollen ainakin rahastoyhtiön siirtäessä tehtäviään toimeksiannon nojalla, vastuuseen liittyviä kysymyksiä ilmeisesti arvioitaisiin suhteessa toimeksiannonsaajien asianmukaiseen valintaan ja valvontaan. Säilytisyhteisön osalta hallituksen esityksessä viitattiin rahastoyhtiön vastuuta koskeviin perusteluihin ja todettiin, että säilytisyhteisö vastaa vastaavasti oman toimintansa asianmukaisuudesta.<sup>436</sup> Jos säilytisyhteisön vastuupiirin ja sen arvioinnin voitaisiin katsoa vastaavan rahastoyhtiön osalta mainittuja periaatteita, voisi säilytisyhteisönkin kohdalla tulla kysymykseen, että vastuuta apusäilyttäjän käyttämisestä arvioitaisiin samalla tavoin. Tällöin säilytisyhteisön olisi mahdollista vapautua korvausvastuusta, mikäli se pystyisi osoittamaan toimintansa apusäilyttäjän valinnassa olleen riittävän huolellista.

Sijoitusrahastolain rahastoyhtiön vastuuta koskevassa 134 §:n toisessa momentissa säädetään, että sama korvausvastuu koskee myös sitä, jolle rahastoyhtiö on ulkoistanut toimintojaan. Näin ollen vahinkoa kärsineet voivat kohdistaa korvausvaateensa suoraan ulkoistettuja tehtäviä hoitavaan tahoon. Myös sijoituspalveluyritysten osalta on säädetty sellaisten tahojen omasta korvausvastuusta, jotka hoitavat niille ulkoistettua toimintoa. Ulkoistetun toiminnan hoitaja on itse korvausvastuussa aiheuttamistaan vahingoista. Tästä huolimatta sijoituspalveluyritys vastaa sille laista johtuvien velvoitteiden täyttämiseksi ja näin ollen vahinkoa kärsineet tahot voivat kohdistaa korvausvaatimuksensa myös suoraan sijoituspalveluyritykseen. Sijoituspalveluyritykset voivat käyttää tehtäviensä hoitamisessa myös sidonnaisasiamiehiä. Nämä toimivat sijoituspalveluyrityksen

---

<sup>432</sup> Hellner – Hager – Persson (2010), s. 263.

<sup>433</sup> Hemmo (1998), s. 111.

<sup>434</sup> HE 309/1992, s. 25.

<sup>435</sup> HE 238/1986, s. 20.

<sup>436</sup> HE 238/1986, s. 21.

vastuulla. Sijoituspalveluyrityksen asiakas voikin sidonnaisasiamiehen aiheuttaessa vahinkoa vaatia siten korvausta pääsäännön mukaisesti sijoituspalveluyritykseltä, mutta vaatimus voidaan esittää myös suoraan asiamiehelle. Sijoituspalveluyrityksen korvausvastuuta koskevien säännöksiensä lisäksi voidaan lain esitöiden mukaan sidonnaisasiamiehen aiheuttamien vahinkojen osalta soveltaa täydentävästi myös yleisiä valtuutusta ja toimeksiantosuhtetta koskevia periaatteita.<sup>437</sup> Säilytysyhteisön korvausvastuuta koskevassa säännöksessä ei siis ole vastaavaa mainintaa ulkoistettujen toimintojen hoitajien vastuun osalta.

Pääsäilyttäjän vastuun tarkempi sisältö apusäilyttäjän toiminnassa aiheutuneista vahingoista ei siis ole sijoitusrahastolain 137 §:n nojalla mitenkään yksiselitteinen. Lain esitöiden lausuma, jonka mukaan vastuu apusäilyttäjän toiminnasta on pääsäilyttäjällä voidaan siis periaatteessa tulkita joko vastuuksi apusäilyttäjän mistä tahansa menettelystä tai sitten vastuu kattaisi vain apulaisen huolellisen valinnan. Vastuukysymys ei kuitenkaan ole näiltä osin selvä. Asian tarkempi määrittely edellyttäisikin tuomioistuimen kannanottoa asiaan.<sup>438</sup> Alisäilyttäjän käyttämisen osalta on kuitenkin selvää, että jos sijoitusrahaston säännöissä kielletään alisäilyttäjän käyttäminen ja säilytysyhteisö tästä huolimatta antaa osan tai kaikki rahaston varat alisäilyttäjän hoitoon, vastaa se tästä rikkomuksesta kokonaan itse.<sup>439</sup> Tältä osin säilytysyhteisön vastaa myös toimeksiantosuhteissa noudatettua periaatetta. Sen mukaan jos toimeksiannon saaja käyttää tehtävänsä suorittamisessa apulaista, vaikka tämä on nimenomaisesti sopimuksessa kielletty, tulisi hänen kaikissa olosuhteissa olla vastuussa apulaisen aiheuttamasta virheestä toimeksiannon täyttämisenä.<sup>440</sup>

Sopimussuhteissa on tavallista, että velallisosapuolen korvausvastuuta rajoitetaan sopimusehdoissa. Normaalisti tämä kuuluu osapuolten sopimusvapauden piiriin. Sopimusehdoissa voidaan esimerkiksi rajoittaa vastuun syntymisedellytyksiä tai tietyt vahingot voidaan rajata korvausvastuun ulkopuolelle.<sup>441</sup> Joissakin tilanteissa sopimuspuoli voi vahventaa omaa asemaansa ottamalla sopimukseen vastuunrajoitusehtoja niiden tilanteiden varalta, joissa ongelmat sopimuksen täyttämisenä johtuvat apulaisen toiminnasta. Ehdoissa voidaan sopia esimerkiksi, että tietyt apulaisen virheet tai laiminlyönnit on tulkittava sopimusosapuolen kannalta vastuusta vapauttaviksi ylivoimaisiksi

---

<sup>437</sup> HE 32/2012, s. 209.

<sup>438</sup> CESR Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries (2010), s. 32.

<sup>439</sup> Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, Commission of the European Communities, s. 24.

<sup>440</sup> Bengtsson (1976), s. 162.

<sup>441</sup> Hemmo (1994), s. 272.

esteiksi. Sellaista ehtoa, jolla vastuu apulaisen toimista rajattaisiin kokonaan pois, voidaan kuitenkin helposti pitää kohtuuttomana. Sopimuspuolen omalla sopimuskumppanilla ei normaalitilanteessa ole mahdollisuuksia vaikuttaa apulaisten valintaan tai valvoa heidän toimintaansa.<sup>442</sup> Monesti vastuunrajoitusehdot voivat kuitenkin olla käyttökelpoisia, jos velvoitteiden täytäntöönpanoon osallistuu esimerkiksi useita itsenäisiä apulaisia. Velallisosapuolta voisi muuten uhata varsin laaja korvausvastuu.<sup>443</sup> Sopimusvastuun periaatteista seuraa kuitenkin, ettei toimintojen ulkoistaminen oman organisaation ulkopuolelle sellaisenaan vaikuta vastuun syntymiseen. Sopimusosapuoli vastaa siten ulkoistamastaan suorituksen osasta samalla tavalla kuin suorituksen täyttäminen olisi tapahtunut oman organisaation toimesta, ellei vastuunrajoitusnormeista johdu muuta.<sup>444</sup> Vaikka säilytysyhteisö voi sisällyttää alisäilytys sopimukseen ehtoja, joiden avulla se voi turvata omien velvoitteidensa asianmukaisen hoitamisen, ei säilytysyhteisön ole sallittua ottaa sopimuksiinsa ehtoja, jotka rajoittaisivat sen vastuuta alisäilyttäjän toimista. Sijoitusrahastolain 137 §:ssä on nimittäin säädetty, että sopimus korvausvastuun siirtämisestä kolmannelle osapuolelle on mitätön. Tällä lausumalla on haluttu korostaa vahingonkorvausta koskevan säännöksen pakottavuutta.<sup>445</sup>

Vaikka säilytysyhteisön onkin sallittua antaa sijoitusrahaston varat tai osa niistä toisen yhteisön säilytettäväksi, sen ei kuitenkaan ole tällä tavoin mahdollista rajoittaa omaa vastuutaan. Näin ollen vahinkoa kärsineet tahot eivät joudu vaatimaan korvausta pelkästään alisäilyttäjältä. Säilytysyhteisön vastuuta on kuitenkin rajoitettu sen verran, että vastuuta ei voida laajentaa koskemaan sellaisia tilanteita, joissa säilytettävät varat menetetään sen johdosta, että ulkomainen apusäilyttäjä ajautuu konkurssiin ja apusäilytykseen annettuja varoja ei ulkomaisen konkurssilainsäädännön johdosta voida erottaa apusäilyttäjän konkurssipesästä. Tältä osin menetys kuuluu rahastoyhtiön vastuupiiriin, sillä rahastoyhtiö tekee varojen sijoituspäätökset. Siten myös ulkomaisten markkinoiden olosuhteiden ja lainsäädännön tuntemisen voidaan katsoa kuuluvan sen velvollisuuksiin.<sup>446</sup> Toisaalta voidaan kuitenkin katsoa, että säilytysyhteisön tulisi muuten alisäilyttäjää valitessaan kiinnittää huomiota yhteisön taloudelliseen asemaan. Samoin säilytysyhteisön voidaan edellyttää sen suorittaman valvonnan yhteydessä arvioivan myös alisäilyttäjän taloudelliseen tilanteeseen liittyviä mahdollisia muutoksia ja riskejä.

---

<sup>442</sup> Hemmo (2002), s. 20.

<sup>443</sup> Hemmo (1994), s. 273.

<sup>444</sup> Hemmo (2002), s. 20.

<sup>445</sup> HE 309/1992, s. 25.

<sup>446</sup> HE 202/1998, s. 50 - 51.

## 4.7 Vastuun toteuttaminen

Säilytisyhteisö on sijoitusrahastolain mukaan vastuussa rahastoyhtiölle ja rahasto-osuudenomistajille syntyneestä tappiosta. Näistä tahoista voidaan rahasto-osuudenomistajia pitää heikommassa asemassa olevina vahingonkärsijöinä suhteessa säilytisyhteisöön. Rahastoyhtiön sen sijaan voidaan katsoa ammattimaisena rahoitusmarkkinoilla toimivana osapuolena olevan lähtökohtaisesti paremmissa asemassa suhteessa säilytisyhteisöön tasavertaisempana toimijana. Seuraavassa tarkastellaankin lähinnä rahasto-osuudenomistajien mahdollisuuksia vahingonkorvauksen saamiseksi.

Sijoitusrahastolain 139 §:n mukaan kun vahinko on kohdannut kaikkia sijoitusrahaston osuudenomistajia yhteisesti, päättää rahasto-osuudenomistajien kokous korvausvaatimuksen esittämisestä ja korvauskanteen nostamisesta. Yleensä sijoitusrahastolain korvaussäännösten kattamissa tilanteissa vahinko kohdistuu nimenomaan rahastoon kuuluvaan omaisuuteen. Sijoitusrahasto taas ei voi nostaa korvauskannetta, koska siltä puuttuu tarvittava kelpoisuus kantaa ja vastata sitä koskevissa asioissa. Normaalisti rahastoyhtiö siis toimii kantajana ja vastaajana sijoitusrahaston puolesta. Sijoitusrahastolain esitöiden mukaan rahasto-osuudenomistajille on kuitenkin säädetty *kollektiivinen oikeusturvakeino*, joka on tarkoitettu sovellettavaksi tilanteissa, joissa rahasto-osuudenomistajien ja rahastoyhtiön edut voivat olla ristiriidassa keskenään ja joissa on epävarmaa toteutuisivatko rahasto-osuudenomistajien intressit muutoin. Säännös on tarkoitettu turvaamaan rahasto-osuudenomistajia, sillä ilman nimenomaista säännöstä jokainen osuudenomistaja joutuisi esittämään omat vaatimuksensa vastuullista tahoja kohtaan.<sup>447</sup> Tästä kuitenkin aiheutuisi saatavien korvausten määrin verrattuna sen verran suuret prosessikustannukset, että käytännössä uhka korvauskanteen nostamisesta olisi olematon.<sup>448</sup> Samoin yksittäisiä korvauskanteita voisi kertyä tarkoituksettoman suuri määrä, jos jokainen vahinkoa kärsinyt joutuisi ajamaan omaa kannettaan.<sup>449</sup> Tämä rahasto-osuudenomistajien yhteistä oikeusturvakeinoa koskeva säännös on sittemmin laajennettu koskemaan myös säilytisyhteisöä.<sup>450</sup>

Jos osuudenomistajien kokouksessa päätetään kyseisen kanteen nostamisesta, tulee kokouksessa myös valita asiamies, jolla on oikeus edustaa rahasto-osuudenomistajia vahingonkorvausasiassa. Asiamiehelle on annettava asian hoitamiseksi tarvittavat toimintaohjeet, jotka voivat olla joko yleisiä tai yksityiskohtaisia. Rahasto-osuudenomistajat voivat myös kokouksessa päättää perustaa tilapäisen osuudenomista-

---

<sup>447</sup> HE 238/1986, s. 21.

<sup>448</sup> Turtiainen (2004), s. 172.

<sup>449</sup> Savela (1999), s. 165.

<sup>450</sup> HE 202/1998, s. 71.

jista koostuvan neuvoa-antavan ryhmän. Tälle ryhmälle voidaan antaa tehtäväksi seurata asiamiehen toimintaa korvausasian ajamisessa. Neuvoa-antava ryhmä voidaan myös valtuuttaa päättämään tarkemmista toimenpiteistä asiassa.<sup>451</sup> Huomionarvoista on, että kollektiivisen kanteen yhteydessä korvausasian hoitamisesta aiheutuneet kustannukset sekä asiamiehen palkkio maksetaan sijoitusrahastolain mukaan sijoitusrahaston varoista. Jos korvauskanteen johdosta rahasto-osuudenomistajille määrätään suoritettavaksi vahingonkorvausta, suoritetaan tämä summa sijoitusrahastolle.

Sijoitusrahastolaissa on säännöksiä myös *vähemmistökanteesta*. Säännöksen esikuvana on ollut vanhan osakeyhtiölain (29.9.1978/734) 15 luvun 6 §:n säännös määrävähemmistön kanneoikeudesta.<sup>452</sup> Sijoitusrahastolain 140 §:n mukaan jos rahasto-osuudenomistajien kokouksessa päätetään, että korvausvaatimus jätetään esittämättä tai korvauskanne nostamatta, voidaan korvauskannetta tästä huolimatta ajaa rahasto-osuudenomistajien puolesta. Tämä edellyttää kuitenkin, että ne rahasto-osuudenomistajat, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista rahasto-osuuksista tai yksi kolmasosa osuudenomistajien kokouksessa edustetuista osuuksista, ovat äänestäneet kokouksessa tehtyä päätöstä vastaan. Määrävähemmistöllä on siten itsenäinen kanneoikeus. Tämän oikeuden käyttäminen edellyttää, että korvausasia on ollut esillä osuudenomistajien kokouksessa ja että vähemmistöön kuuluvat osuudenomistajat ovat vastustaneet päätöstä korvauskanteen nostamatta jättämisestä.<sup>453</sup>

Kanteen nostamisoikeus on myös sellaisilla rahasto-osuudenomistajilla, joilla on vähintään yksi kymmenesosa kaikista osuuksista tai vähintään vastaava määrä rahasto-osuuksia kuin päätöstä vastustaneilla rahasto-osuudenomistajilla. Jos rahasto-osuudenomistaja päättää luopua kanteesta sen nostamisen jälkeen, voivat muut kanteen nostaneet osuudenomistajat yhä jatkaa sen ajamista. Tämä kanneoikeus on vähemmistöön kuuluvilla rahasto-osuudenomistajilla siis rahasto-osuudenomistajien kokouksessa tehdyistä päätöksistä riippumatta.<sup>454</sup> Vähemmistökanteen nostaminen ei myöskään ole riippuvainen siitä, että samat osapuolet, jotka vastustivat kanteesta luopumista, ajaisivat kanneasiaa. Kanteen jatkamiseen ei myöskään vaikuta se, että kannetta jatkavat osapuolet eivät enää välttämättä edustakaan kanteen vireillepanoon vaadittavaa määrävähemmistön määrää.<sup>455</sup> Vähemmistön toimesta tapahtuvan korvauskanteen nostamisen tulee sijoitusrahastolain mukaan tapahtua kolmen kuukauden kuluessa rahasto-osuudenomistajien kokouksessa tehdystä päätöksestä. Kanteen nostamiseen osallistu-

---

<sup>451</sup> HE 238/1986, s. 21.

<sup>452</sup> HE 238/1986, s. 21.

<sup>453</sup> HE 238/1986, s. 21.

<sup>454</sup> HE 238/1986, s. 21 - 22.

<sup>455</sup> HE 27/1977, s. 114.



neet rahasto-osuudenomistajat vastaavat siitä aiheutuvista oikeudenkäyntikuluista. Nämä kulut korvataan kuitenkin sijoitusrahaston varoista siltä osin kuin oikeudenkäynnin tuloksena rahastolle voitettua varaa siihen riittävät.

Sijoitusrahastolaissa on säännös myös sen tilanteen varalta, että sijoitusrahasto sulautuu toiseen vastaavanlaista sijoituspolitiikkaa noudattavaan sijoitusrahastoon. Tällainen sulautuminen ei vaikuta sulautuneen rahaston vähemmistöön kuuluneiden rahasto-osuudenomistajien kanneoikeuteen. Vähemmistökanteen perusteella voitettu korvaussumma tulee tällöin vastaanottavalle sijoitusrahastolle ja samalla sulautuneen rahaston osuudenomistajien hyväksi.

Jos taas kyse on tilanteesta, jossa sijoitusrahasto on lakkautettu, eikä korvauskanteen nostamisesta voida tällöin päättää rahasto-osuudenomistajien kokouksessa, on jokaisella osuudenomistajalla itsenäinen oikeus korvauskanteen nostamiseen sijoitusrahastolain 140 a §:n nojalla. Muissa tapauksissa osuudenomistajien itsenäinen kanteen nostomahdollisuus on aiheuttanut tulkinnallista epäselvyyttä. Sijoitusrahastolain esitöissä todetaan, että kollektiivisten oikeusturvakeinojen käyttäminen tulee kyseeseen ainoastaan yhteisten oikeudenloukkausten kohdalla. Näiden keinojen olemassaolo ei estä yksittäistä osuudenomistajaa esittämästä vaatimuksia sellaisen häntä kohdanneen vahingon johdosta, joka ei ole kaikille osuudenomistajille yhteinen. Sitä vastoin sen katsotaan estävän yksittäistä osuudenomistajaa esittämästä korvausvaatimuksia sen johdosta, että hänen osuutensa arvo on muiden osuuksien tavoin laskenut. Rahasto-osuudenomistajan asema olisi esitöiden mukaan siten verrattavissa osakeyhtiön osakkeenomistajan asemaan.<sup>456</sup> Tätä onkin tulkittu siten, että useimmat sijoitusrahastotoimintaan liittyvät vahingot ovat luonteeltaan välillisiä eli ne kohdistuvat rahastoon kuuluvaan omaisuuteen eivätkä suoranaisesti yksittäiseen osuudenomistajaan. Tilanteissa, joissa kaikkien osuuksien arvo on laskenut, on katsottu olevan kyse juuri välillisestä vahingosta. Tämän on katsottu estävän yksittäistä osuudenomistajaa vaatimasta korvausta kyseisenkaltaisesta vahingosta.<sup>457</sup> Tilannetta on verrattu osakeyhtiön johdon vastuuseen tilanteissa, joissa yhtiön osakkeen arvo laskee.<sup>458</sup> Vanhan osakeyhtiölain vähemmistökannetta koskevien säännösten katsottiin nimittäin estävän sen, että kannetta ajavat osakkaat voisivat vaatia vahingonkorvausta pelkästään itselleen yhtiön kärsimän vahingon perusteella. Vähemmistön tuli siten ajaa kannetta yhtiön lukuun eikä omaan lukuunsa.<sup>459</sup> Toisaalta osakkaiden kanneoikeutta voidaan puoltaa sillä, että vähemmistökanne ei ole aina käytettävissä. Näin on esimerkiksi tilanteissa, joissa tarvittavaa määränemmistöä ei ole. Tällöin

---

<sup>456</sup> HE 238/1986, s. 22.

<sup>457</sup> Turtiainen (2004), s. 172 – 173.

<sup>458</sup> Norros (2009a), s. 340.

<sup>459</sup> Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio (2002), s. 640.

osakkaiden kanneoikeutta voitaisiin puoltaa sillä muuten oikeusturvakeinot jäisivät aukollisiksi.<sup>460</sup> On myös esitetty, että koska sijoitusrahastolain säännökset ovat tulkinnallisia kanteiden nostamisoikeuksien osalta, tulisi osuudenomistajien kanneoikeutta rajoitettavia vaikutuksia tulkita suppeasti tai sitten nämä rajoitukset tulisi sivuuttaa kokonaan.<sup>461</sup> Korvauskanteiden osalta huomionarvoista on myös se, että nykyisessä osakeyhtiölaissa (21.7.2006/624) on nimenomainen säännös, jonka mukaan osakkeenomistajalla ei ole oikeutta saada korvausta yhtiölle aiheutetusta vahingosta (22:7.4). Osakeyhtiöiden osalta tämä tulkintakysymys on siten nykyisin ratkaistu.<sup>462</sup>

Sijoitusrahastolain kannevalikoimaan kuuluu lisäksi rahaston lakkauttamistilanteissa kuluttaja-asiamiehelle annettu oikeus Finanssivalvontaa kuultuaan nostaa ryhmäkannelain (444/2007) 4 §:n nojalla kuluttajan asemassa olevien rahasto-osuudenomistajien puolesta *ryhmäkanne*. Kanne tulee panna vireille vuoden kuluessa rahaston lakkauttamisesta. Ryhmäkanteen nostaminen on ryhmäkannelain perusteella siten mahdollista vain viranomaisaloitteisesti. Kuluttaja-asiamies edustaa tällöin kantajana ryhmää ja käyttää asianosaisena puhevaltaa oikeudenkäynnissä. Ryhmä eli tässä tapauksessa toimintansa lopettaneen sijoitusrahaston osuudenomistajat eivät siten ole korvausta koskevassa oikeudenkäynnissä asianosaisia eikä heillä myöskään ole puhevaltaa asiassa. Rahasto-osuudenomistajien ei myöskään tarvitsisi lähtökohtaisesti esiintyä itse oikeudenkäynnissä, vaan he voivat ryhmän ja kanteen muotoutumisen jälkeen jäädä passiiviseen rooliin prosessissa.<sup>463</sup> Ryhmäkannelain 11 §:n mukaan ryhmän jäsen rinnastetaan kuitenkin tietyiltä osin asianosaiseen. Tämä koskee esimerkiksi oikeudenkäynnin vireilläolovaikutuksia sekä kanteiden yhdistämistä koskevia oikeudenkäymiskaaren (4/1734) säännöksiä. Suomen ryhmäkannelaki sallii siis vain viranomaisen ajaman julkisen kanteen. Sen sijaan yksityiset tahot tai järjestöt ei voi nostaa ryhmäkannetta.<sup>464</sup>

Sijoitusrahastolain 143 §:ssä on säädetty myös Finanssivalvonnan oikeudesta ajaa rahasto-osuudenomistajien puolesta korvauskannetta. Tämä on mahdollista, mikäli Finanssivalvonta katsoo rahasto-osuudenomistajien edun sitä vaativan. Tämä kanneoikeus koskee myös säilytysyhteisöä vastaan nostettua korvauskannetta. Finanssivalvonnalla on oikeus kanteen nostamiseen rahasto-osuudenomistajien tahdosta riippumatta. Kanneoikeutta voidaan käyttää esimerkiksi tilanteissa, joissa rahasto-osuudenomistajien kokouksessa ei jostain syystä saada tehtyä päätöstä kanteen nostamisesta.<sup>465</sup>

---

<sup>460</sup> Savela (1999), s. 165.

<sup>461</sup> Norros (2009a), s. 341.

<sup>462</sup> HE 109/2005, s. 199.

<sup>463</sup> HE 154/2006, s. 38.

<sup>464</sup> Lappalainen (2012), s. 1269.

<sup>465</sup> HE 238/1986, s. 22.

Jotta vireille ei tulisi useita samaa asiaa koskevia päällekkäisiä ryhmäkanteen luonteisia asioita, tulee kuluttaja-asiamiehen kuulla Finanssivalvontaa ennen kuin varsinainen ryhmäkante nostetaan. Tavallinen korvauskante ja ryhmäkante eroavat toisistaan esimerkiksi siinä, että myös entiset osuudenomistajat voivat osallistua ryhmäkanteeseen. Sen sijaan ammattimaisiksi tulkittavat sijoittajat eivät voi, sillä ryhmäkante voidaan nostaa vain kuluttajan asemassa olevien osuudenomistajien puolesta. Ryhmäkante ei myöskään ole riippuvainen siihen osallistujien lukumäärästä. Tavallisella korvauskanteella saadut korvausrahat maksetaan sijoitusrahastolle. Ryhmäkanteen perusteella saadut korvaukset taas maksetaan siinä mukana olleille ja ryhmäkanteasiassa annettu ratkaisu sitoo niitä ryhmän jäseniä, joita sen on ratkaisussa ilmoitettu sitovan. Myös oikeudenkäyntikulujen osalta kanteissa on eroa. Kuluttaja-asiamies vastaa ryhmäkanteen kuluista mutta korvauskanteen nostamisesta aiheutuneet kulut otetaan sijoitusrahaston varoista.<sup>466</sup> Ryhmäkanteeseen annettu tuomio siis sitoo myös kuluttaja-asiamiestä. Näin ollen hän ei voi nostaa samassa asiassa samaa vastaajaa vastaan uutta ryhmäkanteita siten, että ryhmään tulisivat jäseniksi uudet henkilöt. Näin ollen sijoittajien kannattaakin tarkoin harkita lähtevätkö he ryhmäkanteeseen mukaan. Tosin ryhmään ilmoittautumatta jättäneet osapuolet voivat ajaa asiassa tuomion estämättä omaa kannettaan, jos tähän muuten on edellytykset.<sup>467</sup>

Ryhmäkanteen nostaminen on siis mahdollista vain tilanteissa, joissa sijoitusrahasto on lakkautettu. Tällöin ei ole enää mahdollisuutta järjestää rahasto-osuudenomistajien kokousta päättämään, miten kaikkia rahasto-osuudenomistajia yhteisesti kohdanneen vahingon johdosta tulisi toimia. Ryhmäkanteeseen voivat osallistua vain kuluttajan asemassa olevat sijoitusrahaston entiset rahasto-osuudenomistajat. Näin ollen kanteen perusteella korvauksia voivat saada ne osuudenomistajat, jotka ovat luonnollisia henkilöitä ja jotka eivät hanki rahasto-osuuksia sijoituselinkeinon harjoittamista varten. Ammattimaiset sijoittajat sekä ne ei-ammattimaiset sijoittajat, jotka eivät ole katsottavissa kuluttajiksi eivät siis ole ryhmäkanteen piirissä. Kuluttaja-asiamiehellä on kuitenkin viime kädessä mahdollisuus päättää, ketä se hyväksyy kanteeseen osalliseksi. Mahdollisuus ryhmäkanteen nostamiseen on tarkoitettu parantamaan osaltaan sijoittajansuojaa. Ei ole nimittäin katsottu tarkoituksenmukaiseksi, että kuluttajan asemassa olevat rahastosijoittajat joutuisivat yksin ajamaan omaa korvauskannetta asiassa, jossa on useita vastaavanlaisessa tilanteessa olevia henkilöitä.<sup>468</sup> Kollektiivisten oikeussuojakeinojen

---

<sup>466</sup> HE 113/2011, s. 121 – 122.

<sup>467</sup> Lappalainen (2012), s. 1275.

<sup>468</sup> HE 113/2011, s. 122.

nojalla ei toistaiseksi ole nostettu korvauskanteita.<sup>469</sup> Esimerkiksi ryhmäkanteiden osalta järjestelmän toimivuutta on onkin epäilty Kuluttajaviraston resurssipulan johdosta.<sup>470</sup> Kuluttajaviraston mielestä taas tähän asti saatujen kokemusten valossa jo pelkkä painostaminen ryhmäkanteen avulla on yleensä toiminut riittävänä toimenpiteenä kuluttajien kannalta toivottujen neuvottelutulosten aikaansaamiseksi.<sup>471</sup>

---

<sup>469</sup> Harju (2009) Yritysoikeus verkkoversio. Arvopapereita koskeva siviilioikeudellinen sääntely: vaihdannansuoja: ryhmäkanne. Päivitetty 28.12.2009.

<sup>470</sup> Aamulehti 4.1.2013.

<sup>471</sup> Kuluttajaviraston lausunto Ehdotus sijoitusrahastodirektiivin täytäntöönpanemiseksi. (6.5.2011).

## 5 SÄILYTYSYHTEISÖN VELVOLLISUUKSIA JA VASTUUTA KOSKEVAT SÄÄNTELYEHDOTUKSET

### 5.1 Vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevaan direktiiviin sisällytävistä säilytysyhteisöä koskevista säännöksistä

Euroopan unionin rahoitusmarkkinoihin liittyvä sääntely lisääntyy jatkuvasti ja tällä alalla sääntelyn valmistelua myös unionin tasolla vauhditettu eniten. Sääntelyn valmistelu tapahtuu ns. Lamfalussy-mallin mukaisesti. Malli perustuu neljään tasoon, joista ensimmäisellä tasolla tarkoitetaan yhteispäätösmenettelyssä valmisteltavaa EU:n puitesääntelyä. Tällä tasolla valmisteltavat säännökset ovat direktiivejä ja asetuksia, jotka sisältävät vain keskeiset periaatteet.<sup>472</sup> Toisen tason muodostavat komission täytäntöönpanotoimenpiteet, joilla tarkennetaan ensimmäisen tason sääntelyä joko direktiivin tai asetusten avulla. Täytäntöönpanotoimenpiteet jaetaan nykyisin delegoituihin säännöksiin sekä täytäntöönpanosäädöksiin. Täytäntöönpanosäädökset valmistelee Euroopan arvopaperikomitea (ESC).<sup>473</sup> Kolmannella tasolla ESMA (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) ja jäsenvaltioiden toimivaltaiset viranomaiset toimivat yhteistyössä ja ne koordinoivat uusien säännösten täytäntöönpanoa ja soveltamista.<sup>474</sup> Kolmannen tason sääntelyn muodostuu yhteisistä ohjeista ja suosituksista. Joissakin tilanteissa täytäntöönpanotoimenpiteitä kutsutaan teknisiksi standardeiksi. Tällöin ESMA:n tehtävänä on tehdä ehdotus täytäntöönpanotoimenpiteistä, jotka komissio sitten toteuttaa joko delegoituina säännöksinä tai täytäntöönpanosäädöksinä. ESMA voi myös antaa ohjeita ja suosituksia viranomaisille tai finanssialan yrityksille.<sup>475</sup> Neljännellä tasolla komissio vastaa siitä, että jäsenvaltiot panevat lainsäädännön täytäntöön samalla tavoin.<sup>476</sup> Eräs myös säilytysyhteisöjen toimintaan ja vastuukysymyksiin liittyvä säännös, joka on annettu kuvattua menettelyä noudattaen, on vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista annettu direktiivi<sup>477</sup> eli ns. *AIFM-direktiivi*. Sillä on ollut tarkoitus luoda kehys, jonka

---

<sup>472</sup> Harju (2006), s. 754 – 755.

<sup>473</sup> Lagrådsremiss, s. 168.

<sup>474</sup> Hallituksen esitysluonnos AIFM-laiksi (jäljempänä HE-luonnos), s. 15 – 16.

<sup>475</sup> Lagrådsremiss, s. 168.

<sup>476</sup> Prop. 2006/07:115, s. 242.

<sup>477</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2011/61/EU, annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivin 2003/41/EY ja 2009/65/EY sekä asetuksen (EY) N:o 1060/2009 ja (EU) N:o 1095/2010 muuttamisesta. Direktiiviä kutsutaan yleisesti AIFM-direktiiviksi. Lyhenne tulee sanoista alternative investment fund manager.

avulla voidaan seurata ja valvoa vaihtoehtoisten rahastojen (AIF-rahastojen) hoitajien toiminnasta aiheutuvia riskejä. Lisäksi tarkoituksena on ollut antaa niille rahastojen hoitajille, jotka täyttävät direktiivissä asetetut vaatimukset, lupa tarjota palvelujaan ja markkinoida rahastojaan koko sisämarkkinoiden alueella.<sup>478</sup> Direktiivin johdanto-osan mukaan yhtenäiset vaatimukset ovat tarpeen, sillä näiden rahastojen hoitajat hallinnoivat huomattavia määriä sijoituksia ja ne edustavatkin merkittävää osaa rahoitusvälinemarkkinoilla tapahtuvasta kaupankäynnistä. Lisäksi ne pystyvät käyttämään merkittävää vaikutusvaltaa sekä markkinoilla yleensä että erityisesti sijoitusten kohdeyhteisöissä. Vaikka rahastojen hoitajien vaikutus markkinoihin onkin pääasiassa myönteinen, voivat ne kuitenkin toiminnallaan myös levittää tai kasvattaa riskejä koko rahoitusjärjestelmässä.

Direktiiviä sovelletaan sen johdanto-osan mukaan kaikentyypisiä varoja hoitaviin AIF-rahastojen hoitajiin. Sääntely on kohdistettu nimenomaisesti vaihtoehtoisten rahastojen hoitajiin, sillä itse rahasto on useimmiten vain oikeudellinen konstruktio varojen keräämistä varten. Varat ovat tosiasiaa yleensä erillisen säilytysyhteisön hallussa ja sijoitusrahaston hoitaja tekee käytännössä rahastoa koskevat päätökset. Sääntelyn kohdistaminen sijoitusrahastoon ei siten olisi mielekästä.<sup>479</sup> Direktiivin tarkoittamia rahastoja ovat esimerkiksi hedgerahastot sekä pääoma-, kiinteistö- ja infrastruktuurirahastot. Samoin erilaiset hyödykerahastot kuuluvat sen piiriin. Soveltamisala kattaa myös muun tyyppiset lähinnä institutionaaliset rahastot.<sup>480</sup> Nämä rahastot ovat pitkään olleet valvonnan ja sääntelyn ulkopuolella. Nyt kuitenkin myös niiden saattaminen sääntelyn ja valvonnan piiriin on katsottu tarpeelliseksi sijoittajien, rahoitusmarkkinoiden vakaan toiminnan sekä sijoituskohteina toimivien yhtiöiden kannalta.<sup>481</sup> Soveltamiseen ei direktiivin johdannon mukaan vaikuta se, millä oikeudellisella tai sopimusperusteisellä tavalla varat on annettu vaihtoehtoisten rahastojen hoitajien vastuulle. Näillä rahastojen hoitajilla ei kuitenkaan olisi oikeutta hoitaa sijoitusrahastodirektiivin tarkoittamia yhteissijoitusyrityksiä. Direktiivin tarkoituksena on siis luoda sisämarkkinat AIF-rahastojen hoitajille sekä yhdenmukaistetut ja tiukat puitteet kaikkien vaihtoehtoisten rahastojen hoitajien toiminnan sääntelylle ja toiminnan valvonnalle unionissa. Direktiivi kattaa sekä ne rahastojen hoitajat, joiden sääntömääräinen kotipaikka on unionin alueella että ne rahastojen hoitajat, joiden sääntömääräinen kotipaikka sijaitsee kolmannessa maassa.

---

<sup>478</sup> KOM(2009) 207 lopullinen, s. 5.

<sup>479</sup> SEC (2009) 576 Impact Assessment, s. 33.

<sup>480</sup> Hallituksen esitys luonnos vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi, annettu 21.12.2012, s. 18.

<sup>481</sup> Kontkanen (2011), s. 127.

AIFM-direktiiviä täydentää komission delegoitu asetus (231/2013)<sup>482</sup>, jossa täsmennetään esimerkiksi säilytysyhteisön velvollisuuksia sekä vastuuseen liittyviä kysymyksiä.

Direktiivin täytäntöönpanemiseksi on ehdotettu säädettäväksi uusi laki vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista (AIFM-laki). Suomessa ei ole tällä hetkellä voimassa vastaavanlaista lainsäädäntöä, joka koskisi pääasiassa pääomarahastojen ja kiinteistörahastojen sekä erikoissijoitusrahastojen hallinnointiyhtiöitä sekä muita vastaavia hoitajia ja joka olisi yhdenmukainen koko unionissa voimassa olevan sääntelyn kanssa.<sup>483</sup> Lakiin tulisi säännökset direktiivin tarkoittamista sijoitusrahastojen hoitajista sekä niille direktiivissä asetetuista velvoitteista. AIFM-laki koskisi oikeushenkilöitä, jotka säännöllisenä liiketoimintanaan hoitaisivat vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ja siinä olisi säännökset mainittujen yhteisöjen toimiluvasta sekä toimintaedellytyksistä. Lisäksi säännöksiä annettaisiin rahastojen hoitajien tiedonantovelvoitteista sijoittajia kohtaan sekä Finanssivalvonnalle raportoitavista asioista. Lakiin sisältyisi myös vaatimuksia, jotka koskevat vain tietyntyyppisiä vaihtoehtoisia rahastoja hallinnoivaa vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajaa. AIFM-laissa olisi säännöksiä myös rahastojen markkinoinnista sekä ehdoista, joiden täytyessä Suomeen sijoittautunut toimiluvan saanut rahaston hoitaja saisi hoitaa kolmanteen maahan sijoittautuneita rahastoja, joita ei markkinoida ETA-valtiossa. Laissa olisi myös säännöksiä vaihtoehtoisten rahastojen velvollisuudesta tietyissä tilanteissa rekisteröityä Finanssivalvontaan.<sup>484</sup> Seuraavassa tarkastellaan direktiivin säännöksiä vain sikäli kuin ne liittyvät säilytysyhteisötoiminnan alaan.

Direktiivin säilytysyhteisöjä koskevat määräykset ovat 21 artiklassa. Myös AIF-rahastoilla on siis oltava erillinen säilytysyhteisö, jonka nimeämisestä tulee tehdä kirjallinen sopimus. Säilytysyhteisönä voi toimia luottolaitos, sijoituspalveluyritys tai tietyin edellytyksin muu direktiivissä tarkemmin määritelty laitosten ryhmä. Säilytysyhteisölle kuuluvista tehtävistä säädetään 21 artiklan 7 – 9 alakohdissa. Näistä 7 kohdan mukaan säilytysyhteisön tulee yleisesti varmistaa, että sijoitusrahaston kassavirtaa seurataan asianmukaisesti. Aivan erityisesti sen tulee varmistaa, että kaikki rahaston osuuksien ja osakkeiden merkinnän yhteydessä suoritettut maksut on vastaanotettu ja että kaikki rahaston käteisvarat ovat asianmukaisilla käteistileillä. *Kohdassa 8* puolestaan tarkennetaan varsinaisia varojen säilytystehtäviä. Säilytettävänä voi olla joko rahoitusvälineitä tai muunlaista varallisuutta. Varat tulee antaa säilytettäväksi siten, että niiden rahoitusvälineiden osalta, joita voidaan säilyttää, säilytysyhteisön on säilytettävä kaikkia rahoitusvälineitä, jotka voidaan kirjata yhteisön kirjanpitoon avatulle rahoitusvälinetilille.

<sup>482</sup> Komission delegoitu asetus (EU) N:o 231/2013, annettu 19 päivänä joulukuuta 2012, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen, vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta.

<sup>483</sup> HE-luonnos, s. 2.

<sup>484</sup> HE-luonnos, s. 81 – 82.

Lisäksi sen tulee säilyttää kaikkia niitä rahoitusvälineitä, joita voidaan fyysisesti toimittaa säilytysyhteisön haltuun. Säilytysyhteisön velvollisuutena on lisäksi varmistaa, että kirjanpitoon kirjatut varat ovat erillisillä rahoitusvälinetileillä, jotta ne voidaan tarvittaessa erottaa toisistaan. Muiden kuin rahoitusvälineiden osalta säilytysyhteisön velvoitisiin kuuluu todentaa, että rahasto tai sen lukuun toimiva rahaston hoitaja omistaa kyseiset varat. Niistä varoista, joiden se katsoo kuuluvan edellä mainituille tahoille, on pidettävä kirjaa. Säilytysyhteisön tekemän omistajaa koskevan arvion tulee perustua rahaston tai sen hoitajan toimittamiin tietoihin tai asiakirjoihin ja ulkopuoliseen näyttöön, jos sellaista on mahdollista saada. Lisäksi säilytysyhteisön kirjanpidon edellyttään olevan ajan tasalla.

Mainittujen tehtävien lisäksi *kohdassa 9* säilytysyhteisölle on määrätty erinäisiä valvontavelvollisuuksia. Tältä osin säilytysyhteisön velvoitteet vastaavat sijoitusrahastodirektiivin 22 artiklassa UCITS-rahastojen säilytysyhteisöjen velvollisuuksia. Säilytysyhteisön tulee siten esimerkiksi huolehtia siitä, että rahaston osuuksien tai osakkeiden myynneissä, liikkeeseenlaskuissa, takaisinostoissa, lunastuksissa ja peruutuksissa noudatetaan kansallista lainsäädäntöä, rahaston sääntöjä tai perustamisasiakirjoja. Artiklan 21 alakohdassa 10 on lisäksi säilytysyhteisölle ja rahaston hoitajalle asetettu yleinen velvollisuus toimia tehtävissään rehellisesti, oikeudenmukaisesti, ammattitaitoisesti, riippumattomasti ja sijoitusrahaston tai sen sijoittajien edun mukaisesti.

AIFM-direktiivissä täsmennetään vaihtoehtoisten rahastojen säilytysyhteisöjen osalta niitä edellytyksiä, joiden perusteella rahaston varat on mahdollista antaa alisäilyttäjän hoidettavaksi. Toimintojen siirto ei ole mahdollista lukuun ottamatta 21 artiklan 8 kohdassa säädettyjä tehtäviä ja niidenkin siirtäminen on sallittua vain, mikäli seuraavat edellytykset toteutuvat. Ensinnäkin tehtävien siirto ei saa tapahtua vain direktiivin vaatimusten välttämiseksi ja toiseksi säilytysyhteisön on voitava osoittaa siirrolle objektiivinen peruste. Kolmanneksi säilytysyhteisön tulee noudattaa asianmukaista pätevyyttä, varovaisuutta ja huolellisuutta alisäilyttäjän valinnassa ja nimeämisessä. Säilytysyhteisön tulee samalla tavoin säännöllisesti arvioida sekä jatkuvasti valvoa tehtävät vastaanottanutta tahoja sekä sen noudattamia järjestelyjä delegoitujen asioiden osalta. Näiden vaatimusten lisäksi säilytysyhteisön on varmistettava, että alisäilyttäjät täyttävät direktiivissä tarkemmin säädetty edellytykset koko siirrettyjen tehtävien hoitamisen ajan. Nämä edellytykset koskevat kolmannen tahon rakenteita ja asiantuntemusta, joiden tulee olla riittävät ja oikeasuhteiset sille uskottuihin varoihin nähden. Silloin kun säilytysyhteisö on delegoimassa eteenpäin rahoitusvälineiden säilytystehtäviä, sen tulee varmistaa kolmannen osapuolen osalta, että tämä on tehokkaan toiminnan vakautta koskevan sääntelyn alainen ja valvonnan kohteena. Lisäksi siihen on kohdistettava määräjain ulkopuolinen tarkastus sen varmistamiseksi, että rahoitusvälineet todella ovat sen hallussa. Tehtävien saajan tulee myös erottaa sen säilytettäväksi tulevat säilytysyhteisön asiakkaiden varat omista ja säilytysyhteisön varoista. Varojen osalta on jatkuvasti pystyttävä toteaa-



maan, minkä säilytysyhteisön asiakkaille ne kuuluvat. Kolmannen osapuolen ei saa myöskään olla mahdollista käyttää varoja ilman rahaston tai sen hoitajan etukäteen antamaa suostumusta ja tästä tulee myös aina ilmoittaa etukäteen säilytysyhteisölle. Kolmannen osapuolen tulee lisäksi noudattaa 8 ja 10 kohdissa asetettuja yleisiä velvoitteita ja kieltoja. Näitä samoja perusteita noudattaen voi kolmas osapuoli omalta osaltaan siirtää edelleen saamansa säilytystoiminnot.

AIFM-direktiivissä täsmennetään myös vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen säilytysyhteisön vastuuseen liittyviä näkökohtia. Vastuukysymysten osalta direktiivin johdanto-osan 44 kohdassa todetaan, että säilytysyhteisön on oltava vastuussa AIF-rahastojen hoitajalle, rahastolle ja sijoittajille aiheutuvasta omaisuuden katoamisesta. Vastuutilanteina direktiivissä erotetaan toisistaan säilytysyhteisön säilytettävänä olevien rahoitusvälineiden katoaminen sekä muu omaisuuden katoaminen. Korvausvastuusta säädetään direktiivin 21 artiklan 12 – 15 alakohdissa. Kohdan 12 mukaan säilytysyhteisö on vastuussa rahastoa tai sen sijoittajia kohtaan sen säilytettävänä tai kolmannen osapuolen, jolle säilytys on siirretty säilytettävänä olevien rahoitusvälineiden tappioista. Tämän tappion osalta korvausvastuu tulee toteutettavaksi siten, että säilytysyhteisön on viipymättä palautettava samantyyppinen rahoitusväline tai vastaava määrä sijoitusrahastolle tai sen hoitajalle. Säilytysyhteisön on mahdollista vapautua vastuusta, mikäli se pystyy osoittamaan, että varojen katoaminen on seurausta ulkopuolisesta tapahtumasta, johon se ei ole voinut kohtuudella vaikuttaa ja jonka seurauksia se ei olisi voinut välttää kaikista kohtuullisiksi katsottavista toimista huolimatta. Tältä osin säilytysyhteisön vastuu lähenee kontrollivastuuta.<sup>485</sup> Kontrollivastuussahan sopimusveloitteensa rikkonut osapuoli voi vapautua korvausvastuusta, jos tämä pystyy osoittamaan, että häntä on kohdannut sellainen este, joka on estänyt häntä tekemästä sovittua suoritusta ja joka on hänen kontrollimahdollisuuksiensa ulkopuolella. Esteen on oltava sellainen, ettei sopimusvelallinen ole kohtuudella voinut ottaa sitä huomioon sopimuksen tekohetkellä ja jonka seurauksia tämä ei ole kohtuudella voinut välttää tai voittaa.<sup>486</sup> Säilytysyhteisön vastuuta ja siitä vapautumista on täsmennetty komission asetuksessa. Asetuksessa on esimerkiksi täsmennetty, milloin rahoitusvälineestä aiheutuneen tappion katsotaan tapahtuneen (100 artikla). Siinä täsmennetään myös säilytysyhteisön mahdollisuutta vapautua korvausvastuusta (101 artikla). Säilytysyhteisö on 21 artiklan 12 kohdan mukaan vastuussa rahastolle tai sen sijoittajille myös kaikista muista tappioista, joita niille aiheutuu. Tällöin vastuu edellyttää, että kyse on säilytysyhteisön huolimattomuudesta tai sen direktiivissä säädettyjen velvoitteiden tahallisesta laiminlyönnistä.

---

<sup>485</sup> SOU 2012:67, s. 413 - 414.

<sup>486</sup> Mononen (2004), s. 1391.

AIFM-direktiivin säilytysyhteisön vastuuta koskevissa säännöksissä on huomioitu myös tilanteet, joissa säilytysyhteisön tehtäviä on delegoitu alisäilyttäjiensä hoidettavaksi. Direktiivin 21 artiklan 13 kohdassa todetaan ensinnäkin, että kohdan 11 mukainen tehtävien siirtäminen kolmannen osapuolen hoidettavaksi ei vaikuta säilytysyhteisön vastuuseen. Direktiivin johdanto-osan 45 kohdassa todetaankin, että jos säilytysyhteisö siirtää säilytystehtäviä kolmannelle taholle ja nämä säilytettävänä olevat rahoitusvälineet katoavat, säilytysyhteisön tulisi olla vastuussa tapahtuneesta. Tällöinkin säilytysyhteisöllä on kuitenkin 21 artiklan 13 alakohdan mukaan mahdollisuus vapautua korvausvastuusta, jos se pystyy osoittamaan, että kaikki säilytysyhteisön tehtävien siirrolle kohdassa 11 asetetut edellytykset täyttyvät. Lisäksi säilytysyhteisön ja tehtävien siirron saajan välillä tulee olla tehty kirjallinen sopimus, jolla on nimenomaisesti siirretty korvausvastuu säilytysyhteisöltä kolmannelle osapuolelle. Sopimuksen tulee myös olla sellainen, että sen nojalla AIF-rahasto tai tapauksesta riippuen sen lukuun toimiva sijoitusrahaston hoitaja voi esittää korvausvaateen taikka säilytysyhteisö voi esittää tällaisen vaateen sen lukuun. Lisäksi edellytetään, että säilytysyhteisö ja vaihtoehtoinen sijoitusrahasto tai sen hoitaja ovat tehneet kirjallisen sopimuksen, jossa on nimenomaisella määräyksellä sallittu säilytysyhteisön vapautuminen vastuusta. Sopimuksessa tulee olla mainittu objektiivinen peruste, jonka nojalla vastuusta vapautuminen on mahdollinen. Alisäilytystilanteessa vastuu rahoitusvälineiden katoamisesta on kolmannelle osapuolella siis sopimusperusteisesti. Lähtökohtaisesti säilytysyhteisö vastaa itse aiheutuneista tappioista. Myös säilytysyhteisön vastuusta vapautuminen edellyttää siten sopimusperustetta. Säilytysyhteisön tulee direktiivin johdanto-osan 45 kohdan mukaan pystyä osoittamaan, että se on täyttänyt pätevää, varovaista ja huolellista toimintaa koskevat velvoitteensa ja että tehtävien siirrolle asetetut erityisvaatimukset täyttyvät.

AIFM-direktiivissä on huomioitu myös sellainen tilanne, että jonkin kolmannen maan lainsäädännössä voidaan edellyttää, että paikallinen yhteisö säilyttää tiettyjä rahoitusvälineitä. Jos tällaisessa tilanteessa ei löydy paikallista yhteisöä, joka täyttäisi kaikki säilytysyhteisön tehtävien siirtoa koskevat edellytykset, säilytysyhteisö voisi kuitenkin tietyin edellytyksin vapautua vastuustaan. Direktiivin johdanto-osan 46 kohdassa todetaan, että vastuusta vapautuminen on mahdollista, mikäli vaihtoehtoisen sijoitusrahaston säännöissä tai perustamisasiakirjoissa on nimenomaisella määräyksellä sallittu tällainen vastuuvapaus. Vastuusta vapautumismahdollisuudesta ja soveltamistilanteista on kuitenkin tullut asianmukaisesti ilmoittaa rahaston sijoittajille jo ennen sijoituksen tekemistä rahastoon. Lisäksi vastuuvapaus edellyttää, että sijoitusrahasto tai sen lukuun toimiva rahaston hoitaja on määrännyt säilytysyhteisön siirtämään rahastoitusvälineiden säilytyksen paikalliselle toimijalle. Myös tässä tilanteessa edellytetään, että säilytysyhteisö ja sijoitusrahasto tai sen hoitaja ovat tehneet kirjallisen sopimuksen, jossa nimenomaisesti sallitaan säilytysyhteisön vastuuvapaus. Säilytysyhteisön ja paikallisen yhteisön välillä tulee olla tehty kirjallinen sopimus, jolla vastuu nimenomaisesti siirretään säilytysyhteisö-

sölle kuuluva vastuu paikallisen yhteisön kannettavaksi. Tämän sopimuksen tulee myös sisältää määräykset siitä, että AIF-sijoitusrahasto tai sen lukuun toimiva hoitaja voi sopimuksen perusteella esittää korvausvaateen paikallista yhteisöä kohtaan. Vaihtoehtoisesti voidaan määrätä, että säilytisyhteisö voi rahaston lukuun esittää kyseisen vaateen. Ruotsalaisissa esitöissä tilannetta, jossa sijoittajat joutuvat kääntymään korvausvaateineen ulkomaisen säilytisyhteisön puoleen, on pidetty mahdollisena sijoittajan suojan heikennyksenä.<sup>487</sup>

Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaan lakiin ehdotetaan direktiivin mukaisesti säännöksiä säilytisyhteisön vastuusta AIF-rahastoja tai sen sijoittajia kohtaan. Vahingonkorvausvastuu tässä muodossa on uusi ja suhteellisen ankara seuraamus laissa tarkoitetuille säilytisyhteisöille. Vastuuperusteen katsotaan nimittäin suomalaisessa hallituksen esitysluonnoksessa lähenevän ankaraa vastuuta. Tästä vastuusta vapautukseen säilytisyhteisön tulee direktiivissä edellytetyllä tavalla osoittaa, että menetys on seurausta ulkopuolisesta tapahtumasta, johon yhteisö ei ole kohtuudella voinut vaikuttaa ja seuraukset eivät olleet vältettävissä kaikista kohtuullisiksi katsottavista toimenpiteistä huolimatta. Myös AIFM-laissa tehtävien siirto kolmannelle osapuolelle ei tulisi itsessään vaikuttamaan säilytisyhteisölle säädettävään vastuuseen. Hallituksen esitysluonnoksessa ennustetaan, että direktiivissä asetettujen tiukkojen säilytisyhteisöä koskevien vaatimusten johdosta säilytisyhteisötoimintaa harjoittavien yhteisöjen määrä vähenee ja toimiala tulee keskittymään. Koska tämä vähentäisi kilpailua, on tämän haitalliseksi katsottavan kehityskulun vastapainoksi ehdotettu arvopaperikeskukselle mahdollisuutta harjoittaa säilytisyhteisötoimintaa. Lisäksi lakiin tulisi siirtymäsäännös, jonka nojalla olisi mahdollista käyttää muuhun jäsenvaltioon sijoittautunutta luottolaitosta sijoitusrahaston säilytisyhteisönä 22.7.2017 saakka.<sup>488</sup> Direktiivin säilytisyhteisöille asettaman tiukan vastuun onkin arveltu johtavan myös siihen, että säilytyskustannukset tulevat nousemaan. Jos säilytisyhteisöpalveluille vielä löytyy halukkaita tarjoajia, voivat näiden veloittamat kustannukset nousta ne viime kädessä maksavien sijoittajien näkökulmasta kohtuuttoman korkeiksi.<sup>489</sup> Sijoittajat voivat puolestaan pyrkiä siirtämään nämä kustannukset edelleen korkeampien tuottovaatimusten ja kasvavan riskinoton muodossa.<sup>490</sup> Vastuun ankaroituminen voi johtaa myös siihen, että osa säilytisyhteisöistä voi jatkossa joutua mittavien vahingonkorvauskanteiden kohteeksi. Korvausvaatteet voivat ylittää säilytisyhteisön pääoman määrän moninkertaisesti. Säilytisyhteisöt jou-

---

<sup>487</sup> Lagrådsremiss, s. 315.

<sup>488</sup> HE-luonnos, s. 88.

<sup>489</sup> Hidén (2010), s. 440.

<sup>490</sup> U 65/2009 vp, s. 12.

tuvatkin jatkossa kiinnittämään erityistä huomiota riskien hallintaan.<sup>491</sup> AIFM-direktiivi tulisi olla pantu täytäntöön kansallisella lailla 22.7.2013 mennessä.<sup>492</sup>

## 5.2 Sijoitusrahastodirektiiviin ehdotettuja muutoksia

Euroopan komissio on antanut heinäkuussa 2012 ehdotuksen<sup>493</sup> sijoitusrahastodirektiivin muuttamisesta säilytystoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamuksia koskevien säännösten osalta (ns. *UCITS V*-hanke). On katsottu, että etenkin säilytisyhteisöä koskevat uudistukset ovat tarpeen, sillä juuri ne ovat keskeisessä asemassa eurooppalaisen sijoitusrahastotoiminnan sääntelyn kannalta. Erilliset säilytisyhteisöt ovatkin tärkeä osa sijoittajien suojaa, jollaista ei ole kaikilla muilla sijoitustuotteilla, jotka kilpailevat UCITS-rahastojen kanssa piensijoittajien säästöistä.<sup>494</sup> Esikuvana säilytisyhteisöä koskevien säännösten uudistamiselle on toiminut AIFM-direktiivi. Näin on siksi, ettei voida pitää hyväksyttävänä piensijoittajien jäämistä ammattimaisia sijoittajia huonompaan asemaan sijoittajasuojan suhteen.<sup>495</sup> AIFM-direktiivissä valittujen sääntelyratkaisujen tulisi siten muodostaa minimitaso UCITS-rahastojen säilytisyhteisöjä koskevien säännösten tarkistamiselle. UCITS-rahastoja koskevien säännösten valmistelussa pyritäänkin siten huolehtimaan, että säännösten uudistaminen tapahtuu koordinoitusti suhteessa AIFM-direktiiviin. Näin on niiltä osin kuin AIF-rahastojen ja UCITS-rahastojen säilytisyhteisöjen toiminnot ovat samankaltaisia. UCITS-rahastojen osalta tarkoituksena on tietysti huomioida näiden rahastojen omat erityispiirteet ja erityisesti niiden kohdistuminen piensijoittajille.<sup>496</sup> Erityisesti sijoittajasuojaa parantavat säännökset ovatkin ensi arvoisen tärkeitä sen johdosta, että lähes 90 %:ia UCITS-rahastojen varoista ovat peräisin piensijoittajilta.<sup>497</sup>

Sijoitusrahastodirektiivin säilytisyhteisöä koskevia artikloja ei ole muutettu sen jälkeen kun direktiivi tuli voimaan vuonna 1985. Säännökset muodostuvat lähinnä yleisistä periaatteista, jotka kuvaavat säilytisyhteisön velvollisuuksia. Säilytystoimintaa koskevat keskeiset säännökset sisältävät määräyksen, että yhteissijoitusyrityksen varat on annettava säilytisyhteisön säilytettäväksi ja mikäli säilytisyhteisö laiminlyö velvoit-

<sup>491</sup> Euroopan keskuspankin lausunto (CON/2012/42), EUVL 19.2.2012, C 47/3.

<sup>492</sup> HE-luonnos, s. 35.

<sup>493</sup> KOM (2012) 350 lopullinen, annettu 3.7.2012, Ehdotus sijoitusrahastodirektiivin muuttamisesta.

<sup>494</sup> CESR's response to the European Commission's consultation on the UCITS depositary function, annettu 16.9.2009 (jäljempänä CESR/09-781), s. 2.

<sup>495</sup> Commission Staff Working Document, Impact Assessment, s. 7. Jäljempänä SWD (2012) 185.

<sup>496</sup> Consultation paper on the UCITS depositary function and on the UCITS managers' remuneration, s. 6.

<sup>497</sup> SWD (2012) 185, s. 11.

teensa, on se vastuussa aiheutuneista tappioista. Säännökset jättävät säilytysyhteisön velvoitteet ja vastuukysymykset tulkinnanvaraisiksi ja jäsenvaltiot ovatkin omaksuneet erilaisia lähestymistapoja asian sääntelemiseksi. Tämä on puolestaan saanut aikaan sen, että sijoittajan suoja on erilainen eri jäsenvaltioissa.<sup>498</sup> Osassa jäsenvaltioita vastuuta on tulkittu siten, että säilytysyhteisön tulee välittömästi palauttaa menetetyt varat yhteissijoitusyritykselle. Kyse on siten objektiivisesta vastuusta. Toiset jäsenvaltiot taas ovat katsoneet, että varojen menetys ei välttämättä merkitse sitä, että säilytysyhteisö olisi vastuun synnyttävällä tavalla perusteettomasti laiminlyönyt velvollisuutensa. Ne soveltavat siten laiminlyöntiin perustuvaa vastuuta.<sup>499</sup> Säilytysyhteisöä koskevien säännösten muuttaminen tuli ajankohtaiseksi kansainvälisen finanssikriisin johdosta sekä ennen kaikkea Madoff-skandaalin<sup>500</sup> jälkeen. Skandaalin seurauksena paljastui monia epäselviä kohtia säilytysyhteisöjen toimintaa koskevissa säännöksissä. Esimerkiksi sijoitusrahastodirektiivissä ei ole säännöksiä, millä perusteilla säilytysyhteisö voi siirtää varojen säilyttämisen alisäilyttäjän vastuulle. Samoin epäselvyyksiä on aiheuttanut eturistiriitihin liittyvät näkökohdat. Eturistiriitoja voi aiheutua esimerkiksi sen johdosta, että sijoitusrahaston salkunhoitajana oleva yhteisö ja varojen alisäilyttäjä ovat saman konsernin jäseniä. Sijoitusrahastodirektiivissä on asiaa säännelty vain toteamalla, että yhtiö, joka hoitaa yhteissijoitusyritystä ei voi toimia samalla sen säilytysyhteisönä. Alisäilytystilanteisiin liittyy myös epäselvyyksiä pääsäilyttäjän vastuun osalta. Jäsenvaltioiden käytännöt vaihtelevat tämän kysymyksen osalta. Lisäksi ongelmia on aiheutuu siitä, että sijoitusrahastojen toimintaympäristö on muuttunut paljon säilytysyhteisöjä koskevien sääntöjen antamisen jälkeen. Rahastojen sijoituskohteet ovat laajentuneet ja kansainvälisty-

---

<sup>498</sup> KOM(2012) 350 lopullinen, s. 2.

<sup>499</sup> KOM(2012) 350 lopullinen, s. 6.

<sup>500</sup> Skandaali järkytti koko sijoitusmaailmaa ja murensi sijoittajien rahastotoimintaa kohtaan tuntemaa luottamusta, kun paljastui, että amerikkalaisen Bernard Madoffin harjoittamassa sijoitustoiminnassa oli-kin kyse maailman suurimmasta pyramidihuijauksesta. Sijoittajien on arvioitu hävinneen huijauksessa jopa 65 000 miljoonaa dollaria. Madoff-huijaus horjutti erityisesti suursijoittajien luottamusta niihin lukuisiin sijoitusrahastoihin, jotka olivat ohjanneet varoja suoraan Madoffin taskuun. Bernard Madoff tuomittiin huijauksestaan 150 vuoden mittaiseen vankeusrangaistukseen ja tuomiota seuraa useita sijoittajien nostamia vahingonkorvausoikeudenkäyntejä. Ks. tarkemmin huijauksesta Nars (2009), s. 194 – 240. Madoff-skandaali pysyi huomaamatta pitkän aikaa lähinnä sen johdosta, että säilytysyhteisö, joka huolehti sijoitetuista varoista, oli delegoinut säilytystehtävät toiselle yhteisölle. Tämä alisäilyttäjä puolestaan oli-kin Madoffin omistama yhteisö. Impact Assessment, s. 6. Toinen sijoittajien UCITS-rahastoja kohtaan tuntemaa luottamusta horjuttanut tapahtuma oli Lehman konkurssi. Madoff-huijaus ja ison pankin konkurssi paljastivat, että rahastosijoittajat olivatkin alttiita säilytykseen liittyville riskeille, vaikka UCITS-rahastojen piti olla sijoittajan suojan näkökulmasta turvallisia sijoituskohteita. CESR/09-781, s. 3.

neet. Samalla sijoituskohteet ovat muuttuneet monimutkaisemmiksi. Rahastojen varoja säilytetään lisäksi entistä enemmän alisäilytysverkoston avulla. Säilytyksen siirto alisäilyttäjille tuo kuitenkin mukanaan merkittäviäkin riskejä varojen menettämisestä. Sijoitusrahastodirektiivi jättää kuitenkin auki kysymyksen, mitä velvollisuuksia säilytysyhteisöllä on liittyen alisäilyttäjän valintaan ja valvontaan.<sup>501</sup>

Komission ehdotus sisältää myös ehdotuksia koskien finanssiyhtiöiden palkka-, palkkio- ja kannustinjärjestelmiä. Finanssikriisi paljasti epäkohtia myös tällä alueella. Palkkiojärjestelmien havaittiin nimittäin pahentavan ja laajentavan kriisin vaikutuksia entisestään sen johdosta, että ne vaikuttivat lyhyen aikavälin päätöksen tekoon ja kannustivat lyhytjänteiseen riskinottoon. Myös jäsenvaltioiden soveltamissa seuraamusjärjestelmissä on havaittu useita eroavaisuuksia ja puutteellisuuksia, joiden katsotaan vaikuttavan kielteisesti unionin tasoisen lainsäädännön soveltamiseen, finanssivalvonnan tehokkuuteen sekä viime kädessä rahoitusalan kilpailuun, markkinoiden vakauteen ja eheyteen sekä kuluttajansuojaan. Tämän johdosta unionin tasolla halutaan antaa vähimmäisvaatimukset kansallisten seuraamusjärjestelmien lähentämiseksi. Komissio onkin sisällyttänyt kunkin alan erityispiirteet huomioon ottavat yleiset säännökset asiasta kaikkiin viimeaikaisiin ehdotuksiinsa, jotka liittyvät EU:n alakohtaisen lainsäädännön tarkistamiseen. Direktiiviehdotus on lisäksi osa lainsäädäntöpakettia, jonka avulla yritetään palauttaa kuluttajien luottamus finanssimarkkinoita kohtaan. Paketin toinen osa liittyy vakuutusedustusdirektiivin 2002/92/EY muokkaamiseen vakuutus tuotteita ostavien asiakkaiden suojan osalta. Kolmas osa on asetusehdotus sijoitustuotteita koskevista avaintietoasiakirjoista ja sen tarkoituksena on lisätä sijoitusmarkkinoiden avoimuutta yksityissijoittajien kannalta.<sup>502</sup> Seuraavassa tarkastellaan kuitenkin vain direktiiviehdotusta säilytysyhteisön velvollisuuksia ja vastuita koskevien kysymysten kannalta.

Direktiiviehdotukseen sisältyvät muutokset perustuvat pitkälti AIFM-direktiivin vastaaviin säännöksiin. Ehdotuksessa esitetään muutettavaksi sijoitusrahastodirektiivin 22 artikla. AIFM-direktiiviä vastaavalla tavalla sijoitusyhtiön ja rahastoyhtiön on jatkossa nimettävä rahastolle yksi säilytysyhteisö ja tästä on sovittava kirjallisella sopimuksella. Säilytysyhteisölle kuuluvat velvollisuudet muodostuvat erilaisista valvontatehtävistä, rahavirtojen asianmukaisesta seurannasta huolehtimisesta sekä varojen tallessapidosta. Artiklan 3 kohta sisältää luettelon säilytysyhteisön valvontatehtävistä. Direktiiviehdotuksen johdanto-osan kohdan 10 mukaan tällä halutaan varmistaa, että säilytysyhteisöjen tehtävien suorittamiseen sovelletaan jatkossa yhtenäistä lähestymistapaa yhteissijoitusyritysten toimintamuodosta riippumatta. Siten yhtiömuotoisten ja sopimusperusteisten yhteissijoitusyritysten säilytysyhteisöjen velvollisuudet ovat jatkossa yhteneväiset.

---

<sup>501</sup> KOM(2012) 350 lopullinen, s. 2 – 3.

<sup>502</sup> KOM(2012) 350 lopullinen, s. 3 – 4.

Kohdassa 4 puolestaan säilytysyhteisön velvollisuudesta varmistaa yhteissijoitusyrityksen rahavirtojen asianmukainen seuranta ja erityisesti se, että rahaston varojen tilikirjaukset tehdään oikein. Artiklan 5 kohdassa tarkennetaan, miten yhteissijoitusyrityksen varat voidaan antaa säilytysyhteisön tallessapidettäväksi. Varoja koskevat veloitteet on jaoteltu sen mukaan, onko kyse rahoitusvälineistä, joita voidaan säilyttää säilytysyhteisön toimesta vai muista varoista. Tallessapito tarkoittaa rahoitusvälineiden osalta sitä, että säilytysyhteisön on pidettävä säilytyksessä rahoitusvälineitä, jotka voidaan kirjata sen kirjanpitoon rahoitusvälinetileille tai jotka voidaan fyysisesti toimittaa säilytysyhteisölle. Muiden varojen osalta säilytysyhteisön tulee huolehtia varojen omistusoikeuksien todentamisesta sekä näiden asianmukaisesta kirjaamisesta.

Direktiiviehdotuksessa on sen johdanto-osan 15 kohdan mukaan katsottu tarpeelliseksi määritellä ne edellytykset, joilla säilytysyhteisön tallessapitotehtävät voidaan siirtää kolmannen osapuolen hoidettavaksi. Artiklan 3 ja 4 kohdissa kuvattujen tehtävien siirtäminen ei kuitenkaan ole mahdollista. Säilytysyhteisö voi siten siirtää eteenpäin vain sille kuuluvia tallessapitotehtäviä. Alisäilytysmahdollisuus olisi jatkossa mahdollista AIFM-direktiiviä vastaavilla edellytyksillä. Toimintojen siirtoon ja mahdolliseen edelleen siirtämiseen tulisi siten olla objektiivisesti perusteltu syy ja siihen sovellettaisiin tiukkoja vaatimuksia. Lisäksi siirronsaajan on täytettävä direktiivissä säädetyt edellytykset. Säännöksiä on täsmennetty myös niiden tilanteiden varalta, joissa kolmannen valtion lainsäädännössä edellytetään paikallisen yhteisön säilyttävän rahaston varoja. Jos kyseisestä valtiosta ei löydy direktiivissä asetettuja vaatimuksia täyttävää säilytysyhteisöä, on tehtävien siirto kuitenkin mahdollista direktiivissä asetettuja edellytyksiä noudattaen. Lisäksi 22 artiklan 7 kohdassa sallitaan alisäilyttäjän siirtää edelleen sille siirretyt toiminnot direktiivin vaatimuksia noudattaen.

Direktiiviehdotuksessa on myös määritelty kattavasti ne yhteisöt, jotka jatkossa ovat oikeutettuja toimimaan säilytysyhteisönä. Käytännössä säilytysyhteisötoimintaa saisi jatkossa harjoittaa vain luottolaitokset ja sijoituspalveluyritykset. Johdanto-osan 20 kohdan mukaan tällä varmistettaisiin korkeatasoinen sijoittajien suojaaminen ja turvataisiin samalla asianmukainen toiminnan vakautta koskeva sääntely ja valvonta. Direktiiviehdotus sisältää myös periaatteet siitä, miten säilytysyhteisön edellytetään hoitavan sille kuuluvia veloitteita. Artiklan 25 mukaan säilytysyhteisön ja myös rahastoyhtiön tulee niille kuuluvia tehtäviä suorittaessan toimina rehellisesti, oikeudenmukaisesti, ammattimaisesti, riippumattomasti ja sijoittajien edun mukaisesti.

UCITS V-hanke tulee aiheuttamaan muutostarpeita myös suomalaiseen lainsäädäntöön. Muutosten voimaansaattamisen johdosta ainakin sijoitusrahastolakia ja Finanssi-  
valvonnasta annettua lakia (878/2008) tullaan muuttamaan ja niihin lisätään uusia sään-

nöksiä.<sup>503</sup> Ehdotuksen voimaansaattamiseksi sijoitusrahastolakiin tarvitaan huomattavia muutoksia säilytysyhteisöä koskevien säännösten osalta. Lakiin tarvitaan nykyistä yksityiskohtaisempia säännöksiä esimerkiksi säilytysyhteisön valvontatehtävistä sekä varojen säilyttämisestä. Samoin lakia tulee tarkentaa alisäilytyksen osalta. Tämä koskee esimerkiksi sitä, että ainoastaan rahoitusvälineiden ja muiden varojen säilytyksen siirto on sallittua. Myös siirron edellytyksiä on tarkennettava.<sup>504</sup>

Myös säilytysyhteisön vastuuta koskevia säännöksiä täsmennetään direktiiviehdotuksessa. Vastuusäännösten tarkistamisella pyritään palauttamaan piensijoittajien luottamusta UCITS-rahastoja ja niiden säilytysyhteisöjä kohtaan.<sup>505</sup>

Vastuuta koskevan 24 artiklan 1 kohdassa tavoitteena on selventää, mikä on säilytysyhteisön vastuu, jos säilytetty rahoitusväline menetetään.<sup>506</sup> Artiklan mukaan Jäsenvaltioiden on varmistettava, että säilytysyhteisö on vastuussa sijoitusrahastolle ja sen osuudenomistajille tappioista, jotka on aiheuttanut joko säilytysyhteisö itse tai sellainen kolmas säilytysyhteisö, jolle rahoitusvälineiden säilytys on siirretty. Vastuun sisältö on AIFM-direktiivin mukaisesti se, että jos säilytettävänä oleva rahoitusväline on menetetty, tulee säilytysyhteisön palauttaa samantyyppinen rahoitusväline tai sitä vastaava määrä viipymättä sijoitusrahastolle tai sen lukuun toimivalle rahastoyhtiölle. Säilytysyhteisön on kuitenkin mahdollista vapautua vastuusta, mikäli se pystyy osoittamaan, että rahoitusvälineen menetys on seurausta ulkopuolisesta tapahtumasta, johon se ei ole kohutuudella voinut vaikuttaa ja jonka seuraukset eivät olisi olleet vältettävissä kaikista kohutuullisiksi katsottavista toimenpiteistä huolimatta. On katsottu, että tällaisella todistustaakan kääntämisellä voidaan välttyä pitkiltä oikeusprosesseilta, joissa muuten jouduttaisiin arvioimaan säilytysyhteisön mahdollista tuottamuksellista menettelyä.<sup>507</sup> Varojen menetyksestä johtuvasta vastuusta ei siis enää ole mahdollista vapautua millään muulla tavalla.<sup>508</sup> Jäsenvaltioiden on lisäksi 24 artiklan mukaan varmistettava, että säilytysyhteisö on vastuussa yhteissijoitusyritykselle ja sijoittajille kaikista muistakin tappioista, joita niille aiheutuu säilytysyhteisön huolimattomuudesta tai sen direktiivin mukaisten velvoitteiden tahallisesta laiminlyönnistä. Tämä vastuu on siten culpa-vastuuta.

Direktiiviehdotuksessa täsmennetään säilytysyhteisön vastuuta alisäilytyksessä olevien varojen osalta. Artiklan 2 kohdassa todetaan, että toimintojen siirto ei vaikuta säilytysyhteisön vastuuseen. Tämän mukaisesti säilytysyhteisön vastuuta ei rajoita se seik-

---

<sup>503</sup> U 52/2012 vp, s. 5.

<sup>504</sup> U 52/2012 vp, s. 6.

<sup>505</sup> CESR/09-781, s. 3.

<sup>506</sup> KOM(2012) 350 lopullinen, s. 9.

<sup>507</sup> SWD (2012) 185, s. 37.

<sup>508</sup> KOM (2012) 350 lopullinen, s. 9.



ka, että säilytysyhteisö on antanut tehtävät kokonaan tai osittain kolmannen osapuolen hoidettavaksi. Jos alisäilytyksessä oleva rahoitusväline menetetään, pääsäilytysyhteisön velvollisuutena on palauttaa menetetyt rahoitusvälineet, vaikka ne siis olisivat olleet alisäilyttäjän hallinnassa.<sup>509</sup> Direktiiviehdotuksen johdanto-osan kohdassa 22 todetaan, että säilytysyhteisö voi tällöinkin vapautua vastuustaan vain, mikäli se pystyy osoittamaan menetyksen johtuneen ulkopuolisesta tapahtumasta. Sen sijaan tilanteissa, joissa säilytysyhteisö tai sen alisäilyttäjä kadottavat varoja, vastuusta vapautuminen ei ole sallittua sääntelyn tai sopimuksen perusteella. Tältä osin säilytysyhteisön vastuun muodostuu ankarammaksi kuin AIFM-direktiivissä säädetty vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen säilytysyhteisön vastuu. Säilytykseen siirtoon perustuva vastuu on katsottu asianmukaiseksi asettaa tiukemmaksi kuin AIFM-direktiivissä sen johdosta, että yhteissijoitusyritysten osuudenhaltijoina on paljon yksityissijoittajia. Näin ollen ei ole pidetty hyväksyttävänä, että säilytysyhteisö voisi sopimusperusteisesti vapautua vastuusta.<sup>510</sup>

Säilytysyhteisön vastuuta täsmennetään myös oikeussuojakeinojen käyttämisen osalta. Ehdotuksen johdanto-osan 23 kohdan mukaan yhteissijoitusyrityksen kaikkien sijoittajien tulisi voida esittää säilytysyhteisölle vastuuvaateita joko suoraan tai välillisesti rahastoyhtiön kautta. Oikeussuojakeinojen käyttäminen ei saisi olla riippuvaista yhteissijoitusyrityksen oikeudellisesta muodosta taikka säilytysyhteisön, rahastoyhtiön ja osuudenomistajien välisen oikeussuhteen luonteesta. Lisäksi ehdotuksessa annetaan komissiolle valta hyväksyä delegoituja säädöksiä direktiivin säännösten tarkemmasta sisällöstä. Ehdotuksen johdanto-osan 32 kohdan mukaan tällaisia täsmennyksiä tul-tai-siin antamaan esimerkiksi säilytysyhteisön asianmukaista huolellisuutta koskevista tehtävistä, niistä edellytyksistä, joiden perusteella rahoitusväline katsotaan menetetyksi ja vastuuvapauden synnyttävistä ulkopuolisista olosuhteista.

Säilytysyhteisön vastuukysymykset tulevat siis tarkentumaan nykyiseen tilanteeseen verrattuna, mikäli direktiiviehdotuksen säännökset toteutuvat ehdotetussa muodossa. On arvioitu, että sijoittajat tulevat hyötymään ehdotetuista muutoksista. Tarkennettujen vastuusäännösten tarkoituksena on taata se, että sijoittajien olisi jatkossa helpompi saada hyvitystä, mikäli säilytettävänä olevat varat menetetään. Lisäksi alisäilytystilanteita koskevien säännösten täsmentämisellä pyritään siihen, että sijoittajat olisivat paremmin suojattuja säilytykseen liittyviltä riskeiltä, joita aiheutuu alisäilytysverkostojen käyttämisestä. Näin ollen UCITS-rahastojen sijoittajat altistuisivat vain normaaleille rahasto-sijoittamiseen liittyville riskeille. Alisäilytystä koskevien säännösten avulla pyritään myös estämään, ettei Madoff-huijausta vastaavaa skandaalia voisi enää tulevaisuudessa

---

<sup>509</sup> KOM (2012) 350 lopullinen, s. 9.

<sup>510</sup> KOM(2012) 350 lopullinen, s. 9.

tapahtua.<sup>511</sup> Osa rahastoalalla toimivista osapuolista on kuitenkin esittänyt, että UCITS-direktiivin tarkistamisen tulisi tapahtua erillään finanssikriisin sekä Madoff-skandaalin selvittelystä. Näin estettäisiin mahdolliset lainsäädännölliset ylilyönnit unionin tasolla, jotta säilytysyhteisöjä koskevat säännökset eivät muodostuisi alan kannalta liian ras-kaiksi.<sup>512</sup> Kuitenkin on katsottu, että kiristynyt vastuu tulee aiheuttamaan kustannusten kasvua myös UCITS-rahastojen kohdalla. On luultavaa, että säilytysyhteisöt tulevat nostamaan rahastoyhtiöiltä perimiään maksuja. Nämä siirtyvät lopulta rahastosijoittajien maksettaviksi. Samoin on arvioitu, että säilytysyhteisöt joutuvat jatkossa varautumaan mahdollisiin korvausvaateisiin suuremmilla vakuutuksilla, jotka myös osaltaan lisäävät niille aiheutuvia kustannuksia.<sup>513</sup>

Direktiiviehdotus tulee aiheuttamaan muutostarpeita suomalaiseen sääntelyyn myös säilytysyhteisön vastuuta koskevien kysymysten osalta. Laissa tulee säätää säilytysyhteisön vastuusta nykyistä ankarammin tilanteissa, joissa säilytettävänä olevat varat menetetään säilytyksen aikana. On arvioitu, että säilytysyhteisön vastuuta koskevien normien tiukentuminen saa aikaan sen, että säilytysyhteisötoiminta tulee jatkossa keskittymään suurille kansainvälisille toimijoille, jotka puolestaan ovat pakotettuja asettamaan entistä tiukemmat kriteerit hyväksyttävälle asiakkaille. Tämän johdosta uusien ja pienempien rahastoyhtiöiden pääsy sijoitusrahastoalalle voi vaikeutua.<sup>514</sup> Sijoittajien suo- jan parantuessa voi alalla vallitseva kilpailu vähentyä. Direktiiviehdotus tulee valmis- tumaan vuoden 2013 aikana. Kansalliseen implementointiin on yleensä aikaa noin kaksi vuotta. Näin ollen UCITS V-hankkeen sisältämät muutokset tulevat kansallisesti voi- maan aikaisintaan vuonna 2016.<sup>515</sup>

---

<sup>511</sup> SWD (2012) 185, s. 46.

<sup>512</sup> Feedback Statement – Summary of responses to UCITS depositarien consultation paper, s. 8.

<sup>513</sup> CESR/09-781, s. 3.

<sup>514</sup> U 52/2012 vp, s. 6 – 7.

<sup>515</sup> VM Rahoitusmarkkinaosasto 29.1.2013. AIFMD Kansallinen voimaansaattaminen.

## 6 LOPPUPÄÄTELMIÄ

Sijoitusrahastot muodostavat helpon ja hyvin hajautetun sijoituskohteen. Rahastosijoittaminen onkin vakiinnuttanut asemansa kehittyneillä kansainvälisillä pääomamarkkinoilla suosittuna sijoitusmuotona sekä piensijoittajien että institutionaalisten sijoittajien keskuudessa.<sup>516</sup> Yksityishenkilöiden arvopaperisäästäminen tulee jatkossakin mitä todennäköisimmin tapahtumaan paljolti institutionaalisten sijoitusten muodossa. Näin ollen yksityishenkilöiden arvopaperisijoitukset ohjautuvat rahatoitusmarkkinoille etupäässä sijoitusrahastojen sekä muiden vastaavien sijoitustuotteiden kautta.<sup>517</sup> Sijoitusrahastotoimintaa koskevat säännökset onkin laadittu pitkälti piensijoittajien suojaa ajatellen. Sijoittajien suojan näkökulmasta säilytysyhteisöillä onkin keskeinen tehtävä sijoitusrahastotoiminnan luotettavuuden kannalta.

Säilytysyhteisöjen velvollisuuksia ja vastuita koskevat säännökset on pitkälti harmonisoitu Euroopan unionin alueella. Tästä huolimatta eri jäsenvaltioissa sijoitusrahastotoimintaa koskevaa sääntelyä on muodostunut etenkin säilytysyhteisöjen vastuun osalta eri tasoiseksi. Säilytysyhteisöjä koskevat lain säännökset eivät lisäksi ole kovinkaan täsmällisiä. Säännöksiä ei ole juuri täsmennetty myöskään lain esitöissä. Tämän johdosta niiden tulkinnassa joudutaankin turvautumaan lähinnä muiden säännösten tai niiden ilmentämien yleisten periaatteiden soveltamiseen. Sijoitusrahastotoimintaan liittyy monia sopimussuhteita sekä sopimussuhdetta muistuttavia suhteita. Useimmat näistä suhteista muistuttavat luonteeltaan toimeksiantosuhtetta. Tämän johdosta säilytysyhteisökin velvollisuuksia ja vastuuta tarkasteltaessa voidaan monin paikoin turvautua sopimusosoikeudellisten periaatteiden soveltamiseen.

Säilytysyhteisön päävelvoitteena on rahaston varojen säilyttäminen. Tämän tulee tapahtua luotettavalla tavalla ja rahaston varat on pidettävä erillään yhteisön omasta sekä muiden asiakkaiden varoista. Tämän suhteen tulkinta-apua voidaan hakea esimerkiksi asiakasvarojen säilyttämistä koskevista periaatteista. Lisäksi säilytysyhteisön tulee hoitaa tehtävänsä itsenäisesti vain rahasto-osuudenomistajien etua silmällä pitäen. Säilytysyhteisö ja rahastoyhtiö voivat kuitenkin olla osa samaa konsernia. Tämän johdosta voikin olla kyseenalaista toteutuuko rahastosijoittajien etu kaikissa tilanteissa vai onko konsernin sisäisillä suhteilla enemmän painoarvoa.

Myös säilytysyhteisön korvausvastuuta koskeva säännös on varsin suppea. Säännöksestä käy lähinnä ilmi, että kyse on tuottamusvastuusta, joka voi seurata velvoitteiden täyttämättä jättämisestä. Vastuu koskee rahastoyhtiölle tai sijoittajille aiheutuneita tappioita. Tuottamuskysymykseen liittyy esimerkiksi sen tarkastelu, miten säilytysyhteisö-

---

<sup>516</sup> Kontkanen (2011), s. 125 – 126.

<sup>517</sup> VM 12/2012, s. 53.

sön tulisi täyttää velvoitteensa, jotta voitaisiin arvioida, onko suoritus tapahtunut asianmukaista huolellisuutta noudattaen. Samoin siihen kuuluu vastuupiirin tarkastelu ja näyttötaakkaa koskevat kysymykset. Myös näitä joudutaan tulkitsemaan esimerkiksi muiden säännösten tai yleisten periaatteiden avulla. Vahinkonkorvaus edellyttää myös syy-yhteyden ja korvattavan vahingon osoittamista. Syy-yhteyden osalta voi olla hankalaa erottaa moitittavan menettelyn ja yleisen markkinariskin toteutumisen seurauksia toisistaan. Tältä osin esimerkiksi asetettavan näyttötaakan lieventäminen voisi olla aiheellista. Myös vahingon eli aiheutuneen tappion määrän arvioiminen voi olla ongelmallista. Oikeuskirjallisuudessa on käsitelty lähinnä virheellisen informaation vaikutuksia markkinoilla ja sen perusteella määräytyviä hinnanerokorvauksia. Tästä ei välttämättä ole apua säilytysyhteisön aiheuttamien vahinkojen määrän arvioinnissa. Näin on etenkin, jos kyse on säilytettävänä olevien varojen menetyksestä. Muutoinkin tappiota ja markkinariskiä voi olla vaikea erottaa toisistaan.

Sijoitusrahastolaissa sallitaan säilytysyhteisön käyttää apunaan toisia säilytysyhteisöjä. Tältä osin laissa tai sen esitöissä ei ole juurikaan täsmennetty, miten apusäilyttäjät tulisi esimerkiksi valita. Tähän kysymykseen voidaan hakea tulkinta-apua esimerkiksi yleisistä toimintojen ulkoistamista koskevista periaatteista. Alisäilyttäjät tulisi siten valita huolellisesti. Kyseeseen tulisivat lähinnä toimiluvan varaiset yhteisöt, joilla on riittävä asiantuntemus tehtävien suorittamiseen. Alisäilyttäjää tulee myös valvoa asianmukaisesti etenkin sen varmistamiseksi, että säilytettävien varojen erillään pitämisen periaate toteutuu. Alisäilytykseen liittyvä pääsäilyttäjän vastuu ei ole myöskään lainkaan selvä sijoitusrahastolain korvaussäännöksen valossa. Pääsäilyttäjällä on vastuussa, mutta vastuun tarkempi sisältö jää epäselväksi sen suhteen, onko vastuu ehdotonta vai vastuuta apulaisen huolimattomasta valinnasta tai valvonnasta. Vastuukysymystä voidaan tulkita esimerkiksi sopimusoikeudellisten periaatteiden nojalla ja katsoa, että pääsäilyttäjällä on vastuussa apulaisensa menettelystä omasta tuottamuksestaan riippumatta. Tällöin pääsäilyttäjällä ei voisi vastuusta vapautuakseen vedota apulaisensa laiminlyönteihin. Toisaalta vastuu voisi syntyä pääsäilyttäjän oman tuottamuksen perusteella sen johdosta, että alisäilyttäjällä ei ole valittu asianmukaisesti. Tällöin pääsäilyttäjällä voisi kuitenkin pyrkiä esittämään näyttöä siitä, että apulaisen valinta on tapahtunut riittävää huolellisuutta noudattaen. Vastuukysymys jää kuitenkin epäselväksi ja edellyttäisi lähinnä tuomioistuimen kannottoa asiaan. Joka tapauksessa on kuitenkin selvää, että pääsäilyttäjällä ei voi sopimusehdoin siirtää vastuutaan kolmannelle osapuolelle muutoin kuin vakuutuksen ottamisella.

Säilytysyhteisön vastuun osalta monet kysymykset ovat siten tulkinnanvaraisia. Niitä ei ole myöskään säilytysyhteisötoiminnan näkökulmasta käsitelty juuri oikeuskirjallisuudessa eivätkä ne ole myöskään nousseet esiin oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa. Tämän johdosta voisikin kysyä, onko säilytysyhteisön vastuuseen liittyvien kysymysten tarkastelu merkityksetöntä. Näin ei kuitenkaan ole. Finanssikriisin ja Madoff-skandaalin

jälkiselvittelyissä kävi nimittäin ilmi, että säilytisyhteisön toimintaa koskevat säännökset ovat Euroopan unionin tasolla puutteellisia ja osin vanhentuneita. Säilytisyhteisöt vastaavat kuitenkin suurien summien säilyttämisestä ja valtaosa näistä varoista on peräisin tavallisilta piensijoittajilta. Sijoittajien luottamuksen palauttamiseksi Euroopan komissio onkin ryhtynyt toimeen säilytisyhteisöjä koskevien säännösten tarkistamiseksi. Vaikka tässä yhteydessä onkin tarkennettu monia myös sijoitusrahastolain soveltamisen kannalta epätasomaisia säännöksiä, on kuitenkin vaarana, että säilytisyhteisöjä koskevat säännökset ovat muuttumassa jo liiankin ankariksi. On epäilty, että säilytystoimintala tulee keskittymään isoille toimijoille. Samalla ankaroituva vastuu tuo mukanaan lisäkustannuksia. Voikin käydä niin, että sijoittajien suojaamiseksi tarkoitetut sääntelymuutokset tulevatkin vain lisäämään rahastosijoittajilta perittäviä kustannuksia.

## LÄHDELUETTELO

### Kirjalliset lähteet

Anderson, Nicholas – Tuhkanen, Jorma (2004) *Järkevän sijoittamisen perusteet*. Edita, Helsinki.

Astola, Tiina (1990) *Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.

Bengtsson, Bertil (1976) *Särskilda avtalstyper I*, Andra tryckningen, P A Norstedt & Söners förlag, Stockholm.

Bengtsson, Bertil – Ullman, Harald – Unger, Sven (2009) *Allehanda om skadestånd i avtalsförhållanden*. Jure Förlag AB, Stockholm.

Hahto, Vilja (2008) *Tuottamus vahingonkorvausoikeudessa*. WSOYpro, Helsinki.

Halila, Heikki – Hemmo, Mika (2008) *Sopimustyypit*. 2. Uudistettu painos. Talentum, Helsinki.

Hansson, Sigurd (2009) *Aktier, optioner, obligationer*. Elfte upplagan. Studentlitteratur AB, Lund.

Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko (2001) *Sijoitusrahastolainsäädäntö*. WSOY, Helsinki.

Harju, Ilkka (2006) *Arvopaperimarkkinoiden sääntely*. Teoksessa Yritysoikeus. Tekijät Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Bärlund, Johan – Castren, Martti – Harju, Ilkka – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Mähönen, Jukka – Villa, Seppo – Wilhelmsson, Tuomas. Toinen, uudistettu painos. Wsoy, Helsinki.

Harju, Ilkka (2009) *Yritysoikeus-verkkoversio*. [www.wsoypro.fi](http://www.wsoypro.fi).

Haussila, Petri (2002) *Yhtiön ja yhtiön johdon velvollisuudet ja vastuu arvopaperimarkkinoilla*. Teoksessa Yrityksen ja yhteisön vastuuriskit – oikeudellisen toiminnan perusteet. Tekijät Aalto-Setälä, Ilkka – Amper, Mikko – Haussila, Petri – Hemmo, Mika – Lintumaa, Sari – Saloheimo, Jorma – Salomaa, Pekka – Strömberg, Harry – Tuomainen, Jouko. Tietosanoma, Helsinki.

Hellner, Jan – Hager, Richard – Persson, Annina H. (2010) *Speciell avtalsrätt II. Kontraktsrätt. Första häftet. Särskilda avtal*. Femte upplagan. Norstedts Juridik, Visby.

Hellner, Jan – Radetzki, Marcus (2010) *Skadeståndsrätt*. 8. Upplagan. Norstedts Juridik, Stockholm.

Hemmo, Mika (1994) *Vahingonkorvauksen määräytymisestä sopimussuhteissa. Siviilioikeudellinen tutkimus*. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 200, Helsinki.

Hemmo, Mika (1996) *Vahingonkorvauksen sovittelu ja moderni korvausoikeus*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A-sarja N:o 209, Helsinki.

Hemmo, Mika (1998) *Sopimus ja delikti. Tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuunmuodoista*. Kauppakaari Oy Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki.

Hemmo, Mika (2002) *Sopimukseen liittyvät vastuuriskit*. S. 13 – 32. Teoksessa Yrityksen ja yhteisön vastuuriskit – oikeudellisen toiminnan perusteet. Tietosanoma, Helsinki.

Hemmo, Mika (2005a) *Vahingonkorvausoikeus*. WSOYpro, Helsinki.

Hemmo, Mika (2005b) *Vastuu arvopaperinvälityksessä – erityisesti arvopaperilautakunnan käytännön kannalta*. Teoksessa Juhlajulkaisu Juhani Wirilander 1935 – 30/1-2005. Suomalainen lakimiesyhdistys, Helsinki. S. 58 – 70.

Hemmo, Mika (2007) *Velvoiteoikeuden perusteet*. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, Helsinki.

Hidén, Paulus – Tähtinen, Jyrki (2005) *Pääomarahastot ja niiden sijoitustoiminta*. Talentum, Helsinki.

Hidén, Paulus (2010) *Epäsuoran epälikvidin sijoitustoiminnan sääntelystä*. DL 4/2010, s. 431 – 442.

Hoppu, Kari (2004) *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely*. WSOY, Helsinki.

Hoppu, Esko – Hoppu, Kari (2011) *Kauppa- ja varallisuus oikeuden pääpiirteet*. 13. Painos. WSOYpro, Helsinki.

Hämäläinen, Karo (2003) *Osakesijoittajan opas. Voitot/riskit/kriteerit/verotus*. Tammi, Helsinki.

Häyhä, Juha (1999) *Ankara vastuu ja vahingonkorvausoikeuden järjestelmä*. OT-JP XXXII 1999, s. 81 – 144.

Kaartinen, Aaron – Pomell, Petre (2012) *ETF: avain monipuoliseen sijoittamiseen*. Talentum, Helsinki.

Kallunki, Juha-Pekka – Martikainen, Minna – Niemelä, Jaakko (2011) *Ammattimainen sijoittaminen*. 7. Painos. Talentum, Helsinki.

Kiiha, Jarkko (2002) *Yritystoiminnan ulkoistaminen ja sopimusvastuu*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki.

Kivivuori, Antti (2005) *Vahingonkorvausvastuun tarkoituksperät*. Teoksessa Juhlajulkaisu Esko Hoppu 1935 – 15/1 – 2005. Suomalainen lakimiesyhdistys, Helsinki.

Knuts, Märten – Norros, Olli (2011) *Rikos- ja vahingonkorvausoikeudellinen sääntely arvopaperimarkkinoiden ohjauksvälineinä*. Lakimies 7 – 8/2011, s. 1408 – 1427.

Kontkanen, Erkki (2011) *Pankkitoiminnan käsikirja*. Finva Finanssi- ja vakuutus kustannus Oy. 3. Uudistettu painos, Helsinki.

Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle (2002) *Osakeyhtiö*. Edita, Helsinki.

Lappalainen, Juha (2012) *Erityiset prosessilajit ja vaihtoehtoinen riidanratkaisu*. Teoksessa Prosessioikeus. Tekijät Frände, Dan – Havansi, Erkki – Helenius, Dan – Koulu, Risto – Lappalainen, Juha – Lindfors, Heidi – Niemi, Johanna – Rautio, Jaakko – Viro-lainen, Jyrki. Neljäs, uudistettu painos. Sanoma Pro Oy, Helsinki.

Lauriala, Jari (2004) *Pääomasijoittaminen*. Edita, Helsinki.

Lauriala, Jari (2008) *Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*. WSOYpro, Helsinki.

Leppiniemi, Jarmo (2002) *Pörssikurssi*. WSOY, Helsinki.



Leppiniemi, Jarmo (2009) *Rahoitus*. 5. Uudistettu painos. WSOY Oppimateriaalit Oy, Helsinki.

Manninen, Jyrki (2003) *Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi – ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa*. DL 2/2003, s. 254 – 272.

Martikainen, Teppo – Martikainen, Minna (2006) *Rahoituksen perusteet*. 6. Uudistettu painos. WSOY Oppimateriaalit Oy, Helsinki.

Mononen, Marko (2004) *Onko sopimusoikeudessamme yhtenäistä vastuuperustetta?*, Lakimies 7 – 8/2004, s. 1379 – 1397.

Mononen, Marko (2005) *Huomioita sopimus- ja vahingonkorvausoikeuden johdonmukaisuudesta*. Business Law Forum 2005. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja. 2. Vuosikerta. Helsingin yliopiston yksityisoikeuden laitos ja Edita Publishing Oy, Helsinki.

Mähönen, Jukka – Villa, Seppo (2006) *Osakeyhtiö III. Corporate governance*. WSOYpro, Helsinki.

Möttölä, Matias (2008) *Rahaa rahastoilla*. HS Kirjat, Helsinki.

Nars, Kari (2009) *Miljoonahuijarit. Suurpetkuttajien värikäs historia*. 2. Painos. Tammi, Helsinki.

Norri, Matti (2009) *Johdatus siviilioikeuteen*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.

Norros, Olli (2008) *Vahingonkorvaus asiantuntijapalveluissa*. Lakimies 4/2008, s. 637 – 643.

Norros, Olli (2009a) *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla*. WSOYpro, Helsinki.

Norros, Olli (2009b) *Sijoitusrahaston vastuu arvonlaskennan virheestä*. Teoksessa *Kovia aikoja: riitoja ja maksukyvyttömyyttä*. Juhlakirja Risto Koulu 60 vuotta. Toim. Lindfors, Heidi – Korkea-aho, Emilia – Turunen, Santtu. Edita, Helsinki.

Norros, Olli (2010) *Johdatus velvoiteoikeuteen*. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut, Helsinki.

- Nousiainen, Satu – Sundberg, Sirpa (2009) *Sijoituspalveluopas*. Finanssi- ja vakuutus-kustannus Oy, Helsinki.
- Pesonen, Mika (2011) *Säästäjästä sijoittajaksi. Jokamiehen sijoitusopas*. Docendo Finland Oy.
- Puttonen, Vesa – Repo, Eljas (2011) *Miten sijoitan rahastoihin*. 5. Uudistettu painos. WSOYpro, Helsinki.
- Pöyhönen, Juha (1999) *Korvausmallit vahingonkorvausoikeudessa*. OT-JT XXXII 1999. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen vuosikirja, Helsinki. S. 297 – 372.
- Rodhe, Knut (1986) *Lärobok i obligationsrätt*. Sjätte upplagan. Norstedts Förlag, Stockholm.
- Routamo, Eero – Ståhlberg, Pauli – Karhu, Juha (2006) *Suomen vahingonkorvausoikeus*. 5. Uudistettu painos. Talentum, Helsinki.
- Rudanko, Matti (1995) *Pankkiasiakkaan ja pankin oikeussuoja. Siviilioikeuden mahdollisuudet pankkiasiakkaan suojelussa ja pankkikriisin hoidossa*. Helsingin yliopiston Kansainvälisen talousoikeuden instituutin julkaisuja 21., Helsinki.
- Rudanko, Matti (1998) *Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.
- Saarnilehto, Ari (2007) *Vahingonkorvauslaki. Käytännön kommentaari*. Edita, Helsinki.
- Sandvik, Björn (2010) *Puhdas varallisuusvahinko – mikä se on? Puhtaan varallisuusvahingon kahdesta käsitetulkinnasta*. DL 1/2010, s. 25 – 36.
- Savela, Ari (1999) *Vahingonkorvaus osakeyhtiössä*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.
- Saxén, Hans (1975) *Skadeståndsrätt*. Åbo Akademi, Åbo.
- Taxell, Lars Erik (1993) *Skadestånd vid avtalsbrott*. Åbo Akademis förlag, Åbo.
- Turtiainen, Matti (2004) *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edilex Libri, Helsinki.
- Virtanen, Pertti (2011) *Vahingonkorvaus. Lait ja käytännöt*. Edita, Helsinki.

Wuolijoki, Sakari (2009) *Pankin neuvontavastuu*. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki.

### **Virallislähteet**

HE 187/1973 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle vahingonkorvauslaiksi.

HE 27/1977 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 238/1986 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle sijoitusrahastolaiksi ja laeiksi eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 157/1988 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkina- ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 234/1988 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperinvälitysliikkeistä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 295/1992 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle luotto- ja rahoituslaitoksia ja niiden toimintaa koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 309/1992 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 7/1996 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

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

HE 150/1996 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle luottolaitosten, sijoituspalveluyritysten ja rahastoyhtiöiden valvonnan tehostamiseksi.

HE 202/1998 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 110/2003 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 109/2005 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

HE 102/2006 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain sekä eräiden niihin liittyvien lakien muuttamiseksi.

HE 154/2006 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle ryhmäkannelaiksi ja laiksi Kuluttajavirastosta annetun lain muuttamisesta.

HE 43/2007 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi.

HE 287/2009 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoitusrahastolain muuttamisesta.

HE 113/2011 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoitusrahastolain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 32/2012 vp Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

Hallituksen esitys luonnos vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi, annettu 21.12.2012.

KOM (2005) 314 lopullinen. EU:n sijoitusrahastolainsäädännön kehittämistä. Komission vihreä kirja.

KOM(2006) 686 lopullinen. Sijoitusrahastojen sisämarkkinalainsäädännön kehittäminen. Komission valkoinen kirja.

KOM (2008) 458 lopullinen. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta.

KOM (2009) 207 lopullinen. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja direktiivien 2004/39/EY ja 2009/.../EY muuttamisesta.

KOM (2012) 350 lopullinen. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta annetun direktiivin 2009/65/EU muuttamisesta säilytysyhteisötoimintojen, palkka- ja palkkiopolitiikan sekä seuraamusten osalta.

Lagrådsremiss: Förvaltare av alternative investeringsfonder.

Prop. 1974:128 Kungl. Maj:ts proposition med förslag till aktiefondslag m.m.

Prop. 1989/90:153 Regeringens proposition om värdepappersfonder.

Prop. 2002/03:133 Regeringens proposition. Lag om finansiell rådgivning till konsumenter.

Prop. 2002/03: 150 Regeringens proposition. En ny lag om investeringsfonder.

Prop. 2006/07:115 Ny lag om värdepappersmarknaden.

SOU 2002:56 Investeringsfonder – förslag till ny lag.

SOU 2002:104 Investeringsfonder – Förvaringsinstitut, avgifter m.m.

SOU 2010:78 Fondverksamhet över gränserna. Genomförande av UCITS IV-direktivet.

SOU 2012:67 Förvaltare av alternative investeringsfonder.

U 65/2009 vp Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat).

U 52/2012 vp Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (yhteissijoitusyritykset).

VM 26/2003 Keskenään kilpailevat säästötuotteet. Siva-työryhmän muistio.

VM 10/2005 Esitevastuu työryhmän mietintö.

VM 10/2006 Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti.

VM 12/2012. Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistus. Työryhmän muistio.

### **Muita lähteitä**

Aamulehti 4.1.2013. Ryhmäkänne: Yli viisi vuotta voimassa ollutta lakia ei ole käytetty kertaakaan, Nina Törnudd.

<http://www.aamulehti.fi/Kotimaa/1194786360868/artikkeli/ryhmakanne+yli+viisi+vuotta+voimassa+ollutta+lakia+ei+ole+kaytetty+kertaakaan.html>. Tarkistettu 7.5.2013.

CESR's Response to the European Commission's consultation on the UCITS (CESR/09-781).

CESR Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, CESR/09-175.

CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds (CESR/10-049), annettu 19 toukokuuta 2010.

Conflicts of Interests of CIS Operators – Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, May 2000.

Consultation Paper on the UCITS Depositary Functions (3.7.2009), Working document of the Commission Services (DG Markt).

Consultation Paper on the UCITS Depositary Function and on the UCITS Managers' Remuneration (14.12.2010).

Euroopan keskuspankin lausunto (CON/2012/42), annettu 24.5.2012 ehdotuksesta komission delegoiduksi asetukseksi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU täydentämisestä poikkeuksien, yleisten toimintaedellytysten, säilytysyhteisöjen. Vivutuksen, avoimuuden ja valvonnan osalta.

Feedback statement – Summary of responses to UCITS depositary consultation paper. European Commission Internal Market and Services DG.

Finanssialan Keskusliiton julkaisu, Kotitalouksien sijoitusrahastosäästäminen.

Finansinspektionen: Förvaring ocg delegering – en vägledning (20.9.2004).

Finansinspektionen: Tillsynsrapport 2011. Erfarenheter av tillsyn och regelutveckling, (24 Maj 2011).

Finanssivalvonnan standardi 4.1 Sisäisen valvonnan järjestäminen.

Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 3/2011 Sijoitusrahastotoiminnan järjestäminen ja menettelytavat.

Finanssivalvonta: Määräykset ja ohjeet 1/2012 Ulkoistaminen.

Fondkollen 2013 Fakta, Tips och Nyheter. (www.fondkollen.se)

Ratan standardi 1.1 Toimiluvat ja notifikaatiot.

Ratan standardi 1.3 Luotettava hallinto ja toiminnan järjestäminen.

Ratan standardi 1.4 Luotettavuuden, sopivuuden ja ammattitaidon arviointi (fit & proper).

Report of the Expert Group on Investment Fund Market Efficiency. July 2006. European Commission, Internal Market and Services DG.

SEC (2009) 576. Commission Staff Working Document. Accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC.

Sijoitusrahasto-opas 2012. Pörssisäätiön julkaisu.

SWD (2012) 185: Commission Staff Working Document, Impact Assessment.

Kuluttajaviraston lausunto valtiovarainministeriölle: Ehdotus sijoitusrahastodirektiivin täytäntöönpanemiseksi (6.5.2011).

Teräväinen, Hermanni: Rahamarkkinarahaston määritelmä tiukentuu Euroopassa s. 16 – 18. Rahoitusmarkkinaraportti 2/2011. Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto. Suomen Pankki.

Towards a European Market for the Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Commentary on the provisions of Council Directive 85/611/EEC of 20 December 1985, Commission of the European Communities. Office for Official Publications of the European Communities. Luxembourg 1988.

VM Rahoitusmarkkinaosasto 29.1.2013, AIFMD Kansallinen voimaansaattaminen.

## Lyhenteitä

AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	Alternative Investment Fund Manager Directive
APL	Arvopaperilautakunta
CESR	Committee of European Securities Regulators
DL	Defensor Legis
ESC	European Securities Committee
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETF	Exchange Traded Fund
ETA	Euroopan talousalue
ETY	Euroopan talousyhteisö
EY	Euroopan yhteisöt
EU	Euroopan unioni
FI	Finansinspektionen (Ruotsi)
Fiva	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
IOSCO	The International Organization of Securities Commission
LIF	Lag om investeringsfonder (2004:46) (Ruotsi)
LM	Lakimies
OK	Oikeudenkäymiskaari (1.1.1734/4)
OTC	Over the Counter (vakioitujen markkinapaikkojen ulkopuolella)
Prop.	Regeringens proposition (Ruotsi)
Rata	Rahoitustarkastus
SOU	Statens offentliga utredningar (Ruotsi)



SWD Staff Working Document

UCITS Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities  
(Sijoitusrahastodirektiivin mukainen yhteissijoitusyritys/sijoitusrahasto)

Vma Valtiovarainministeriön asetus

VM Valtiovarainministeriö

Vp valtiopäivät

Mainitut Arvopaperilautakunnan ratkaisut

APL 122/2004

APL 273/2006

APL 41/2008

APL 42/2008

APL 84/2009

APL 146/2009